

KONJUNKTUR · ZINSEN · WÄHRUNGEN

Analysen aus der
Volkswirtschaftlichen Abteilung des DGZ · DekaBank Konzerns



Ausgabe Dezember – Heft 6/2000

Geldpolitik auf der Suche nach Orientierung

Verehrte Leserin, verehrter Leser,

fast zwei Jahre nach dem Beginn der Europäischen Währungsunion ist die Debatte um die strategische Orientierung der europäischen Geldpolitik unverändert im Gange. Die für diesen Monat durch die Europäischen Zentralbank angekündigte Veröffentlichung von Inflationsprognosen hat die Diskussion noch zusätzlich angestoßen. Vor diesem Hintergrund erörtern wir im letzten Heft des Jahres 2000 die folgenden drei Themen:

- Die Forderung, der Geldpolitik eine strategische Orientierung vorzugeben, zielt darauf ab, das geldpolitische Agieren durch eine Regelbindung für die Marktakteure verständlich, transparent und einschätzbar zu machen. Den Notenbanken stehen dafür unterschiedliche *Geldpolitische Strategien* zur Verfügung. Wie unsere Untersuchung ergibt, gelingt es den Notenbanken nahezu unabhängig von der gewählten Strategie, die Märkte zu orientieren. Strategien werden dadurch jedoch nicht obsolet.
- Für die Frage nach den realwirtschaftlichen Wirkungen der Geldpolitik ist der Realzins von besonderer Bedeutung. Die Zinstheorie hat sich in langer Tradition mit den *Bestimmungsfaktoren des Realzinses* beschäftigt. Im europäischen Währungsraum reflektieren die unverändert differierenden Realzinsen bei einheitlicher Inflationsrate die Unterschiede in den Nominalzinsen, die aus Liquiditäts- und Ausfallprämien resultieren. Dies wird auch weiterhin der Fall sein.
- Die deutliche Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar im Verlauf dieses Jahres hat durch die damit einhergehende öffentliche Diskussion über die Stabilität der neuen Währung auch die Europäische Zentralbank unter Druck gesetzt. Am 22. September hat sie erstmals mit Devisenmarktinterventionen versucht, den Wechselkurs zu beeinflussen. Damit stellt sich zwangsläufig die Frage nach dem angemessenen Kurs. Für die lange Frist wird dafür auf die *Kaufkraftparität* verwiesen. Nach unseren Berechnungen ergibt sich danach eine erhebliche Unterbewertung des Euro.

Impressum

Herausgeber:

DGZ · DekaBank
Deutsche Kommunalbank
Abteilung Volkswirtschaft
Mainzer Landstraße 16
60325 Frankfurt

Chefvolkswirt:

Dr. Michael Hüther (069) 71 47-2381

Autoren:

Dr. Ulrich Kater (069) 71 47-28 46
E-Mail: Ulrich.Kater@dgzbank.de
Dr. Karsten Junius (069) 71 47-27 86
E-Mail: Karsten.Junius@dgzbank.de
Dr. Paul Terres (069) 71 47-36 75
E-Mail: Paul.Terres@dgzbank.de

Redaktionsschluß:

4. Dezember 2000

Nachdruck und Vervielfältigung nur mit
Genehmigung der DGZ · DekaBank
Deutsche Kommunalbank

ISSN 1439-8125

Mit freundlichen Grüßen
Ihr Michael Hüther
Chefvolkswirt der DGZ · DekaBank

DGZ  DekaBank
Unternehmen der  Finanzgruppe

Geldpolitische Strategien: Worin bestehen die Unterschiede?

Die Deutsche Bundesbank schwor auf die Geldmengensteuerung. Die Bank of England hat sich der direkten Inflationssteuerung verschrieben. Und die US-amerikanische Fed verwendet ein Multi-Indikatorenkonzept. Die Rede ist von geldpolitischen Konzeptionen – auch geldpolitische Strategien genannt –, nach denen die Notenbanken ihre Geschäftspolitik ausrichten. Unter Zentralbankbeobachtern wird erwartet, dass die Europäische Zentralbank (EZB) noch in diesem Jahr klärende Aussagen zu ihrer geldpolitischen Strategie macht, die bisher bereits Gegenstand erregter Debatten gewesen ist. Im Vorfeld der erwarteten Weiterentwicklung der EZB-Konzeption zur Geldpolitik wird hier zunächst die Frage gestellt, wozu Zentralbanken überhaupt geldpolitische Konzeptionen verwenden. Dann wird ein kurzer Überblick darüber gegeben, welche Konzeptionen gegenwärtig verwendet werden und wie man einschätzen kann, ob eine Strategie erfolgreich ist. Zum Schluss wird ein Blick auf den aktuellen Stand der Strategieentwicklung bei der EZB geworfen: Hat sie bereits eine einsatzfähige Konzeption oder sind noch Fortentwicklungen vonnöten?

Geldpolitische Konzeptionen sollen Vertrauen wecken

Eine geldpolitische Konzeption umfasst die Regeln, nach denen eine Zentralbank ihre Geldpolitik betreibt. Die meisten Zentralbanken haben sich solche Regeln verordnet und den Märkten explizit offengelegt. Warum zwängen sich die Notenbanken in ein solches Korsett, dass ihre Geschäftspolitik im wesentlichen determiniert? Die Antwort hierauf hängt mit den speziellen Eigenschaften des Geldes zusammen, das die Zentralbank produziert, dem Geld. Anders als bei anderen Gütern können die Nachfrager nach Geld die Qualität des Produkts, das ihnen ihre Zentralbank zur Verfügung stellt, nicht unmittelbar einschätzen. Denn die Qualität einer Währung bemisst sich nach ihrer Inflationsrate. Hier ist nicht nur die gegenwärtig gemessene, sondern insbesondere die voraussichtliche Inflationsrate in der Zukunft entscheidend, da Investitionsentscheidungen oftmals weit in die Zukunft reichen und fest mit einer Währung verknüpft sind. Während bei einfachen Konsumgütern der Nachfrager recht schnell einen Eindruck über die Qualität der gekauften Sache erhält, ist es für den Besitzer einer bestimmten Währung nicht ohne weiteres möglich zu entscheiden, ob die Inflationsrate in der nächsten Zeit gleich bleiben oder etwa ansteigen wird und damit die reale Kaufkraft einer

Geldeinheit reduziert. Dies hängt mit den Eigenschaften des Inflationsprozesses zusammen: Eine dauerhafte Erhöhung der Inflationsrate resultiert aus geldpolitischen Fehlern, die ein bis zwei Jahre früher begangen worden sind und nicht mehr rückgängig gemacht werden können.

Zwar ist den meisten Zentralbanken von Gesetz wegen aufgegeben, den Geldwert stabil zu halten. In der Vergangenheit hatte sich jedoch gezeigt, dass dieses Stabilitätsversprechen in der Praxis mit teilweise sehr hohen Inflationsraten einhergehen konnte, sei es weil die Zentralbanken nicht über eine genügende Unabhängigkeit von den Regierungen verfügten, sei es, weil der Begriff der Preisniveaustabilität einfach relativ lax ausgelegt wurde. Die einfache Ankündigung einer Notenbank, sie werde Inflation vermeiden, kann den Märkten also nicht ausreichen. An dieser Stelle setzen die Zentralbanken an, wenn sie eine geldpolitische Strategie ankündigen. Eine solche Strategie soll es dem Geldbesitzer ermöglichen, verbindlich zu beurteilen, ob die Zentralbank heute genügend tut, um den Geldwert für die Zukunft stabil zu halten. Sie sollen also die Zentralbanken in ihrem Verhalten einschätzbar machen und von vornherein unterbinden, dass die Marktteilnehmer Inflationserwartungen aufbauen. Der erste Schritt zur Vermeidung einer tatsächlichen Inflation liegt für die Notenbank darin, die Inflationserwartungen zu beeinflussen. Wenn sie dies schafft, bleiben die langfristigen Zinssätze an den Kapitalmärkten niedrig und die Volatilität bei Marktindizes gering, was eine Bedingung für ein effizientes Funktionieren der Kapitalmärkte ist. Geldpolitische Konzeptionen sollen also beim Geldverwender um Vertrauen dafür werben, dass die Zentralbank das von ihr angestrebte Ziel der Preisniveaustabilität auch einhält.

Drei verschiedene Strategien im Einsatz

Praktische Bedeutung bekamen geldpolitische Strategien erst nach dem Jahre 1973. Zu diesem Zeitpunkt löste sich nach über 25 Jahren das Festkurssystem von Bretton Woods auf.¹⁾ In diesem System waren außer der US-amerikanischen Zentralbank alle Zentralbanken der Mitgliedsländer auf die Politikstrategie der Wechselkurssteuerung festgelegt. Erst nachdem die Zentralbanken in die nationale Handlungsfreiheit entlassen worden waren, tauchte die Frage auf, was denn mit dieser Unabhängigkeit anzufangen wäre und mit welchen Mitteln diese



Ziele angestrebt werden sollten. Zwar fand sich in fast allen nationalen Geldverfassungen für die Notenbank die Aufgabe, das Preisniveau stabil zu halten. In den wenigsten Staaten wurde jedoch Ernst gemacht mit diesem Vorhaben. Zu verlockend war für die jeweiligen Regierungen die damals auch von vielen Wirtschaftswissenschaftlern verheißene Vorstellung, die Zinspolitik aktiv zur Steuerung des Konjunkturseschehens einsetzen zu können. Hohe Inflationsraten in diesen Staaten waren die Folge. Erst in den neunziger Jahren kehrten immer mehr Staaten den Inflationsexperimenten der keynesianischen Epoche den Rücken zu und gaben ihren Notenbanken das Ziel vor, die Inflationsrate dauerhaft niedrig zu halten. Zusätzlich gaben die Regierungen ihren Notenbanken auch die dafür nötigen Bewegungsfreiräume, indem sie sie in die politische Unabhängigkeit entließen. Nun waren die Notenbanken gefordert, die Märkte davon zu überzeugen, dass sie in der Lage waren, ihre Inflationsziele einzuhalten. In dieser Zeit wurden die bestehenden geldpolitischen Strategien weiterentwickelt und um neue Varianten ergänzt. Insgesamt gibt es heute vier Grundformen von geldpolitischen Konzeptionen²⁾:

- (1) *Geldmengensteuerung*. Bei der Geldmengensteuerung geht die Zentralbank davon aus, dass ein Zusammenhang zwischen der heutigen Geldmengenentwicklung und der künftigen Preisniveauentwicklung besteht. Bei einer kontrollierten Expansion der Geldmenge ist dementsprechend auch die Inflation unter Kontrolle. Bei dieser Strategie gibt die Notenbank einen Zielwert für die gewünschte Geldmengenexpansion in einer Periode von einem oder mehreren Jahren vor und richtet ihre Zinspolitik danach aus, dass dieser Zielwert erreicht wird. In ihrer Reinform wurde diese Konzeption zuletzt noch von der Schweizer Zentralbank angewendet, nachdem die Deutsche Bundesbank seit 1999 keine eigenständige Geldpolitik mehr durchführte. Seitdem sich Ende 1999 auch die Schweizerische Nationalbank von der Geldmengensteuerung abwendete, gibt es gegenwärtig keine Zentralbank, die diese Konzeption verwendet³⁾.
- (2) *Inflationssteuerung*. In vielen Ländern hatten sich mit der Zeit Geldmengen- und Preisniveauentwicklung voneinander entkoppelt. Daher gingen die betroffenen Notenbanken dazu über, die Inflation direkt zu steuern. Damit entfällt ein externes Zwischenziel wie etwa die Geldmenge und die Zentralbank richtet ihre Zinspolitik direkt nach den herrschenden Inflationserwartungen aus. Die

Inflationserwartungen kommen dabei hauptsächlich in einer Inflationsprognose durch die Notenbank selbst zum Ausdruck. Dieses Konzept wird u.a. angewendet in Neuseeland (seit 1990), in Großbritannien (1992), in Australien (1993) sowie in Schweden (1993).⁴⁾ In einigen Ländern wurde die direkte Inflationssteuerung wiederum um neuartige Zwischenziele ergänzt: So richtet die Bank of Canada ihre Geldpolitik an einem selbstberechneten Index aus, der die Straffheit der Geldpolitik beschreibt (ein sogenannter Monetary Conditions Index).

