

# Makroskop

Kritische Analysen zu Politik und Wirtschaft.

## Nutzlose Wechselkurskorrekturen?

Martin Höpner · Dienstag den 22. November 2016

**Die Kontroverse innerhalb der Linken über den Euro geht weiter. Der Unterschied zwischen internen Abwertungen und Wechselkursanpassungen gehe gegen Null, so Klaus Busch, Axel Troost, Gesine Schwan, Frank Bsirske, Joachim Bischoff, Mechthild Schrooten und Harald Wolf. Eine Replik.**

Jüngst erschien bei VSA die Streitschrift „Europa geht auch solidarisch“ ([hier](#) zu finden), in der für Reformen der Eurozone unter Beibehaltung des Euro plädiert wird ([hier](#) bereits erwähnt und teilweise besprochen). Das Kapitel 4 des Bandes adressiert begrüßenswertere Argumente aus dem Umfeld der internationalen „Plan B“-Initiative (in Deutschland handelt es sich dabei um die EurExit-Gruppe, siehe [hier](#)), für die sich auch einige Makroskop-Autoren wiederholt engagiert haben. Mit diesem Kapitel werden wir uns nachfolgend beschäftigen.

Wie gelangen die Autorinnen und Autoren zu ihrem Plädoyer für die Beibehaltung des Euro? Sie gehen in drei Schritten vor:

1. Abschnitt 4.1 stellt stimmig heraus, dass es in unterschiedlichen Wechselkursregimen zu „falschen“ Wechselkursen kommen kann, also: dass die Währungen einzelner Länder über längere Zeiträume über- oder unterbewertet sein können. Der Fokus gilt nun der Überbewertung, der auf zwei Arten begegnet werden kann: Durch eine nominale Abwertung des Kurses der eigenen Währung gegenüber anderen Währungen oder durch „interne“ Abwertung, also durch relative Disinflationierung mit Hilfe von Lohnsenkung gegenüber anderen Ländern. Hinsichtlich ihrer ökonomischen Wirkung, insbesondere aber hinsichtlich ihrer sozialen Konsequenzen, seien sich diese beiden Optionen derart ähnlich, so die Autoren, dass kein Anlass bestünde, der nominalen Wechselkursanpassung (was im Fall von Euro-Teilnehmern den Austritt aus der Währungsunion voraussetzen würde) gegenüber der internen Abwertung den Vorzug zu geben.
2. Daran anschließend fragt Abschnitt 4.2 nach den konkreten Alternativen zum Euro und wendet sich dabei den Erfahrungen mit dem Europäischen Währungssystem (EWS) zu, das von 1979 bis zur unwiderruflichen Fixierung der nominalen Wechselkurse zum Jahresbeginn 1999 Bestand hatte. Auch im EWS, so Busch et al., stauten sich immer wieder nicht abgearbeitete Auf- und Abwertungsbedarfe auf, die namentlich Deutschland preisliche Wettbewerbsvorteile und daher Leistungsbilanzüberschüsse

verschafften. Da unklar ist, warum das in einem etwaigen EWS II nicht ebenfalls passieren sollte, bestünde auch in dieser Hinsicht kein Anlass, dem Euro eine Währungsordnung nach Vorbild des alten EWS vorzuziehen.

3. Abschnitt 4.3 führt schließlich zu einem ähnlichen Argument im Hinblick auf die in einem alternativen Wechselkursregime zu erwartende Autonomie der nationalen Wirtschafts- und Finanzpolitik. Die Wirkungen von Auf- und Abwertungen, so die Autorinnen und Autoren, seien derart desaströs, dass von ihnen keine Autonomiegewinne zu erwarten seien. Zudem zweifeln die Autoren an, dass die von einigen Debattenteilnehmern befürwortete Aufnahme etwaig aus dem Euro austretender Länder in ein dem EWS ähnliches Arrangement überhaupt als Option zur Verfügung stünde: Die EZB habe kein Interesse an der Stützung schwacher Währungen in der europäischen Peripherie.

## Unbeliebte Wechselkursanpassungen

Weil es uns hier logisch erscheint, mit den Auf- und Abwertungsbedarfen in den unterschiedlichen Regimetypen zu starten, bevor wir auf die Unterschiede zwischen interner Abwertung und nominaler Wechselkursanpassung eingehen, wenden wir uns zuerst den in Abschnitt 4.2 geführten Argumenten zum EWS zu.

Insgesamt 62 verhandelte Auf- und Abwertungen fanden zu 18 unterschiedlichen Zeitpunkten im EWS statt, um die aufgrund mangelnder Inflationskonvergenz auseinandergelaufenen Preisniveaus wieder anzugleichen. Angesichts des hohen Ausmaßes an Inflationsdivergenz insbesondere in der Frühphase des EWS war die häufig genutzte Möglichkeit der Wechselkursanpassung für die beteiligten Länder ein Segen. Nun darf man sich die Wechselkurspolitik im EWS aber nicht so vorstellen, dass die beteiligten Länder die Korrekturen mit Freude vornahmen. Das Gegenteil war der Fall. Auf- und Abwertungen waren gleichermaßen unbeliebt und wurden immer wieder hinauszögert, häufig mit Rücksicht auf Wahltermine. Zudem war im EWS niemand erpicht darauf, Wechselkursanpassungen so umfänglich wie möglich ausfallen zu lassen (es gab also keine „Abwertungswettläufe“).

Da heterogene Entwicklungen der Preisniveaus nicht zeitnah und nicht vollständig durch Auf- und Abwertungen kompensiert wurden, verharrten in der Tat auch im EWS Länder immer wieder in Über- und Unterbewertungskonstellationen. Busch et al. liegen daher völlig richtig, wenn sie zusammenfassend feststellen:

„Der Kardinalfehler des Systems lag in den zu späten und/oder den unzureichenden Kursanpassungen“ (Seite 45).

Nur stehen diese Einsichten in erheblichem, ja groteskem Widerspruch zu all den Passagen in Abschnitt 4.3, in dem die Autorinnen und Autoren die Wirkungen von Wechselkursanpassungen in derart düsteren Farben malen, dass das Wüten der Troika in den derzeitigen Krisenländern wie ein Ponyhof erscheinen muss.

Was wird hier - in Abschnitt 4.3 - nicht alles an die Wand gemalt: Wohlstandsverluste und Massenarbeitslosigkeit (auf Seiten der aufwertenden *und* abwertenden Länder)!

Abwertungswettläufe, Wirtschaftskriege! Finanzschmelze!! Wie ist all das zu verstehen? Wenn es im EWS zu *wenig* Wechselkursanpassungen gab und dasselbe auch in einem EWS II zu befürchten wäre, dann müsste ein *Mehr* an Wechselkurskorrekturen doch irgendeinen Nutzen stiften? Und wie ist es möglich, von der Einsicht in den *Mangel* an Wechselkursanpassungen in diskretionären Wechselkursregimen zu einem Plädoyer für Währungsordnungen zu gelangen, in dem *überhaupt keine* Wechselkursanpassungen mehr möglich sind? Die Dinge wollen sich hier nicht in ein stimmiges Gesamtbild fügen.

## Die Ausmaße der Fehlbewertungen im EWS

Zurück zu den im EWS aufgestauten Auf- und Abwertungsbedarfen und insbesondere zu dem Umstand, dass es Deutschland auch im EWS zeitweise gelang, sich durch Positionierung in einer realen Unterbewertungskonstellation preisliche Wettbewerbsvorteile zu verschaffen. Dass so etwas im EWS zu beobachten war, ist korrekt - der Vorzug des EWS gegenüber dem Euro war aber gerade, diesen Effekt in Grenzen gehalten zu haben. Zum Beleg erheblicher Über- und Unterbewertungen im EWS zeigen Busch et al. eine Grafik der Deutschen Bundesbank, die [hier](#) auf Seite 35 eingesehen werden kann. Wir empfehlen Leserinnen und Lesern mit Interesse an den Einzelheiten, die Grafik aufzurufen, um den nachfolgenden Punkten optimal folgen zu können. Wir sehen dort, wie sich der reale Außenwert der DM gegenüber den anderen EWS-Ländern sowie gegenüber einem gewogenen EWS-Durchschnitt während der ersten zehn EWS-Jahre entwickelte. Es zeigt sich, dass die DM trotz ihrer in diesem Zeitraum erfolgten sieben nominalen Aufwertungen (eine vollständige Auflistung aller im EWS vorgenommenen Wechselkursanpassungen findet sich in [diesem](#) mit Alexander Spielau verfassten Papier auf Seite 7) im Ergebnis real *abwertete*. Die Wechselkursanpassungen machten, im Einklang mit dem oben Gesagten, die Anpassungsbedarfe also nicht vollständig wett.