- (3) *Wechselkurssteuerung*. Manche Zentralbanken verzichten ganz auf eine selbständige Geldpolitik und verkünden stattdessen eine Strategie der Wechselkursbindung. Dabei richten sie ihre Zinssätze ausschließlich danach aus, dass ein angekündigter Wechselkurs zum Leitwährungsland eingehalten wird. Verpflichtet sich die Notenbank darüber hinaus, Zentralbankgeld nur gegen Devisen bereitzustellen, spricht man von einer Currency-Board-Strategie. Beispiele für die Wechselkursanbindung bilden Dänemark und Ungarn, Currency-Boards bestehen in Estland, Argentinien, und Hongkong.
- (4) *Multiindikatoren-Strategie*. Während die bisher genannten Strategien einzelne monetäre Indikatoren und Zwischenziele in den Mittelpunkt stellen, geht die US-amerikanische Zentralbank einen sehr pragmatischen geldpolitischen Weg. Sie hat angekündigt, ihre Geldpolitik nach den jeweils vorherrschenden besten geldpolitischen Indikatoren auszurichten. Dies kann bedeuten, dass verschiedene monetäre Größen mit über die Zeit wechselndem Gewicht in die geldpolitischen Entscheidungen eingehen. Zwar gibt die Federal Reserve auch Richtwerte für die Entwicklung von Geldmengen- und Kreditaggregaten an, allerdings bilden diese Größen nur einen Orientierungsrahmen und sind anderen geldpolitischen Indikatoren gleichgeordnet⁵⁾.

Die Europäische Zentralbank hat mit ihrem Zwei-Säulen-Konzept eine Mischform aus Geldmengen- und Inflationssteuerung entwickelt. Sie richtet ihre Zinspolitik einerseits nach der Entwicklung der Geldmenge M3. Für diese Geldmenge gibt es einen „Referenzwert“, der das Maß an Geldmengenwachstum angibt, das mit dem Inflationsziel der EZB (mittelfristig unter 2 %) vereinbar ist. Andererseits wird die geldpolitische Einschätzung ergänzt durch die zweite Säule einer „breiten Einschätzung“ der Gefahren für die Preisniveaustabilität. Diese Einschätzung besteht aus einer Analyse

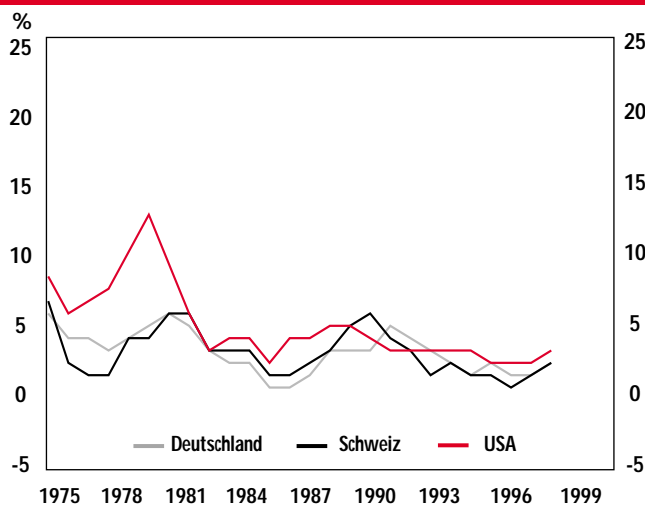


und Prognose des Inflationsprozesses in Euroland. Dabei wird die EZB ab Dezember dieses Jahres dazu übergehen, halbjährlich Inflations-"projektionen" zu veröffentlichen.⁶⁾ Indem die EZB eine derart breite Palette von Indikatoren für ihre zinspolitischen Entscheidungen heranzieht, ähnelt ihr Konzept stärker dem der Fed als einer der vorgestellten enggefassten Strategien im eigentlichen Sinne.

Bisher keine Strategie allen anderen überlegen

Welche Strategie ist die beste? Ginge es nur darum, mit welcher Strategie sich geringe Inflationsraten erreichen lassen, dann kommen alle geldpolitischen Konzeptionen etwa gleich gut weg: Zwar erscheint es so, als sei die Geldmengensteuerung ein Garant für niedrige Inflationsraten, da sowohl die Deutsche Bundesbank als auch die Schweizer Nationalbank mit dieser Konzeption über lange Zeit vergleichsweise niedrige Inflationsraten hervorbrachten (Graphik 1).

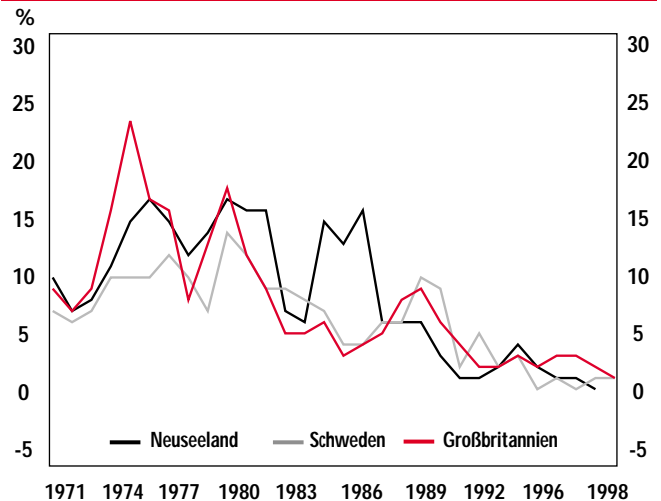
Inflationsraten in ausgewählten Ländern mit Erfahrungen in der Geldmengensteuerung



In dieses Bild passen jedoch nicht die Erfahrungen, die in den Vereinigten Staaten mit dieser Strategie gemacht wurden: Von 1976 bis 1984 orientierte sich die Fed an der Geldmengenexpansion und musste dabei Preissteigerungsraten von bis zu 14 % p.a. hinnehmen. Daneben zeigt sich, dass die Zentralbanken, die seit einigen Jahren die direkte Inflationssteuerung gewählt haben, ebenfalls beachtliche Stabilitätsergebnisse aufzuweisen haben: So liegt die durchschnittliche Inflationsrate seit Einführung der direkten Inflationssteuerung im Vereinigten Königreich bei 2,4 %, in Schweden bei 1,1 % und in Neuseeland bei 1,7 % (Graphik 2). Aber auch in

den Vereinigten Staaten, die seit den achtziger Jahren ohne die Hilfe einer regelgebundenen Konzeption auskommen, sind die Inflationsraten in den letzten Jahren niedrig geblieben.

Inflationsraten ausgewählter Länder, die eine direkte Inflationssteuerung eingeführt haben



Eine systematisch bessere Inflationsperformance lässt sich bisher keiner der genannten Strategien zuordnen. Auch bei den Inflationserwartungen schneiden derzeit die meisten Zentralbanken gleich ab. Zwar gibt es keine Messgröße, die die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer zuverlässig abbildet. Aber anhand zweier gängiger Näherungsmaße für die Inflationserwartungen - Kapitalmarktzinssätze und Umfrageergebnisse - wird deutlich, dass derzeit für alle wichtigen Währungen die Inflationserwartungen im Markt gering sind (Tabelle 1).

	Kapitalmarktzinssatz (10-jähr. Staatsanleihen) 20. Nov. 2000	Inflationserwartungen auf ein Jahr aus Umfragen ^{*1)}
--	--	--

USA	5,7	2,7
Euro-11	5,2	2,0
Japan	1,7	-0,1
Australien	5,9	n.v.
Neuseeland	6,5	n.v.
Schweden	5,1	1,8
Schweiz	3,8	2,0
GB	5,1	2,2

^{*1)} Consensus November 2000



Allerdings lässt sich der Erfolg einer geldpolitischen Strategie nicht ausschließlich an einem einzelnen Leistungsmerkmal ablesen. Genauso wie man einen Autotyp nicht nur nach der Höchstgeschwindigkeit, sondern etwa auch nach der dabei verbrauchten Benzinmenge beurteilt, geht es bei der Bewertung einer Zentralbankstrategie nicht nur darum, welche Inflationsraten realisiert werden, sondern auch mit welcher Effizienz dies geschieht. Die Effizienz der Geldpolitik kann jedoch allenfalls nur indirekt und nur ungenau bestimmt werden. Beispielweise kann man versuchen zu ermitteln, mit welchen wirtschaftlichen Einbußen für die gesamte Volkswirtschaft eine Zentralbank eine überschießende Inflationsrate wieder auf ihren Zielwert zurückbringt. In der Geldtheorie ist hierfür die Kennzahl „sacrifice ratio“ geprägt worden, die angibt, wie viel Minderwachstum zu erwarten ist, wenn die Inflationsrate um einen Prozentpunkt gesenkt werden soll.⁷⁾ Solche Ergebnisse sind jedoch nicht eindeutig ermittelbar.

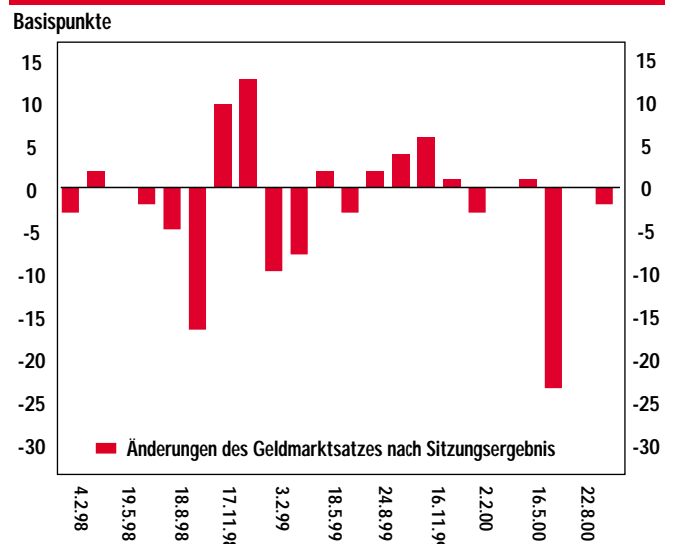
Ein weiteres Kriterium der Zentralbankeffizienz lässt sich etwas einfacher bestimmen, nämlich das der Einschätzbarkeit der Notenbank durch die Finanzmärkte. Eine geldpolitische Konzeption soll neben Vertrauen in die Geldwertstabilität auch ermöglichen, dass die Finanzmarktakteure das konkrete Handeln der Notenbanken vorhersehen und sich darauf einstellen können. In der Praxis vermeidet eine gute Einschätzbarkeit der Zinsentscheidungen der Notenbanken größere Preisausschläge insbesondere auf dem Geldmarkt, aber auch auf Aktien- und Rentenmärkten. Anhand der unmittelbaren Marktreaktion auf die Aktionen der Notenbanken zeigt sich, wie gut die Märkte sich auf die Notenbank einstellen können. In dem hier untersuchten Zusammenhang interessiert besonders, ob die Einschätzbarkeit einer Zentralbank auch von ihrer geldpolitischen Konzeption abhängt, also ob eine geldpolitische Strategie besser als andere die Vorhersehbarkeit des Notenbankhandelns ermöglicht.

Um dies zu ermitteln, kann man sich die Markterwartungen rund um die Termine der Zentralbankratssitzungen ansehen. Diese Markterwartungen drücken sich in verschiedenen kurzfristigen Zinssätzen am Geldmarkt aus, etwa dem Satz für Einlagen auf eine Woche unter Banken. Verändert sich dieser nach einem Zinsbeschluss der Notenbank stark, dann hatten die Marktakteure die Handlung der Zentralbank nicht vorhergesehen, sie waren also schlecht vorbereitet.

Ebenso falsch wären umgekehrt Erwartungen, die auf eine Veränderung der Notenbankzinssätze spekulieren, wenn die Notenbank dann doch keinen Zinsbeschluss fasst. Auch in diesem Fall würden sich nach der jeweiligen Zentralbankratssitzung deutliche Zinsbewegungen am Geldmarkt ergeben. Exakte Markterwartungen liegen demgegenüber dann vor, wenn sich im Umfeld von Zentralbankratssitzungen der Zinssatz für Wochengeld nicht stark bewegt.

Eine Auswertung der Geldmarktdaten aus den Vereinigten Staaten und der Europäischen Währungsunion macht deutlich, dass sowohl die Fed als auch die EZB von den Märkten in den letzten zwei bis drei Jahren recht gut eingeschätzt worden sind. Die durchschnittliche Abweichung der Geldmarktsätze an Tagen mit der Bekanntgabe der Ergebnisse einer Sitzung des Federal Open Market Committee (FOMC, des Offenmarktausschusses der Fed) vom Vortag betrug seit Beginn 1998 nur 5 Basispunkte (Graphik 3).

Zinsreaktionen auf Ergebnisse von FOMC-Sitzungen 1998 bis 2000

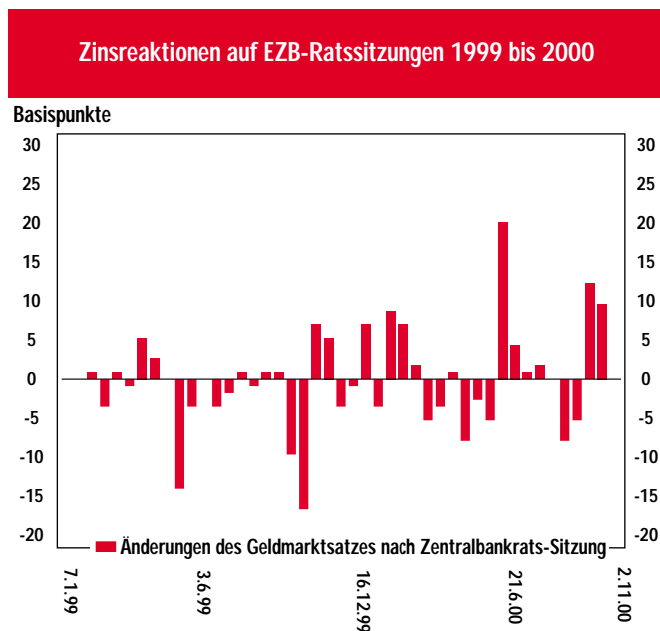


Den größten Korrekturbedarf hatten die Märkte dabei mit 24 Basispunkten im Juni dieses Jahres, als mit einer weiteren Zinserhöhung durch die Fed gerechnet wurde, die dann jedoch ausblieb. Seitdem hatten die Marktteilnehmer jedoch keine weiteren Überraschungen von ihrer Zentralbank zu erdulden: Die Marktbewegungen rund um die Sitzungstermine lagen nahe bei Null. Insgesamt scheint die Fed das Publikum auf Änderungen der Federal Funds Rate recht gut vorbereiten zu können,



denn auch an Sitzungstagen mit einem Zinsänderungsbeschluss betrug die durchschnittliche Marktreaktion nur 5 Basispunkte. Diese Ergebnisse ändern sich nicht wesentlich, wenn man auch den auf den Sitzungstag folgenden Tag in den Vergleich einbezieht.

Für die EZB sehen die Ergebnisse ähnlich günstig aus: An allen Sitzungstagen zusammengenommen reagierten die Märkte durchschnittlich mit einer Zinsänderung von ebenfalls 5 Basispunkten auf die Bekanntgabe des Sitzungsergebnisses (Graphik 4).





bungen auf den Finanzmärkten, die jedoch ähnlich negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft haben können wie Inflationsprozesse im güterwirtschaftlichen Bereich. Daher gibt es für die EZB keinen Anlass, die Entwicklung ihrer geldpolitischen Konzeption schleifen zu lassen.

Die EZB muss ihre Strategie noch ausarbeiten

Ihre geldpolitische Strategie kann der EZB daher nicht egal sein, sie muss trotz der festgestellten guten Einschätzbarkeit auf die kurze Frist an ihrer Kommunikationsfähigkeit mit den Märkten arbeiten, und dazu gehört auch die Fortentwicklung ihres geldpolitischen Konzepts.

Doch dies wird noch ein langer Weg sein. Die EZB verfolgt mit ihrem zwei-Säulen-Ansatz die vielschichtigste von allen angewandten geldpolitischen Strategien. Sie teilt die Ursachen für den Inflationsprozess gedanklich in zwei „Abteilungen“ ein: monetäre und nicht-monetäre Ursachen. Die monetären Inflationsursachen werden über die erste Säule der Geldmengenentwicklung berücksichtigt. Dabei soll sie die herausragende Säule der Strategie darstellen. Doch gleichzeitig schränkt die EZB wieder ein: Der für die Geldmenge angekündigte Referenzwert sei nicht als Geldmengenziel zu verstehen. Die EZB versuche nicht, die Geldmenge zu steuern. Abweichungen der tatsächlichen Geldmengenentwicklung vom Referenzwert müssen damit nicht mechanistisch korrigiert werden. Damit sagt die EZB lediglich, dass sie die Informationen aus der Geldmengenentwicklung zur Kenntnis nimmt. Explizit wird dabei nicht nur die Höhe des Geldmengenwachstums, sondern auch seine Struktur berücksichtigt, also beispielsweise, ob die Zuwächse aus einer starken Kreditvergabe oder aus Umschichtungen herrühren. Die zweite Säule – die Aussichten für die Preisniveaustabilität – wird ebenfalls sehr detailliert betrachtet: Es wird versucht abzuschätzen, ob Bewegungen in den Inflationsraten von vorübergehender Natur sind oder sich verfestigen, ob sie sich auf den Gütermärkten oder auf den Finanzmärkten (in Form von Kursübertreibungen) abspielen, ob sie angebotsseitig oder nachfrageseitig hervorgerufen werden. Gleichzeitig will die EZB ab Dezember dieses Jahres sogenannte konditionierte Inflationsprognosen veröffentlichen, das sind Prognosen, die davon ausgehen, dass der Notenbankzinssatz im Prognosezeitraum nicht verändert wird. Diese Prognosen

sind jedoch für die Geldpolitik nicht verbindlich, sie werden lediglich als Ausarbeitung der Volkswirtschaftlichen Abteilung angesehen, die der Zentralbankrat wiederum als Information lediglich zu Kenntnis nimmt. Andernfalls, so lautet die EZB-Argumentation, würde die Inflationsprognose das Timing der Geldpolitik zu stark einschnüren.

All diese Einschränkungen dienen dazu, dem Zentralbankrat einen weiten Handlungsspielraum zu belassen. Die geldpolitische Konzeption der EZB besteht damit nicht, wie andere Konzeptionen, aus Handlungsregeln, sondern stellt im Grunde nur noch ein Inflationsüberwachungsverfahren ohne weitere Verpflichtung dar: Der Inflationsprozess in Euroland wird Monat für Monat breit untersucht, aber es wird dem Zentralbankrat freigestellt, welche Schlüsse er daraus zieht. Damit rückt diese Strategie nahe an die amerikanische Art der Geldpolitik heran, nur mit dem Unterschied, dass die EZB ihre Denkschablone publik gemacht hat, mit der sie den Inflationsprozess beurteilt. Wie im konkreten Fall gehandelt wird, bleibt den handelnden Personen freigestellt. Eine Selbstbindung besteht nicht.

Geldpolitik, die auf diese Weise entsteht, muss nicht notwendigerweise schlecht sein. Die kurzfristige Einschätzbarkeit einer Notenbank behindert sie jedenfalls, wie gesehen, nicht. Eine solche Konzeption bietet jedoch wenig Halt, wenn die Geldpolitik einmal in raueres Fahrwasser geraten sollte, weil etwa Anforderungen aus der Finanzpolitik oder der Lohnpolitik an sie herangetragen werden sollten. Dann muss sich die EZB ganz auf ihren inneren Stabilitätswillen verlassen und ihre Unabhängigkeit verteidigen. Dieser Stabilitätswillen ist jedoch von außen nur schwer einschätzbar.



- 1) Vgl. zu dieser währungspolitischen Periode: H.-J. Jarchow/P. Rühmann: Monetäre Außenwirtschaft, Teil 2, UTB, 1999.
- 2) Eine ausführliche Erläuterung der verschiedenen geldpolitischen Strategien findet sich in: P. Bofinger: Geldpolitik, Ziele, Institutionen, Strategien und Instrumente, München, 1996.
- 3) Zum neuen geldpolitischen Konzept der Schweizerischen Nationalbank vgl. G. Rich: Monetary Policy without Central Bank Money: A Swiss Perspective, paper presented at the conference of Monetary Policy, Washington, July 11, 2000.
- 4) Ausführlich zur Konzeption der direkten Inflationssteuerung: G. Svensson: Inflation Targeting, London 1994.
- 5) Ergänzend hierzu: Susan Judd: Describing Fed Behavior, Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter Number 98-38; December 25, 1998.
- 6) Vgl. Europäische Zentralbank: Die zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB, Monatsbericht November 2000, S. 41 - 54.
- 7) Vgl. etwa: Stephen C. Cecchetti/Robert W. Reich: Structural Estimates of the U.S. Sacrifice Ratio, Federal Reserve Bank of New York, March 1999.

Dr. Ulrich Kater, Tel.: 069/7147-2846,

E-mail: ulrich.kater@dgzbank.de



Realzinsniveaus in Euroland bleiben unterschiedlich

Realzinsen sind die um die Preissteigerung bereinigten nominalen Zinsen. Ihre Höhe ist bei der konjunkturellen Beurteilung der Geldpolitik von entscheidender Bedeutung. Sie geht beispielsweise direkt in Konzepte zur Bestimmung angemessener Zentralbankzinsen wie die Taylorregel ein. Niedrige Realzinsen können die Wirtschaft stimulieren und ihr unter normalen Umständen aus einer Rezession helfen. Hohe Realzinsen bremsen die wirtschaftliche Aktivität und können inflationäre Überhitzungstendenzen in einer Volkswirtschaft zurückführen. Unbekannt ist leider bis zu welchem Niveau die Geldpolitik und damit die Realzinsen als expansiv bzw. restriktiv einzustufen ist. So antwortete EZB-Präsident Duisenberg in der Pressekonferenz am 5. Oktober nach der Erhöhung des Refinanzierungszinses auf 4,75 % auf die Frage, ob die Geldpolitik nun neutral sei, die EZB wisse den neutralen Satz auch nicht genau, hielte die derzeitige Höhe aber für angemessen. Bundesbankpräsident Welteke erklärte in einem Interview am 16. Oktober, die Geldpolitik sei expansiv, da sich die Realzinsen immer noch auf einem historisch relativ niedrigen Niveau befänden. Die Realzinsen sind tatsächlich derzeit niedriger als in den achtziger Jahren. Ob daraus jedoch folgt, dass die Geldpolitik expansiv ist, hängt davon ab, ob es ökonomische Gründe dafür gibt, dass sich die Realzinsen auf historische Niveaus zurück bewegen sollten oder ob es heute Gründe für niedrigere Niveaus gibt. Die Kenntnis, ob es ein bestimmtes „faïres“ Realzinsniveau gibt, ist zudem für die Entwicklung an den Bondmärkten von entscheidender Bedeutung.

Sollten die Realzinsen wieder auf historische Niveaus steigen, so ist mit einem deutlichen Kursrückgang von Rentenanlagen in fast allen Ländern zu rechnen. Zudem müssten sich die Zinsdifferenzen (Spreads) der Anleihen unterschiedlicher Euroland-Mitglieder wieder erheblich ausweiten - Rentenanlagen insbesondere in den südlichen Eurolandregionen würden besonders starke Kursverluste erleiden. Um zu beurteilen, inwieweit dies zu erwarten ist, wird im Folgenden versucht die Bestimmungsgründe von Realzinsen zu ermitteln und ob die derzeit relativ niedrigen und regional unterschiedlichen Realzinsen in Euroland Bestand haben können.

Vielzahl theoretischer Erklärungen für die Höhe des Realzinses

Realzinsen spielen in vielen ökonomischen Theorien eine zentrale Rolle, da sie den realen Ertrag des neben der

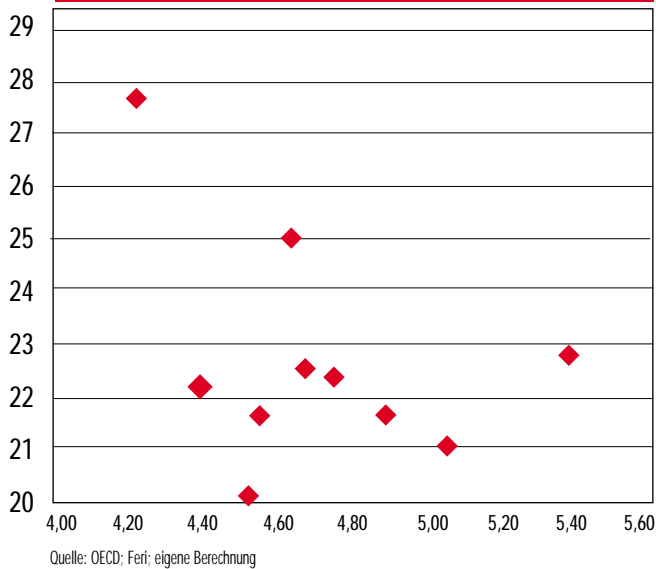
Arbeitskraft wichtigsten Produktionsfaktors - Kapital - angeben. Daher existieren auch eine Vielzahl von Erklärungsansätzen, wie sich der „normale“ Realzins bilden sollte.¹⁾ Das Niveau des Realzinses wird nämlich durch alle Größen beeinflusst, die die aggregierte Nachfrage und Angebot in der Realwirtschaft und am Kapitalmarkt lenken. Allgemein wird dabei angenommen, dass der Realzins positiv ist, da die Verbraucher normalerweise eine Vorliebe für Gegenwartskonsum haben. Verzichten sie auf Konsum heute und sparen, wollen sie sich entschädigen lassen für den späteren und gegeben falls unsicheren Konsum. Entsprechen soll der Realzins auch der Grenzproduktivität des Kapitals, d.h. dem Ertrag, den die letzte getätigte Investition eines Unternehmens abwirft. Diese Größe ist gemäß der neoklassischen Wachstumstheorie unter gewissen Annahmen gleich der langfristigen Wachstumsrate einer Volkswirtschaft.²⁾ Bei aufholenden Volkswirtschaften kann sie sogar noch etwas darüber liegen. Als Daumenregel lässt sich festhalten, dass der Realzins dem Wachstum des Produktionspotenzials einer Volkswirtschaft entspricht.