Entscheidend ist nun aber das Ausmaß der Unterbewertung. Die Grafik zeigt, dass sich der reale Außenwert der DM gegenüber den anderen beteiligten Ländern während der ersten zehn EWS-Jahre meist in einer Bandbreite von 90-95% seines Werts im Jahr der EWS-Gründung bewegte. Wenn wir also für das Ausgangsjahr 1979 „faire“ Wechselkursparitäten annehmen, befand sich Deutschland in der meisten Zeit der ersten zehn EWS-Jahre in einer Unterbewertungsposition in der Größenordnung von 5-10%. Wie Busch et al. gehen auch wir davon aus, dass dies eine der Ursachen für die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse war, die zwischen 1979 und 1989 durchschnittlich 1,6% des BIP betrug (Verfechter der Idee von der „nichtpreislichen Wettbewerbsfähigkeit“, die den kausalen Link von den Preisen zur Leistungsbilanz verneinen, würden das anders sehen). Man muss aber auch sehen, dass es das wichtigste Ziel der meisten Länder im EWS war, Deutschland als Stabilitätsanker zu benutzen, um - insbesondere, während der zweiten EWS-Hälfte, mit dem Ziel des Euro vor Augen - ihre eigene Inflationsrate zu senken. Das kann natürlich nur gelingen, wenn man nicht ganz so viel abwertet wie man es aufgrund der Lohnstückkostendifferenzen eigentlich müsste, folglich bleibt bei dieser Strategie eine kleine reale Aufwertung für diese Länder übrig und eine Abwertung für Deutschland.

Aber sowohl das Ausmaß der Unterbewertung als auch die Leistungsbilanzüberschüsse waren im Vergleich zu den Verwerfungen im Euro

überschaubar. Eine zusätzliche Aufwertung Deutschlands um knapp 4% und zusätzliche knapp 4% an Abwertung aller anderen EWS-Währungen hätten den verzerrten realen Wechselkurs Deutschlands bereinigt, während die heutige Unterbewertung des „deutschen Euro“ in der Größenordnung von 20% veranschlagt werden muss (*zusätzlich* zu den Abwertungsbedarfen etwa Griechenlands und Portugals in Größenordnungen von um die 30%). Ganz zu schweigen von den derzeitigen deutschen Leistungsbilanzüberschüssen in der bizarren Größenordnung von 8-9% des BIP, gegen die die durchschnittlichen 1,6% der Jahre 1979-1989 vorbildlich erscheinen müssen.

Instruktiv ist auch der Vergleich zwischen den im EWS durch Wechselkursanpassungen abgearbeiteten und den verbliebenen Anpassungsbedarfen. Den Berechnungen der Bundesbank zufolge hatte die DM während der ersten zehn EWS-Jahre nominal 38% gegen den gewichteten Durchschnitt der übrigen EWS-Länder aufgewertet (die Zahl findet sich im letzten beginnenden Absatz auf Seite 33 [des Bundesbank-Berichts](#)). Das EWS war also keineswegs perfekt, aber der größte Teil der Anpassungsbedarfe - 38% im Vergleich zu 5-10% - konnte durch Wechselkursanpassungen adressiert werden. Dass man sich die Anpassungen im Lichte dieser Daten noch etwas ausgeprägter wünschen würde, sollte daher nicht von der Einsicht ablenken, dass das EWS im Vergleich zum Euro ein sehr erfolgreiches System war.

Eine „gelbe Karte“ müssen wir Busch und Mitstreitern an dieser Stelle leider für die höchst selektive Auswahl an Empirie zeigen, mit der sie ihre Leserinnen und Leser zu überzeugen suchen. Denn warum zeigen sie uns Daten über die Entwicklung des realen Außenwerts der DM, die im Jahr 1989 enden? Weil es die Daten für den verbleibenden EWS-Bestandszeitraum nicht gibt? Natürlich gibt es sie. Die Antwort ist vielmehr, dass die Grafik, würde man sie in die Folgejahre verlängern, ein völlig anderes Bild vom EWS vermitteln würde.