Die Verbindung von Realzinsen und Wachstum ergibt sich daraus, dass der Realzins die Größe ist, die Sparen und Investieren in Einklang bringt. Bekannt ist jedoch nicht genau, inwieweit dies auf der Ebene von Nationen, Währungsunionen oder weltweit geschieht. Perfekte Kapitalmobilität würde zu einem nur weltweiten Zusammenhang von Sparen und Investitionen führen, so dass nationale Spar- und Investitionsquoten nicht korreliert sein dürften. Dies ist tatsächlich aber der Fall, wie einige internationale Untersuchungen zeigen und ist darauf zurückzuführen, dass die meisten Anleger eine Neigung haben, in ihren Heimatländern zu investieren.

Bei perfekter Kapitalmobilität müssten nationale Sparquoten und Realzinsen unkorreliert sein. Für Euroland ist dies auch der Fall. Schaubild 1 zeigt einen allenfalls sehr leicht negativen Zusammenhang zwischen den durchschnittlichen Realzinsen und den gesamtwirtschaftlichen Sparquoten für 10 Eurolandmitglieder für die vier Jahre vor Beginn der Währungsunion. Die Kapitalmobilität war bis 1998 also in Euroland schon sehr hoch und sollte sich im Zuge der Währungsunion weiter erhöhen. Perfekte Kapitalmobilität würde bei gleich hohen Risikoprämien zu international gleich hohen Zinssätzen verschiedener Schuldnerländer führen, wenn sie Anleihen in derselben Währung aufnehmen.



Schaubild 1: Realzinsen und gesamtwirtschaftliche Sparquoten 1995-1998 in %



Renditeunterschiede zwischen finnischen Euroanleihen und spanischen Euroanleihen gäbe es dann nicht. Dass die Grenzproduktivität des Kapitals in einigen Volkswirtschaften höher ist, spielt bei perfekter Kapitalmobilität keine Rolle. Sie führt dann nur zu einer höheren Kapitalnachfrage in den aufholenden Volkswirtschaften, nicht jedoch zu unterschiedlichen Realzinsen der Staatsanleihen.

Derzeit stehen die Realzinsen von Staatsanleihen in Euroland im Spannungsfeld eines möglicherweise höheren Potenzialwachstums und eines geringeren Angebots an Staatsanleihen. Ein höheres Potenzialwachstum könnte sich durch die Deregulierung der Wirtschaft und durch den Einsatz neuer Technologien wie dem Internet ergeben. Dies würde zu einer höheren Kapitalproduktivität und somit steigender Nachfrage nach Realkapital führen. Dadurch würden sich die Realzinsen erhöhen. Ein niedrigeres Angebot an Staatsanleihen ergibt sich durch die Rückführung der Haushaltsdefizite. Dazu kommt die möglicherweise auf Grund zusätzlicher privater Altvorsorge höherer Nachfrage nach Anleihen. Diese beiden Effekte sollten die Renditen von Staatsanleihen in den nächsten Jahren tendenziell niedrig halten. Gründe für internationale Realzinsunterschiede in Euroland bei gleicher Risikoposition ergeben sich jedoch nicht, da zu erwarten ist, dass sich die Kapitalmobilität auf Grund der Währungsunion in Euroland tendenziell erhöht.

In der aktuellen Diskussion von Realzinsen werden immer wieder historische und internationale Vergleiche herangezogen. Bevor auf die derzeitigen Realzinsen in Euroland eingegangen wird, soll untersucht werden inwieweit ein solcher Vergleich zulässig ist. Dabei wird zunächst auf die Messproblematik von Realzinsen eingegangen. Danach wird anhand eines langfristigen historischen Vergleichs untersucht, ob und gegebenenfalls warum Realzinsen unterschiedlich hoch sind und ob daraus Schlüsse für das derzeitige „angemessene“ Realzinsniveau gezogen werden können.

Realzinsen ergeben sich aus Nominalzinsen und Inflationserwartungen

Realzinsen ergeben sich gemäß der Formel $(1+i)=(1+r)(1+p)$, wobei „i“ der Nominalzins ist, „r“ der Realzins und „p“ die erwartete Inflationsrate. Durch Umformen ergibt sich der Realzins, der in den Berechnungen dieses Artikels verwendet wird. Oftmals wird er jedoch einfach ermittelt als Nominalzins abzüglich der Inflationserwartung. Diese Annäherung überschätzt die Realzinsen vor allem bei hohen Nominalzinsen und hohen Inflationsraten.³⁾ Bei den Nominalzinsen werden gewöhnlich die Zinsen von Staatsanleihen verwendet, da sie in der Regel als sehr sicher und hoch liquide gelten und daher weniger als Unternehmensanleihen durch zusätzliche Risikoprämien verzerrt sind.

Inflationserwartungen sind in der Regel nur schwer messbar. Dies gilt vor allem für längere Zeiträume. Wird nämlich der heutige Realzins für eine 10-jährige Anleihe ermittelt, müssten auch die Inflationserwartungen für die nächsten 10 Jahre zugrunde gelegt werden. Auf Grund der seltenen Verfügbarkeit dieser Erwartungen, unterstellen die meisten Studien statt dessen, dass die Erwartungen der letzten tatsächlichen Inflationsrate gemessen am Anstieg der Konsumentenpreise entsprechen.⁴⁾ Das aktuelle Realzinsniveau ergibt sich in vereinfachter Rechnung dann aus dem aktuellen Nominalzinsniveau abzüglich der Preisteigerung der letzten 12 Monate. Ex-ante kann sich daher ein anderes Realzinsniveau ergeben als ex-post, wenn die Inflationsrate der letzten 12 Monate nicht mit denen des Anlagezeitraums übereinstimmt. Befindet sich eine Volkswirtschaft beispielsweise in einer Disinflationsphase, wie die meisten Ländern in den achtziger Jahren und die südeuropäischen Länder vor Beginn der



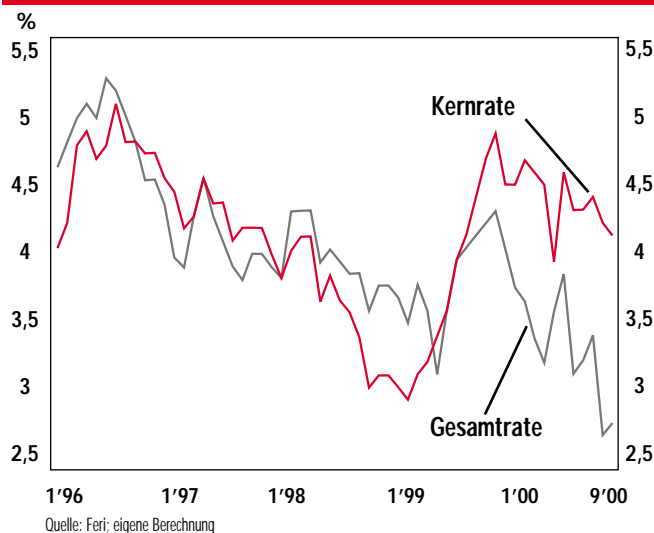
Europäischen Währungsunion, so liegt die erwartete Inflation systematisch über der später realisierten Inflation. Die Realzinsen sind dann tatsächlich höher als erwartet, da die Emittenten einen höheren Nominalzins zahlten, als sie gemusst hätten, wäre der Rückgang der Inflationsraten richtig antizipiert worden. Die in dieser Zeit ex-post realisierten liegen also über den ex-ante erwarteten Realzinsen.

Die in der Vergangenheit realisierte Inflation ist auch dann nur eine gute Annäherung der derzeitigen Inflationserwartung, wenn es in dem abgelaufenen und dem vorausliegenden Zeitraum keine Inflationsverzerrungen beispielsweise durch Erhöhungen indirekter Steuern oder exogener Schocks wie Ölpreiserhöhungen gibt. Derzeit gibt es Anzeichen dafür, dass die erwarteten deutlich unter den zuletzt realisierten Inflationsraten in Euroland liegen. Es wird nämlich davon ausgegangen, dass der diesjährige Inflationsbeitrag durch den gesunkenen Eurokurs und die gestiegenen Ölpreise nicht bestehen bleibt. Die Nominalzinsen sind daher auch in den letzten 12 Monaten nicht wie die Inflationsrate in Euroland um 1,3 Prozentpunkte gestiegen, sondern statt dessen sogar leicht gefallen. Die Realzinsen wären bei der Gleichsetzung von zuletzt realisierter Inflationsrate und Inflationserwartungen also deutlich gesunken. Umfragegemäß unterstellen die Marktteilnehmer aber wieder sinkende Inflationsraten, da keine weiteren Ölpreiserhöhungen erwartet werden. Daher wären in der jetzigen Situation die Realzinsen beispielsweise besser anhand der Kerninflationsrate gemessen, die um Energiekosten und saisonale Nahrungsmittel bereinigt ist. Schaubild 2 zeigt den Unterschied beider Berechnungsmethoden anhand der Realzinsen in Deutschland. Bis Mitte 1998 entwickelten sich die Realzinsen nach beiden Methoden ähnlich. Seit dem starken Fall des Ölpreises in 1998 und seinem starken Ansteigen in 1999 ergeben sich jedoch deutliche Unterschiede.

Die mittels aktueller Inflationsraten berechneten aktuellen Realzinsniveaus werden also als zu niedrig ausgewiesen, während die mittels realisierter Inflationsraten ermittelten Realzinsniveaus der Periode 1980 bis 1997 als zu hoch ausgewiesen werden. Ein historischer Vergleich von aktuellen und historischen Realzinsen ist also nur bei ähnlichen Inflationsregimen angebracht.

Die Ungenauigkeit von Inflationserwartungen sollte auch bei internationalen Vergleichen von Realzinsniveaus

Schaubild 2: Realzinsen in Deutschland gemäß Berechnung mittels Kern- und Gesamtinflationsrate



beachtet werden. Unterschiedliche Länder verwenden unterschiedliche Methoden der Inflationsberechnung. Im Vereinigten Königreich (UK) beträgt die Inflationsrate nach nationaler Methode 3,1 %, die von der Bank of England beobachtete Rate 2,0 % und nach die von Eurostat harmonisierte Rate 1,0 %. Die Realzinsen variieren dementsprechend um über 2 Prozentpunkte.⁵⁾

Genauere Inflationserwartungen erhält man mittels der Verwendung inflationsindexierter Staatsanleihen, die einige Länder wie die USA, UK und Frankreich seit wenigen Jahren emittieren. Vernachlässigt man Risiko- und Liquiditätsprämien, so ergibt sich der Realzins als die Differenz der Renditen von Anleihen mit festem Nominalzins und ihren inflationsindexierten Pendanten gleicher Laufzeit. Da in Euroland leider nur Frankreich inflationsindexierte Staatsanleihen emittiert, müssen die Inflationserwartungen im Folgenden aus den zuletzt realisierten Inflationsraten ermittelt werden.

Unterschiede ergeben sich auch je nachdem, ob die Realzinsen auf Grundlage der kurzfristigen Geldmarktzinsen oder der langfristigen Kapitalmarktzinsen berechnet werden. Erstere sind für die Beurteilung der Geldpolitik von Interesse, sie schwanken jedoch im Konjunkturzyklus stärker. Letztere reflektieren eher langfristige Faktoren, zu denen auch Risikoprämien gehören. Zuletzt wird noch darauf hingewiesen, dass hier die reale Verzinsung von festverzinslichen Wertpapieren und nicht die von Sachkapital untersucht werden soll. Einige ökonomische Theorien gehen zwar davon aus,



dass diese gleich sein muss, dies ist tatsächlich aber nicht immer der Fall.

Ein langfristiger historischer Vergleich

Betrachtet man längere Zeiträume, so lassen sich Perioden mit stark unterschiedlichen durchschnittlichen Realzinsen ausmachen.⁶⁾ Tabelle 1 zeigt, dass die hohen Realzinsen in USA, Deutschland und UK der achtziger

Tabelle 1 zeigt auch, dass sich die Realzinsen in den drei Währungsräumen tendenziell in die gleiche Richtung bewegen. Gleichwohl bleiben Unterschiede über längere Zeiträume bestehen. Teilweise mögen diese auf Messgründe zurückzuführen sein. Das Ausmaß der Unterschiede ist dennoch erstaunlich. So lagen die langfristigen Realzinsen im Durchschnitt der Jahre 1980-1997 in den USA um 1,54 Prozentpunkte über denen in UK. In den Jahren 1969-1979 lagen die langfristigen

Tabelle 1: Hohe Schwankungen bei Realzinsen im historischen Vergleich

	Realzinsen USA		Realzinsen Deutschland		Realzinsen UK	
	Kurzfristig	Langfristig	Kurzfristig	Langfristig	Kurzfristig	Langfristig
1998-10/00	3,24	3,33	2,73	3,97	5,39	4,39
1980-97	3,28	5,21	3,89	4,48	4,16	3,67
1969-79	0,73	1,65	1,31	3,72	-1,51	0,85
1951-68	1,45	2,03	1,51	4,08	0,67	1,59
1914-50	0,51	1,37	-1,61	0,11	-0,48	0,93
1875-1913	5,22	4,44	3,01	3,48	3,0	3,32

Quelle: Chadha und Dimsdale (1999); eigene Berechnungen für 1998-10/2000 anhand der Kernraten des CPI für die USA und des HVPI für UK und Deutschland.

und neunziger Jahre eher die Ausnahme als die Regel darstellen. Sie sind sicherlich auch Ergebnis eines Disinflationsprozesses, während die niedrigen Realzinsen in den siebziger Jahren aus den unerwartet hohen Inflationsraten nach den Ölpreisschocks resultieren. In der Zeit zwischen Beginn des ersten und Ende des zweiten Weltkrieges war mit festverzinslichen Anlagen kaum Geld zu verdienen. Die Realzinsen sind teilweise sogar negativ gewesen. Dies trifft teilweise auch auf die kurzfristigen Realzinsen zu. Ursächlich dafür sind auch die zeitweise erlassenen Kapitalverkehrsbeschränkungen gewesen, die das Angebot an Finanzkapital auf die Nachfrage des Inlandes beschränkten. Dadurch wurde es den staatlichen Schuldnern möglich, äußerst niedrige nominale Zinsen zu zahlen. Die Tabelle zeigt also, dass Realzinsen von Periode zu Periode stark variieren können. Dies wird auch durch formalere ökonomische Methoden unterstützt.⁷⁾ Diese zeigen, dass Realzinsen keine Tendenz aufweisen, zu einem langjährigen Mittelwert zurückzugehen. Historische Vergleiche von Realzinsniveaus sind folglich für sich genommen aussagegelos, wenn sich die Rahmenbedingungen stark verändert haben.

Realzinsen in Deutschland sogar um 2,87 Prozentpunkte über denen in UK.

Mögliche Verzerrungen durch unterschiedliche Inflationsmessungen sind bei aus inflationsindizierten Bonds ermittelten Realzinsen ausgeschlossen.⁸⁾ Aber auch hierbei zeigt ein Vergleich zwischen Neuseeland, Australien, Kanada, UK, den USA und Frankreich für die letzten Jahre, dass Unterschiede von über 2 Prozent bestehen können.⁹⁾ Die Entwicklung von Realzinsen kann folglich zwar nicht über mehrere Perioden verglichen werden, wohl aber zwischen einzelnen Währungsräumen, wenngleich auch hier weniger die Niveaus als die Veränderung der Zinsdifferenzen zwischen einzelnen Ländern im Vordergrund stehen sollte.

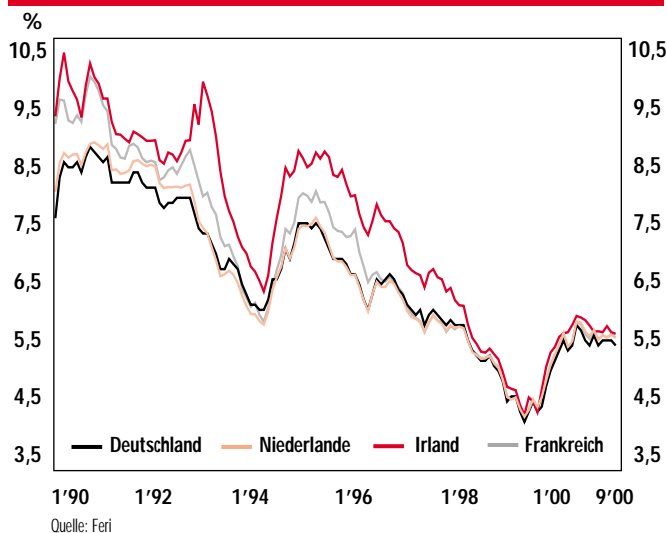
Regionale Realzinsunterschiede in Euroland

Die Zinsentwicklung in Euroland war in den neunziger Jahren bis zum Beginn der Währungsunion durch einen Disinflationsprozess gekennzeichnet. Hohe Inflationsraten hatten die Nominalzinsen einiger Länder zu Beginn der Dekade noch über 10 % gehalten. Im Zuge eines allgemeinen Inflationsrückgangs und des Bemühens, das



Inflationskriterium des Maastrichter Vertrages zu erfüllen, gingen die Inflationsraten insbesondere in den Peripherieländern stark zurück. Da die Anleger sich der rückläufigen Inflationsraten nicht sicher waren, lagen in dieser Zeit die Inflationserwartungen deutlich über den realisierten Inflationsraten. Dies erklärt die hohen Nominal- und Realzinsen. Deutlich wird der Disinflationprozess in Schaubild 1, das die rückläufige Entwicklung der Nominalzinsen 10-jähriger Staatspapiere in Italien und Belgien gegenüber Deutschland und Frankreich seit 1990 darstellt.

Schaubild 3: Nominalzinsen 10-jähriger Staatsanleihen

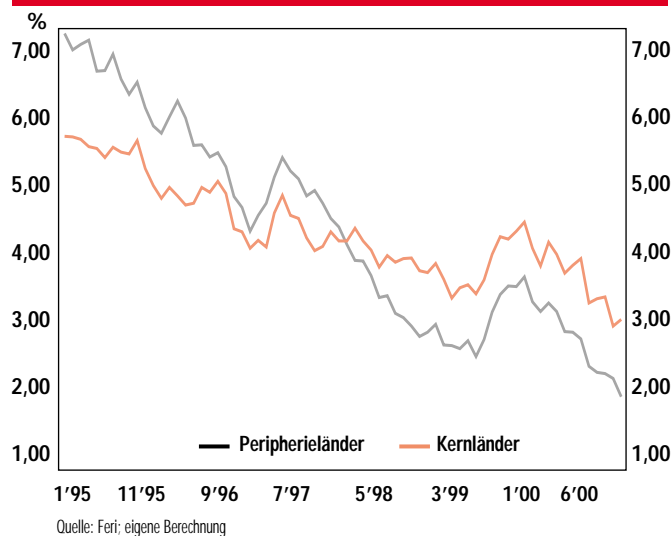


Zudem gehen auch die Unterschiede zwischen den Ländern zurück. So ist die nominale Renditedifferenz zwischen deutschen und italienischen Staatsanleihen, die in der Mitte der neunziger Jahre noch teils bei über 500 Basispunkten gelegen hatte, bis auf gut 40 Basispunkte zurückgegangen. Auch die Unterschiede in der realen Verzinsung beider Länder haben erstaunlich stark abgenommen. Die Differenz ist von ca. 250 Basispunkten im Jahr 1995 auf derzeit ca. 20 Basispunkte gesunken.

Bildet man den Durchschnitt der Gruppe der Peripherieländer und der Gruppe der Kernländer, so zeigt Schaubild 2, dass die Realzinsen in den Peripherieländern bis Mitte 1996 in der Regel über denen der Kernländer gelegen haben und seit Ende 1997 in der Regel unter denen der Kernländer.¹⁰⁾ Würden sich die Realzinsen wieder angleichen, müssten die Nominalzinsen in den Peripherieländern stark steigen, da mittelfristig nicht mit deutlich niedrigeren Inflations-

raten in den Peripherieländern zu rechnen ist. Dies würde zu in Zukunft höheren Nominalzinsdifferenzen von Staatsanleihen zwischen Kern- und Peripherieländern führen mit entsprechenden Kursverlusten von Anleihen der Peripherieländer.

Schaubild 4: Realzinsen in Euroland



Droht ein Kurssturz an den Rentenmärkten der Peripherieländer in Euroland?

Die theoretische Diskussion bot kaum Gründe für Realzinsunterschiede in einer Währungsunion wie Euroland. Müssen dann nicht die Realzinsen in den peripheren Ländern in Euroland auf das Niveau der Kernländer steigen? Würde dies nicht zu höheren Nominalzinsen führen, die die Kurse festverzinslicher Wertpapiere dort senkten? Nein, denn in einer Währungsunion richtet sich der Nominalzins einer Anlage in Staatsschuldtiteln nicht nach der nationalen Inflationsrate des Emittenten, sondern nach der Inflationsrate des gesamten Währungsgebietes. Dies ist innerhalb Deutschlands bislang ähnlich gewesen. Begibt die Hessische Landesbank, das Bundesland Baden-Württemberg oder die Bankgesellschaft Berlin eine Anleihe, so orientiert sich die Nominalzinsentwicklung in keiner Weise an den Inflationsraten von Hessen, Baden-Württemberg oder Berlin. Allein die gesamtdeutsche Inflationsentwicklung ist von Interesse.

Ähnlich verhält es sich in der Europäischen Währungsunion. Für einen internationalen Investor entscheidend ist die innere Stabilität der Währung insgesamt - also die durchschnittliche Inflationsrate des gesamten Währungs-



gebiets. Dies liegt an dem Zusammenhang zwischen Wechselkursen, Nominalzinsen und Inflationserwartungen. Wenn sich die Kaufkraftunterschiede zwischen den Währungsräumen nicht verändern sollen, müssen die erwarteten Unterschiede der Inflationsraten der beiden Währungsräume ebenfalls mit der erwarteten Wechselkursveränderung übereinstimmen. Japan hat beispielsweise eine um fast vier Prozentpunkte niedrigere Inflationsrate als die USA, was bedeutete, dass der Yen gegenüber dem US-Dollar um vier Prozentpunkte pro Jahr aufwerten müsste.

Gemäß der Zinsparitätentheorie gleicht die erwartete Wechselkursveränderung zweier Währungen zudem dem Unterschied der Nominalzinsen in den Währungsräumen. Der erwartete Ertrag ausgedrückt in derselben Währung ist in beiden Währungsräumen dann gleich. Die in Japan fast vier Prozentpunkte niedrigeren Nominalzinsen als in den USA drücken demnach eine Aufwertungserwartung des Yen gegenüber dem US-Dollar aus.

Die Wechselkursentwicklung zweier Währungen gleicht also auf der einen Seite den Inflationsunterschieden und auf der anderen Seite den Nominalzinsunterschieden in den Währungsräumen. Damit gleichen auch die Inflationsunterschiede den Nominalzinsunterschieden zweier Währungsräume. Regionale Unterschiede von Inflationsraten innerhalb eines Währungsraumes wie Euroland spielen daher keine Rolle mehr, da es auch keine regionale Auf- oder Abwertung des Euros geben kann.¹¹⁾ Eine Nivellierung der Realzinsniveaus und ein Kurssturz der Rentenmärkte ist daher nicht zu befürchten.

Die in Euroland weiterhin existierenden Inflationsunterschiede und die im Schaubild 2 dargestellten Realzinsunterschiede haben nur einen Effekt. Sie führen zu überaus günstigen Finanzierungsbedingungen in den Peripherieländern und zu tendenziell ungünstigeren Bedingungen in den Kernländern. Dies fördert den realen Konvergenzprozess in Euroland.

Ergeben sich nun doch Unterschiede bei den Nominalzinsen, so ist dies nicht auf die Notwendigkeit unterschiedlicher Realzinsen zurückzuführen, sondern auf Liquiditäts- und Risikoprämien. So sind deutsche Staatsanleihen sowohl liquider als auch mit einer geringeren Ausfallwahrscheinlichkeit behaftet als beispielsweise belgische Staatsanleihen. Auf Grund des

höheren Finanzierungssaldos und der größeren Staatsverschuldung sowie der Tatsache, dass weniger belgische Staatstitel im Umlauf sind, werden diese auch in Zukunft eine höhere Rendite haben.