Die Kurve „EWS insgesamt“, die den realen Außenwert der DM gegenüber dem Rest-EWS anzeigt, würde sich nämlich wieder auf die neutrale Ausgangsposition zubewegen und diese sogar überschreiten, also: die DM würde, relativ zu den anderen teilnehmenden Währungen, von einer Unter- in eine Überbewertungskonstellation wechseln. Das liegt daran, dass Deutschland im Zuge des Wiedervereinigungsbooms überdurchschnittliche Inflationsraten hervorbrachte, die wiederum nicht durch ausreichende Anpassungen korrigiert wurden. So war dann auch 1990 das letzte EWS-Jahr, in dem Deutschland einen Leistungsbilanzüberschuss (in Höhe von 2,6%) verbuchte. Für alle acht nachfolgenden EWS-Jahre weist die deutsche Leistungsbilanz Defizite aus, die im Durchschnitt gut 1% des BIP betragen. Statt der vermeintlichen Fähigkeit also, sich dauerhaft in der für die Exportindustrie vorteilhaften Unterbewertungskonstellation zu positionieren, würde die verlängerte Grafik nunmehr den Eindruck eines Wechselspiels um den neutralen Nullpunkt vermitteln.

### **Äquivalenz von nominaler und interner Abwertung?**

Ökonomisch und sozial, so Busch et al., gehe der Unterschied zwischen der durch nominale Anpassung und durch interne Disinflationierung bewerkstelligten Abwertung gegen Null. Wäre das korrekt, dann stellte sich in der Tat die Frage,

warum die Aktivistinnen und Aktivisten aus dem „Plan B“-Umfeld im Euro ein Problem sehen. Zweifellos haben beide Vorgänge dasselbe Ziel und viele Ähnlichkeiten. In beiden Fällen geht es um die Abwehr von Importschwellen. In beiden Fällen steht am Ende eine *reale* Abwertung. In beiden Fällen verteuern sich Importe nicht nur relativ zu den im Inland produzierten Gütern, sondern auch relativ zu den Lohneinkommen. Und in beiden Fällen wären, wie Busch und Mitstreiter zu Recht herausstellen, die Gewerkschaften schlecht beraten, auf die Verteuerung der Importgüter mit ausgleichenden Lohnerhöhungen zu reagieren (was im EWS in der Regel auch nicht passierte). Ökonomisch äquivalent sind die Maßnahmen gleichwohl nicht.

Eine „interne Abwertung“, also zunächst eine Nominallohnsenkung, trifft die Binnennachfrage direkt in negativer Weise, weil alle Löhne quer durch die Volkswirtschaft gesenkt werden müssen. Ein Abwertungsbedarf von, sagen wir, 30 Prozent bringt also eine 30 prozentige Lohnsenkung für die gesamte Volkswirtschaft mit sich, weil man nicht nur die exportorientierten Bereiche allein auswählen kann. Das bringt in der Regel auch eine kräftige *Reallohn-* und *Nachfragesenkung* mit sich, weil der Faktor Arbeit in Vorleistung tritt und Unternehmen nur verzögert mit Preisanpassungen nach unten reagieren. Ein solcher Rückgang der Binnennachfrage, das zeigt die Erfahrung in allen südeuropäischen Ländern, zieht unmittelbar einen massiven Anstieg der Arbeitslosigkeit mit sich, weil die Unternehmen trotz gesenkter Löhne auf die ungenutzten Kapazitäten mit Entlassungen reagieren – und nicht, wie es die „neoklassische“ Erwartung ist, mit einem Umbau der Produktionsstruktur.