Fazit

Das Niveau von Realzinsen ist auf eine Vielzahl von Einflussgrößen zurückzuführen. Stark unterschiedliche Inflationsregime, Kapitalverkehrsbeschränkungen und politische Situationen führen dazu, dass Realzinsen sich periodenweise stark voneinander unterscheiden haben. Auf Grund von historischen Vergleichen auf die Angemessenheit derzeitiger Realzinsniveaus zu schließen, ist daher nicht zulässig. Auch bei internationalen Vergleichen von Realzinsniveaus zu einem Zeitpunkt ist Vorsicht geboten, da zahlreiche Messprobleme bestehen. Als Daumenregel für die theoretisch "angemessene" Höhe von Realzinsen erscheint die Wachstumsrate des Produktionspotenzials. Diese lag in Euroland in den letzten Jahren bei ca. 2,5 %. Die Deregulierung der Wirtschaft und technologische Entwicklungen wie das Internet könnten sie jedoch mittelfristig in Richtung 3 % erhöhen. Innerhalb der Währungsunion werden die derzeitigen Realzinsunterschiede voraussichtlich auch in Zukunft bestehen bleiben. Dies liegt daran, dass nicht die nationalen Inflationsraten, sondern der Inflationsdurchschnitt in Euroland Bestimmungsgröße der nationalen Nominalzinsen von Staatsanleihen ist. Unterschiede der Nominalzinsniveaus ergeben sich lediglich aufgrund unterschiedlicher Liquiditäts- und Ausfallrisikoprämien nicht auf Grund unterschiedlicher Inflationsraten. Unterschiedliche Realzinsniveaus in den Ländern der Europäischen Währungsunion sind daher das Resultat und nicht die Determinante unterschiedlicher Nominalzinsniveaus.



- 1) Vgl. F. Lutz und J. Niehans: Faktorpreisbildung II: Zinstheorie; Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft (HdWW), Band 2, 1988, S. 530-548; C. Bliss: The Real Rate of Interest: A Theoretical Analysis, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 15, 1999, S. 46-58, und J. Stiglitz: Interest Rates, Risk, and Imperfect Markets: Puzzles and Policies, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 15, 1999, S. 59-76.
- 2) Vgl. N. G. Mankiw: Makroökonomie; 3. Aufl., Schaeffer Poeschel, 1998, für eine einführende Darstellung dieser Theorie. Spart und investiert eine Volkswirtschaft optimal, nämlich gemäß der sogenannten "goldenen Wachstumsregel", dann impliziert dieses Modell, dass die Grenzproduktivität der Höhe des Potenzialwachstums gleicht.
- 3) Der Realzinsunterschied der Berechnungsmethoden liegt bei Nominalzinsen von 10 % und einer Inflationsrate von 5 % bei 0,24 Prozentpunkten. Bei Nominalzinsen von 5 % und einer Inflationsrate von 2 % liegt er bei 0,06 Prozentpunkten.
- 4) Die Konsumentenpreise stellen eine gute Maßzahl dar, da es hauptsächlich auch der private Sektor ist, der Sparentscheidungen trifft und gemäß seiner intertemporalen Konsumpräferenzen und Inflationserwartungen seine Anlageentscheidung trifft.
- 5) Zur unterschiedlichen Messung von Inflationsraten in Euroland siehe auch K. Junius: Zentrum vs. Peripherie in Euroland: Regionale Unterschiede bleiben bestehen, in Konjunktur-Zinsen-Währungen, Heft 5/ 2000, DGZ-DekaBank, Oktober 2000.
- 6) Vgl. J. Chadha und N. Dimsdale: A Long View of Real Rates, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 15, Heft 2, 1999, S. 17-45.
- 7) Vgl. F. Breedon, B. Henry und G. Williams: Long-Term Real Interest Rates: Evidence on the Global Capital Market, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 15, 1999, S. 128-142. Die Autoren zeigen, dass Realzinsen nicht stationär sind. Dies gilt für Tests mit und ohne deterministischen Trend. D.h. sie konvergieren nicht zu ihrem Mittelwert.
- 8) Geringfügige Bewertungsunterschiede der Anleihen können sich allerdings durch die unterschiedliche Ausgestaltung der Anleihe ergeben; beispielsweise mit welcher Verzögerung Inflationsraten in die Zinszahlung eingehen oder ob eine halbjährliche oder jährliche Zinszahlung erfolgt.
- 9) Vgl. Breedon et al. (1999). Die Autoren finden, dass die Realzinsen der Länder kointegriert sind. Das bedeutet, dass Veränderungen von Realzinsen in einem Land mit Veränderungen in einem anderen Land einhergehen. Dabei scheinen die Entwicklungen der Realzinsen in den USA, Kanada und Frankreich denen der anderen Länder vorauszugehen.
- 10) Zu den Kernländern zählen wir Deutschland, Frankreich, Belgien, Österreich und die Niederlande. Die Peripherieländer bestehen aus Portugal, Spanien, Italien, Irland und Finnland.
- 11) Daher macht es eigentlich nur noch wenig Sinn von Realzinsen in einem Mitgliedsland zu sprechen. Geeigneter wäre der Realzins von Staatsanleihen eines Landes. Dieser sollte dann durch die aktuelle Rendite unter Berücksichtigung der Inflationsrate von Gesamteuroland ausgedrückt werden.



Kaufkraftparitäten als Kursziel von Devisenmarktinterventionen?

Die Europäische Zentralbank hat in den vergangenen Wochen mit Interventionen zugunsten des Euro in die Kursbildung am Devisenmarkt eingegriffen. Bei den Interventionen bekräftigte die Zentralbank ihre Ansicht, dass der Außenwert des Euro die günstige Wirtschaftslage im Euroraum nicht widerspiegeln¹⁾. Hinter der Aussage der Zentralbank steht letztlich der Gedanke, dass die Märkte in ihrer Bewertung den fundamentalen Wert der europäischen Einheitswährung nicht richtig einschätzen. Wenn die Europäische Zentralbank sich dazu äußert, dass „sich zurzeit kaum bezweifeln [lässt], dass der Euro deutlich unterbewertet ist“²⁾, dann muss sie letztlich eine Vorstellung davon haben, welcher andere Wechselkurs die günstige Wirtschaftslage in Euroland besser wiedergibt und wie ein solcher „fundamental gerechtfertigter“ Wechselkurs zu berechnen ist.

Interventionen zur Vermeidung von volkswirtschaftlichen Fehlentwicklungen

Die Beurteilung der Wechselkurshöhe und der zukünftigen Entwicklung eines Wechselkurses stellt dabei eine der schwierigsten Aufgaben für die Währungspolitik dar. Die Sorge der Notenbanken bei der Wechselkurseinschätzung liegt darin, dass bei „falsch“ bewerteten Wechselkursniveaus „irreleitende“ Preissignale von den internationalen Austauschrelationen an die Marktteilnehmer ausgesendet werden. Diese Signale könnten die Akteure auf den Märkten zu fehlerhaftem Handeln veranlassen und so volkswirtschaftlichen Schaden anrichten. Erachtet eine Zentralbank ihre Währung etwa als „unterbewertet“ und ist sie der Auffassung, dass aus fundamentaler Sicht eine Aufwertung der Währung notwendig sei, so können sich in der Phase der „Fehlbewertung“ aus ihrer Sicht volkswirtschaftliche Verzerrungen ergeben. So wird etwa der Exportsektor eines Landes von einer „unterbewerteten“ Währung begünstigt, die Ausfuhren steigen bei einer übermäßig schwachen Währung an. Dies könnte die Exportindustrie zu Investitionen veranlassen, die sich im Nachhinein als fehlerhaft herausstellen würden, wenn der Wechselkurs tatsächlich „unterbewertet“ war und in der Folgezeit sein von der Zentralbank als „richtig“ erachtetes Niveau erreicht. Die Exportindustrie des Landes könnte zum Beispiel in Zeiten einer „zu schwachen“ Währung Investitionen in Verladekapazitäten tätigen, die sich nach einem

Rückgang der Währungsschwäche und einer Rückkehr zum „Gleichgewichtskurs“ als nicht ausgelastet erweisen und daher ökonomisch entwertet werden. Eine Zentralbank, die – um solche Verzerrungen zu vermeiden – den Außenwert ihrer Währung stützt, glaubt sich in einer Situation überlegenen Wissens um den „richtigen“ Wechselkurs, mit dem sie die Marktteilnehmer vor möglichen unangenehmen Überraschungen schützen will. Bei der Einschätzung über den „fundamental gerechtfertigten“ Wechselkurs, mit dem solche Verzerrungen vermieden werden, begibt sich die Zentralbank jedoch auf unsicheres Terrain. Liegt sie mit ihrer Beurteilung über den „richtigen“ Wechselkurs falsch und interveniert z.B. gegen eine schwächer und schwächer werdende heimische Währung durch den Verkauf ausländischer Devisen, weil sie ihr eigenes Geld für unterbewertet hält, so verliert sie bei einer Fehleinschätzung, wenn sie den „fundamental gerechtfertigten“ Kurs nicht trifft, erhebliche Mittel.

Der Frage über die Art und Weise der Beurteilung des Wechselkurses kommt somit erhebliche Bedeutung zu. Die Vorstellungen der Währungspolitiker über einen „gleichgewichtigen“ Wechselkurs, der sich ergäbe, wenn die Volkswirtschaften sich sowohl in einem internen wie externen Gleichgewicht befänden, stellen in diesem Zusammenhang häufig den Dreh- und Angelpunkt für den Handlungsbedarf der monetär Verantwortlichen dar. Zur Berechnung eines „gleichgewichtigen“ Wechselkurses, eines im Englischen als „Equilibrium Exchange Rate“ bezeichneten Austauschverhältnisses zwischen zwei Währungen, werden die unterschiedlichsten Modelle herangezogen. Nach der Zinsparitätentheorie etwa wird der Wechselkurs vorwiegend anhand von Kapitalbewegungen und den diese verursachenden ökonomischen Anreizmechanismen erklärt. In der monetären Zahlungsbilanztheorie werden Devisenströme und die daraus resultierenden Wechselkurse als Reflex von Anpassungen auf den nationalen Geldmärkten erfasst. Die Kapitalmarkttheorie des Wechselkurses betrachtet den Einfluss von Portfolioumschichtungen auf die Devisenströme und leitet daraus Rückschlüsse für die Wechselkursentwicklung her. Schließlich findet sich auch die Behauptung, die kurzfristige Entwicklung des Wechselkurses verlaufe zufällig und sei daher mit Modellen der Zufallstheorie („random walk“) nicht schlechter zu erklären als mit anderen ökonomischen Theorien. Neuere Studien im



Rahmen von Gleichgewichtsmodellen auf Grundlage eines „Macroeconomic Balance Approach“²²⁾ berücksichtigen eine Vielzahl von realwirtschaftlichen Fundamentaldaten, deren Änderung im Zeitablauf eine Anpassung des Wechselkurses hervorruft.

Kaufkraftparitäten als Anker der Währungspolitik

Ein bedeutendes Modell im Rahmen der Erklärungsansätze zur Bestimmung eines „gleichgewichtigen“ Wechselkurses stellt die Kaufkraftparitätentheorie dar. Sie existiert in zwei Ausprägungen, der absoluten und der relativen Form. In ihrer absoluten Form erklärt die Theorie den Wechselkurs mit den Preisunterschieden zwischen verschiedenen Währungsräumen. Diese Form liefert das theoretische Rüstzeug für direkte Preisvergleiche von Gütern zwischen Währungsgebieten, wie sie z.B. in den sogenannten Hamburger-Index Eingang finden. Der Außenhandel und die damit zusammenhängenden Devisenströme werden hierbei auf Preisdifferenzen für Güter in den Währungsgebieten zurückgeführt. Preisunterschiede in den jeweiligen Ländern führen langfristig zu Güterbewegungen (Importen und Exporten), die zum einen die Preise in den jeweiligen Ländern, dann aber auch die Wechselkurse als Austauschraten der Währungen der beteiligten Länder beeinflussen. Da Güterbewegungen – anders als etwa Portfolioumschichtungen an den Finanzmärkten – teilweise erhebliche Zeit in Anspruch nehmen, erfolgt eine Anpassung an veränderte ökonomische Preisdaten erst allmählich. Die Kaufkraftparitätentheorie stellt daher einen langfristigen Erklärungsansatz für den Wechselkurs dar. Im Gegensatz zur Kapitalmarkttheorie des Wechselkurses oder den „random-walk“-Ansätzen, die stärker auf eine Erklärung kurzfristiger Entwicklungstendenzen abstellen, eignet sich die Kaufkraftparitätentheorie daher eher dazu, einen aus fundamentaler Sicht langfristig nachhaltigen Wechselkurs zu bestimmen. Die Kaufkraftparitätentheorie wird aus diesem Grunde gerne für eine Wechselkursbeurteilung herangezogen, die sich an den fundamentalen Rahmendaten im Sinne einer preislichen Vorteilhaftigkeit bei Gütern der jeweiligen Länder orientiert.