Bei einer Abwertung über den Wechselkurs werden die Löhne hingegen zunächst überhaupt nicht berührt. Deswegen hat die Abwertung einer Währung zunächst auch gar keinen Einfluss auf die Binnennachfrage. Die Abwertung verringert die Löhne in internationaler Währung gerechnet, in der Binnenwirtschaft werden aber genau die gleichen Löhne gezahlt wie vorher. Es kommt nur dann zu einer spürbaren Reallohnsenkung, wenn weiterhin so viel importiert wird wie vorher. Die Erfahrung und die Logik zeigen aber, dass der Effekt klein ist, weil bei einer Importquote von, sagen wir, 25 Prozent sogar eine Abwertung von 30 Prozent selbst ohne Ausweichreaktionen (die es sicher gibt) nur ein Reallohnsenkung von unter 10 Prozent mit sich bringt. Empirisch ist der Effekt jedoch viel geringer, weil, wie es ja das Ziel der ganzen Übung ist, weniger Importe gekauft werden. Zwar wird es immer einige Produkte geben, die eingeführt werden müssen (Rohstoffe etwa), aber den Großteil der Importe kann man in der Regel ersetzen. Selbst wenn die Reallöhne etwas zurückgehen oder weniger steigen, kann man in allen Ländern mit einer halbwegs normalen Export- und Importstruktur damit rechnen, dass der Gesamteffekt positiv für die Konjunktur ist, weil Exporte angeregt und Importe zurückgedrängt werden. Das gilt bei der internen Abwertung nicht.

Wenden wir uns nunmehr der Frage zu, wie der Prozess der internen Abwertung eingeleitet wird, und vergegenwärtigen uns, dass die Autorinnen und Autoren progressive Politiker, Gewerkschafter und Wissenschaftler sind. Ihre Äquivalenzthese beziehen sie explizit auf die „sozialen Konsequenzen“ der Abwertungsprozesse (Seite 43). Diese Einschätzung verblüfft. Denn wie läuft die interne Abwertung ab? Auf gut Deutsch: Man quält die Gewerkschaften, zerstört das kollektive Arbeitsrecht und betreibt Sozialabbau so lange, bis mit der Kampfkraft der Gewerkschaften auch die

Löhne sinken. Es ist leicht zu erkennen, dass diese Form der Einleitung realer Abwertungen progressiven Politikzielen strukturell feindlich gegenübersteht und, wenn nur irgendwie möglich, vermieden werden sollte.

Fassen wir zusammen: Abwertungen über den Wechselkurs und interne Abwertungen sind trotz aller Ähnlichkeiten bei Licht besehen höchst unterschiedliche Vorgänge. Das gilt sowohl im Hinblick auf die Wirkungen auf die Löhne und die Nachfrage als auch im Hinblick auf die Eingriffe in die Sozialsysteme, das Arbeitsrecht und die Machtressourcen der Gewerkschaften. Die Versuche, interne Abwertungen in Südeuropa zu oktroyieren, haben sich als zynische Experimente erwiesen, die angesichts der Trümmer aus Lohnsenkungen, Nachfrageausfällen, eines kaputten individuellen und kollektiven Arbeitsrechts, beschädigter Sozialstaaten und sozialer Deprivation endlich abgebrochen werden müssen. Ist angesichts all dessen nicht bemerkenswert, *dass man die überbewerteten Währungen auch einfach abwerten könnte, hätten wir statt des Euro ein Währungsregime, das auf den heterogenen Euroraum passt?* Um die dringend notwendige Debatte über diese Option zu starten, genau dafür haben sich Progressive in Deutschland und anderswo in Initiativen wie „Plan B“ und „EurExit“ zusammengefunden.

Vieles mehr ließe sich über die im Kapitel geführten Argumente sagen, etwa über die Chancen auf faire Lastenverteilungen in diskretionären Wechselkursregimen einerseits und Währungsunionen wie dem Euro andererseits; über die Umfänge autonomer Spielräume der Fiskal- und Sozialpolitiken in beiden Regimetypen; oder über die Frage, warum die EZB austretende Währungen stützen sollte (kurz gesagt: nicht durch Überredung, sondern indem man sie beauftragt). Wir gehen davon aus, dass wir die Debatte fortführen. Zu danken ist Klaus Busch, Axel Troost, Gesine Schwan, Frank Bsirske, Joachim Bischoff, Mechthild Schrooten und Harald Wolf dafür, dass sie ihre Sicht der Dinge auf engem Raum und gut lesbar niedergeschrieben und so der Debatte zugänglich gemacht haben.

*Wir danken Alexander Spielau herzlich für wertvolle Hinweise.*