Da sich die Warenkörbe aufgrund unterschiedlicher Verbrauchsgewohnheiten in den jeweiligen Ländern nur schwer vergleichen lassen, werden normalerweise nicht Güter direkt gegenübergestellt, sondern es wird in der Regel auf die jeweiligen Preisänderungen von

bestimmten (möglicherweise landestypischen) Güterkörben Bezug genommen. Die Kaufkraftparitätentheorie in ihrer relativen Form sieht daher den entscheidenden Erklärungsansatz des Wechselkurses in der Preisentwicklung der jeweiligen Währungsräume als Bestimmungsfaktor für Güterbewegungen. Die Idee, die also – vereinfacht formuliert – hinter dieser Theorie steckt, liegt darin, dass der Wechselkurs sich so bilden sollte, dass durch ihn die Preisveränderungen der Güter in den jeweiligen Ländern ausgeglichen werden. Nach dieser Theorie spiegelt die Wechselkursentwicklung die unterschiedlichen Inflationsraten in den verschiedenen Währungsgebieten wider. Die Währung eines Landes mit einer höheren Inflationsrate müsste sich demnach gegenüber einem Land mit niedrigerer Inflationsrate abwerten, und zwar entsprechend der Höhe des Inflationsunterschiedes. Steigen etwa die Preise im Inland schneller als im Ausland, so werden – von Transportkosten abgesehen – vermehrt Güter aus dem günstigeren Ausland bezogen. Dies führt aufgrund der zusätzlichen Nachfrage nach ausländischer Währung zu einer Abwertung der Inlandswährung, die theoretisch so lange anhalten sollte, bis die ausländischen Güter für Inländer wieder gleich teuer sind wie die inländischen. Die Währung eines Landes mit höheren Inflationsraten sollte sich daher entsprechend gegenüber einem Land mit niedrigeren Inflationsraten abwerten, und zwar um so kräftiger, je höher die Inflationsunterschiede ausfallen.

Ein besonders anschauliches Beispiel für die Entwicklung des Wechselkurses anhand von Kaufkraftparitäten zeigt sich in Hochinflationen. Die rapiden Kaufkraftverluste führen in diesen Ländern zu einer deutlichen Abwertung der Währung. So kam es etwa in Deutschland zu Zeiten der Hyperinflation in den zwanziger Jahren des letzten Jahrhunderts zu einem rapiden Verfall des Wechselkurses der Mark gegenüber dem US-Dollar. Stellt sich der Wechselkurs genau so, dass er die Inflationsdifferenzen in den beteiligten Ländern widerspiegelt, ändern sich die realen Austauschverhältnisse zwischen den Währungsräumen nicht. Die Kaufkraft des Geldes in der jeweiligen Währung bleibt erhalten. Man spricht in diesem Falle davon, dass der reale Wechselkurs, also der um die Preisentwicklung bereinigte, konstant bleibt.

Ein konstanter realer Wechselkurs ist in der Realität jedoch nur selten der Fall. Vielmehr spiegelt der



(nominale) Wechselkurs die Preisänderungen nicht exakt wider, sondern es ergeben sich Abweichungen von dem sich nach der Kaufkraftparitätentheorie einzustellenden Kurs. Sehr deutlich war dies in Deutschland zu Zeiten der Hyperinflation zu beobachten. Der Wertverlust der Mark gegenüber dem US-Dollar war noch stärker, als es nach den (schon gewaltigen) Inflationsunterschieden zu rechtfertigen gewesen wäre. Der reale, also um die Inflationsunterschiede bereinigte, Wechselkurs verschlechterte sich für die Deutschen, und es war für US-Amerikaner sehr günstig, in Deutschland Güter einzukaufen. Entsprechend war es für Deutsche aufgrund des „schlechten“ Wechselkurses sehr teuer, in den Vereinigten Staaten auf Einkaufstour zu gehen. Der reale Wechselkurs blieb also nicht konstant, sondern änderte sich vorübergehend entgegen der Vorhersage der Kaufkraftparitätentheorie.

Berechnung von Kaufkraftparitätenkursen

Legt man die Kaufkraftparitätentheorie als Maßstab für die Entwicklung des Wechselkurses zugrunde, so sieht man sich bei der Berechnung der kaufkraftparitätisch „richtigen“ Wechselkursentwicklung der Notwendigkeit gegenüber, einen Zeitpunkt festzulegen, zu dem sich der Wechselkurs im Gleichgewicht befunden hat. Ausgehend von diesem „Gleichgewichts“-Zeitpunkt werden dann die Inflationsunterschiede in die Vergangenheit zurück- und in die Zukunft fortgeschrieben, um daraus für die gesamte Betrachtungsperiode den anhand der Kaufkraftparitätentheorie „fundamental gerechtfertigten“ Wechselkurs zu ermitteln. Ausgangssituation bei der Berechnung der Kaufkraftparitätenkurse ist daher zunächst die tatsächliche Entwicklung des betrachteten Wechselkurses. Für das Verhältnis von US-Dollar zu Euro liegen real beobachtbare Daten erst seit der Einführung des Euro zu Beginn der Währungsunion 1999 vor. Für den Zeitraum davor wurden jedoch synthetische Wechselkursrelationen für den US-Dollar zum Euro anhand der Wechselkurse der nationalen, im Euro aufgegangenen Währungen bestimmt⁴⁾.

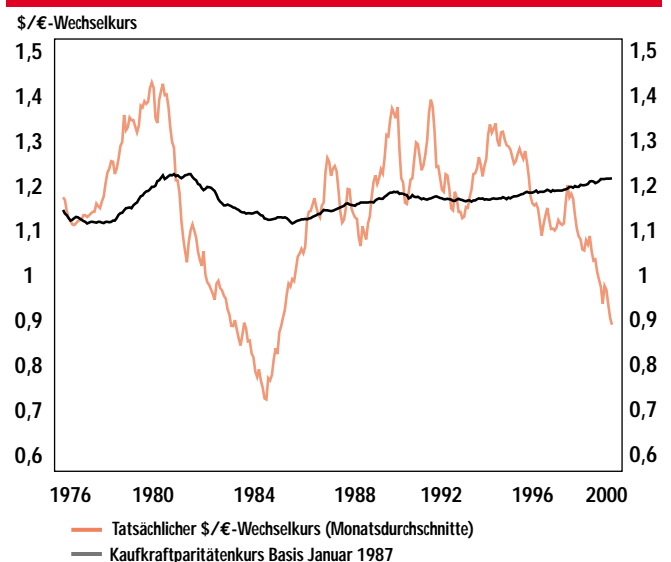
Ausgehend von den tatsächlichen Wechselkursen lassen sich unterschiedliche Herangehensweisen zur Bestimmung eines geeigneten Basisjahres, in dem der Wechselkurs als im „Gleichgewicht“ befindlich angesehen wird, ausmachen. Eine Möglichkeit besteht darin, ein außenwirtschaftliches „Gleichgewicht“ dahingehend zu konstatieren, dass im betreffenden Zeitraum (z.B.

dem jeweiligen Jahr) die Handelsbilanz ausgeglichen gewesen sein muss. Das Auftreten von Leistungsbilanz- und entsprechenden Kapitalbilanzsalden kann jedoch nicht per se als ein Zeichen von „Ungleichgewichten“ gewertet werden. So lässt sich etwa das gegenwärtige Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten als Reflex eines sinnvollen Kapitalimports ansehen, der auf der überlegenen Standortattraktivität jenseits des Atlantiks gegenüber dem „alten Kontinent“ beruht. Diese Situation stellt von daher nicht notwendigerweise ein „Ungleichgewicht“ dar.

Als Ausweg aus dieser Situation könnte eine zweite Möglichkeit zur Festlegung eines geeigneten Basisjahres darin bestehen, solche Leistungs- bzw. Kapitalbilanzsalden als „ungleichgewichtig“ anzusehen, die eine bestimmte Größe überschreiten und von daher als langfristig nicht tragfähig angesehen werden. Auch dieses Verfahren macht eine mehr oder weniger willkürliche Annahme hinsichtlich der Tragfähigkeit von Kapitalbilanzsalden erforderlich, die Vorhersagen über die Fähigkeit des Kapital importierenden Landes zur Rückzahlung von Schulden und Zinsen impliziert. Hierbei würde eine „Gleichgewichtsannahme“ durch eine andere ersetzt.

Der von uns gewählte Weg zur Bestimmung eines „geeigneten Basiszeitpunktes“ liegt darin, die Entwicklung des Kaufkraftparitätenkurses für verschiedene Basisjahre mit der tatsächlichen Wechselkursentwicklung zu vergleichen. Ausgehend von einem hypothetisch als

Schaubild 1: US-€-Wechselkurs-Tatsächlich und nach Kaufkraftparitäten (Basisjahr 1987)

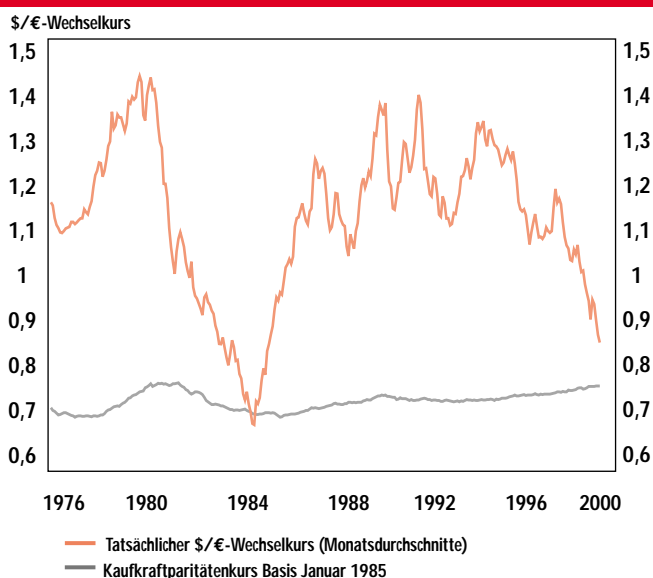




„gleichgewichtig“ angesehenen Wechselkurs (z.B. im Januar 1987) werden dazu unter Bezugnahme auf die jeweiligen Inflationsdifferenzen (zunächst anhand Verbraucherpreisen) in den betrachteten Ländern die Wechselkurse ermittelt, die sich bei Anwendung der Kaufkraftparität einerseits für die Vergangenheit hätten ergeben müssen und sich andererseits in der Folge hätten einstellen sollen (sogenannte Kaufkraftparitätenkurse). Das Resultat ist in den Schaubildern 1 und 2 für jeweils zwei unterschiedliche Basisjahre dargestellt.

In Schaubild 1 wurde der US-Dollar/Euro-Wechselkurs zum Basiszeitpunkt (Januar) 1987 als im „Gleichgewicht“ befindlich angenommen. Die schwarze Linie mit den Kaufkraftparitätenkursen ergibt sich, wenn man – ausgehend vom Basisjahr 1987 – den Wechselkurs anhand der Inflationsdifferenzen zwischen den Vereinigten Staaten und Euroland entsprechend rück- bzw. fortschreibt. Vergleicht man diese mit dem tatsächlichen Wechselkurs (rote Linie), so zeigt sich, dass der tatsächliche Marktkurs um den Kaufkraftparitätenkurs oszilliert. Der tatsächliche Wechselkurs entwickelte sich nicht exakt anhand der Kaufkraftparität, was dazu führt, dass der reale Wechselkurs Änderungen unterlag. Die Schwankungsbänder des tatsächlichen um den Kaufkraftparitätenkurs waren in den achtziger Jahren sehr breit, in den neunziger Jahren sind die Bänder jedoch enger geworden.

Schaubild 2: US-€- Wechselkurs-Tatsächlich und nach Kaufkraftparitäten (Basisjahr 1985)



Vergleicht man nun, wie in Schaubild 2 geschehen, den Kaufkraftparitätenkurs eines anderen Basiszeitpunktes, z.B. von Januar 1985, mit dem tatsächlichen Wechselkurs, so sieht man, dass die Abweichungen des Kaufkraftparitätenkurses mit Basisjahr 1985 zum tatsächlichen Wechselkurs wesentlich höher sind als die des Kaufkraftparitätenkurses mit Basisjahr 1987. Gemessen an der tatsächlichen Entwicklung liefert in unserer Analyse der Kaufkraftparitätenkurs mit Basisjahr 1987 den besten Erklärungsgehalt für die tatsächliche Entwicklung des Wechselkurses. Die Summe der Abweichungen zum tatsächlichen Wechselkurs sind für den Kaufkraftparitätenkurs mit diesem Basisjahr am geringsten. In unserer Analyse wurde so das Basisjahr 1987 nicht anhand einer abstrakten Überlegung ausgewählt, sondern an seiner Qualität als Indikator für die tatsächliche Wechselkursentwicklung überprüft.

Legt man bei der Berechnung des Kaufkraftparitätenkurses die Entwicklung der Verbraucherpreise zugrunde, dann lässt sich erkennen, dass gegenwärtig ein Niveau des US-\$/€-Wechselkurses von 1,20 US-\$/€ angemessen wäre. Der tatsächliche Wechselkurs mit einem Niveau von rund 0,85 US-\$/€ liegt also beträchtlich unter dem Kaufkraftparitätenkurs. Ein solches Abweichen des tatsächlichen Kurses von dem nach der Kaufkraftparitätentheorie ermittelten „Gleichgewichtskurs“ stellt jedoch keine außergewöhnliche Besonderheit dar. Betrachtet man Schaubild 1 genauer, so zeigen sich im letzten Vierteljahrhundert bereits größere und länger anhaltende Abweichungen: Ende der siebziger Jahre fiel der US-Dollar gegenüber den Euro-Währungen, in US-\$/€-Relation ausgedrückt auf ein Niveau von 1,40 US-\$/€, was damals einem Wechselkurs gegenüber der D-Mark von rund 1,80 DM/US-\$ entsprach. Der Kaufkraftparitätenkurs lag damals jedoch auch schon bei etwa 1,20 US-\$/€. Die enorme Aufwertung des US-Dollar bis Mitte der achtziger Jahre auf ein Niveau von 0,67 US-\$/€ (was einem Wert von über 3,40 DM/US-\$ entsprach) bedeutete eine weitere Phase des Abweichens von dem anhand der Kaufkraftparität berechneten „Gleichgewichtskurs“. Die Abweichung betrug damals über 0,40 US-\$/€. Mit der anschließenden Abwertung des US-Dollar bis Anfang der neunziger Jahre kehrten „ruhigere Zeiten“ in die Währungslandschaft ein. Die Abweichungen des tatsächlichen Wechselkurses vom Kaufkraftparitätenkurs haben sich im vergangenen Jahrzehnt verringert. Erst im letzten Jahr ist der Wechselkurs mit



dem Fall unter die Parität aus dem Band von etwa 0,20 US-\$/€ um den Kaufkraftparitätenkurs gefallen, das in den neunziger Jahren die Grenze für die Wechselkursentwicklung nach oben und nach unten bildete.

Verbraucherpreise versus Produzentenpreise bei der Berechnung von Kaufkraftparitäten

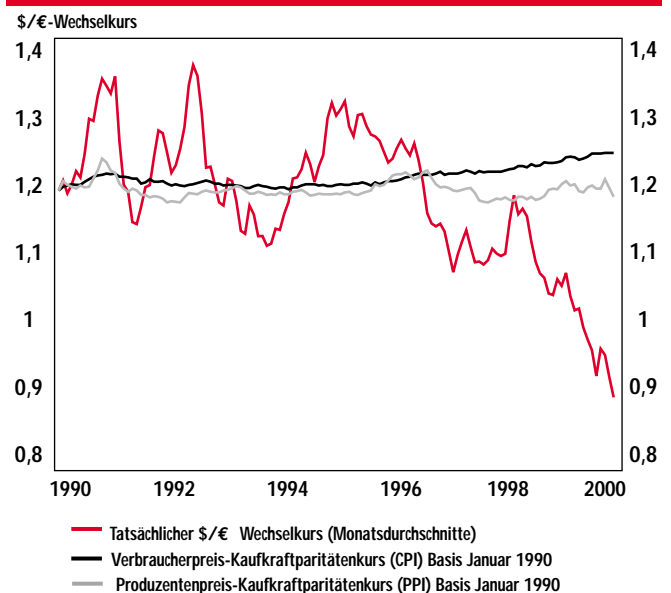
Die Abweichungen des tatsächlichen Wechselkurses von der Kaufkraftparität haben seit langem das Interesse der Wissenschaft herausgefordert. Eine Erklärung für die Abweichungen wird in der Verwendung von Verbraucherpreisindices zur Berechnung der Inflationsunterschiede gesehen. So sind in den Warenkörben, anhand derer die Verbraucherpreisindices berechnet werden, eine Vielzahl von Gütern und Dienstleistungen enthalten, die nicht handelbar sind. Beispiele hierfür stellen etwa Mieten oder Haushaltsdienstleistungen dar, die am Ort erbracht werden müssen und deshalb nicht - wie bestimmte andere physische Güter - über den lokalen Standort hinweg gehandelt werden können. Der hohe Anteil dieser nichthandelbaren Güter bzw. Dienstleistungen könnte die Aussagekraft der Verbraucherpreisindex zur Berechnung von Kaufkraftparitätenkursen jedoch schmälern. Denn die Kaufkraftparitätentheorie unterstellt gerade eine Anpassung der Wechselkursrelationen durch den Güterhandel und die damit verbundenen Devisenströme. Als Ausweg aus diesem Dilemma wird empfohlen, anstelle der Verbraucherpreisindex die Inflationsentwicklung gemessen an den Produzentenpreisindices zu verwenden. Der bedeutende Unterschied zwischen den beiden Indices liegt im unterschiedlichen Gewicht von handelbaren Gütern in den jeweiligen Warenkörben: der Produzentenpreisindex als Maß der Verkaufspreise des Großhandels berücksichtigt im Gegensatz zum Verbraucherpreisindex vorwiegend die Preise handelbarer Güter.

Interessant ist diese Unterscheidung vor allem deshalb, weil unterschiedlichen Produktivitätsentwicklungen in den verschiedenen Produktionssektoren (Produktion handelbarer und nichthandelbarer Güter) erheblicher Einfluss auf die Entwicklung des realen Wechselkurses zugesprochen wird. Nach einer nach den Ökonomen Balassa und Samuelson benannten Hypothese sollte ein Land mit einer höheren Produktivitätsentwicklung im handelbaren Sektor tendenziell einem realen Aufwertungsdruck unterliegen⁹⁾. Möglicherweise könnte die nominale (und reale) Aufwertung des US-Dollar in den

vergangenen Jahren so den ungeheuer starken Produktivitätsfortschritt der „New Economy“ in den Vereinigten Staaten widerspiegeln. Dies würde bei einer Berechnung des Kaufkraftparitätenkurses anhand der Verbraucherpreisindices nicht ausreichend berücksichtigt. Der verbraucherpreisorientierte Kaufkraftparitätenkurs würde den Produktivitätsfortschritt im Sektor handelbarer Güter zu einem guten Teil ignorieren und so einen fehlerhaften, weil zu hohen Kaufkraftparitätenkurs vorgaukeln. Bei einer Berechnung des Kaufkraftparitätenkurses anhand der Entwicklung der Produzentenpreisentwicklung würde dieser Tatsache jedoch hinreichend Rechnung getragen.

Die Berechnung von Kaufkraftparitätenkursen anhand der Produzentenpreisindexinflation wirft das Problem auf, dass für die Entwicklung der Produzentenpreisindex eine Rückschreibung für Euroland nicht so lange verfügbar ist wie für die Verbraucherpreisindex. Ein Vergleich, der sich auf die neunziger Jahre beschränkt, erbringt jedoch keine wesentlichen Unterschiede für den Kaufkraftparitätenkurs anhand der Produzentenpreise gegenüber dem der Verbraucherpreise. Das Schaubild 3, das die tatsächliche Entwicklung des US-\$/€-Wechselkurses und die Kaufkraftparitätenkurse anhand der Verbraucherpreise (schwarze Linie) und der Produzentenpreise (graue Linie) für das Basisjahr 1990 wiedergibt, weist für beide Kaufkraftparitätenkurse ein ähnlich gelagertes Bild auf.

Schaubild 3: US-€-Wechselkurs-Tatsächlich, nach Verbraucherpreis- und nach Produzentenpreis-Kaufkraftparitäten (Basisjahr 1990)





Nach drei „Unterbewertungsphasen“ bis Mitte der neunziger Jahre zeigt sich der US-Dollar seit Einführung der gemeinsamen europäischen Währung vor knapp zwei Jahren kaufkraftparitätisch gemessen als deutlich „überbewertet“. Das Ausmaß der gegenwärtigen „Überbewertung“ divergiert allerdings leicht zwischen den beiden Preisindices: während sich bei einer Berechnung anhand von Verbraucherpreisen beim Basisjahr 1990 ein Kaufkraftparitätenkurs von gegenwärtig rund 1,26 US-\$/€ einstellt, ergibt sich bei Verwendung der Produzentenpreise mit dem Basisjahr 1990 zur Zeit ein Kaufkraftparitätenkurs von 1,19 US-\$/€.

Dieser leichte Unterschied könnte möglicherweise zum Teil auf die Produktivitätsfortschritte in der „New Economy“ in den Vereinigten Staaten zurückgeführt werden. Während der Balassa-Samuelson-Effekt für Länder mit stärker regulierten Binnensektoren (wie z.B. Japan oder die Schweiz)⁶⁾ oder für Entwicklungsländer einen messbaren Einfluss auf die Entwicklung des realen Wechselkurses ausübt, scheint sich im Verhältnis der Währungen von Euroland und den Vereinigten Staaten dieser Effekt einer „Überbewertung“ aufgrund von unterschiedlichen Produktivitätsentwicklungen in den Bereichen handelbarer und nichthandelbarer Güter nicht durchschlagend bemerkbar zu machen.

Kaufkraftparität allenfalls zur langfristigen Orientierung

Angesichts der beobachteten Abweichungen des Wechselkurses von den nach der Kaufkraftparitätentheorie zu erwartenden Kursen wurde in den vergangenen Jahren in verschiedenen Studien die empirische Aussagefähigkeit der Theorie durch erweiterte Testverfahren zu verbessern versucht. Mit verlängerten Beobachtungszeiträumen und genauer spezifizierten Testmethoden wurde in einigen Studien die Aussagekraft der Theorie bestätigt, zumindest in einer langfristigen Sichtweise. Abweichungen von den „gleichgewichtigen“ Kaufkraftparitätenkursen sind danach über längere Zeiträume zu beobachten, nach volkswirtschaftlichen Schocks sind teilweise vier bis fünf Jahre notwendig, um wieder einen nach der Kaufkraftparitätentheorie „gleichgewichtigen“ Wechselkurs zu erreichen. Insgesamt lässt sich aus diesen Überlegungen der Schluss ziehen, dass sich die Wechselkursentwicklung in sehr langfristiger Perspektive an den Kaufkraftparitätenkursen orientiert, dass sich jedoch kurz- und mittelfristig erhebliche Abweichungen von dem nach der

Kaufkraftparitätentheorie als angemessen erachteten Wechselkurs ergeben können. Diese Erkenntnis ist jedoch nicht neu. Bereits Taussig argumentierte nach den Zeiten der deutschen Hyperinflation: „Nichts in der Logik der Sache und nichts in der Geschichte des Papiergeldes führt zur Vermutung, daß der Wechselkurs entweder schneller oder langsamer steigen werde als die Preise. Auf lange Frist werden die beiden ungefähr parallele Bewegungen aufweisen; so viel ist im Einklang mit allgemeiner Überlegung und allgemeiner Erfahrung. Für beträchtliche Perioden können sie indes auseinandergehen, und somit die Ein- und Ausfuhr in der einen oder anderen Richtung beeinflussen.“⁷⁾ Für die Entwicklung des US-\$/€-Wechselkurses bedeutet diese Erkenntnis, dass der tatsächliche Wechselkurs nach den Kaufkraftverhältnissen längerfristig wieder deutlich steigen sollte. Wann dies jedoch der Fall sein wird und ob sich der Euro gegenüber dem US-Dollar zwischenzeitlich nicht noch weiter von seinem Kaufkraftparitätenkurs entfernen wird, das lässt sich allerdings mit diesem Ansatz nicht vorhersagen.

Soll die Europäische Zentralbank zugunsten des Euro intervenieren?

Die Kaufkraftparitätentheorie kann einer Zentralbank durchaus Hinweise für die Berechnung eines langfristig tragfähigen Wechselkursniveaus liefern. Folgt jedoch bei einem tiefgreifenden und langanhaltenden Abweichen des tatsächlichen Wechselkurses von dem Kaufkraftparitätenkurs ein automatischer Interventionsbedarf durch die Notenbank?

Die Europäische Zentralbank hat als Begründung für ihre Devisenmarktinterventionen zur Stützung der Gemeinschaftswährung die Sorge um die Auswirkungen des Euro-Wechselkurses genannt und hier die möglichen negativen Folgen für die Preisstabilität betont. Angesichts der Zielbestimmung der Europäischen Zentralbank, nach deren Statuten die Gewährleistung der Preisstabilität das vorrangige Ziel darstellt, ergibt sich aus der Gefährdung der Preisstabilität eine sinnvolle Begründung für Devisenmarktinterventionen. Solange die Zentralbank die Zieleinhaltung durch eine bestimmte Entwicklung des Wechselkurses als gefährdet ansieht, kann sie überlegen, in die Wechselkursbildung einzugreifen. Interventionen stellen grundsätzlich eines der geldpolitischen Instrumente dar, die der Zentralbank zur Verfügung stehen. In der gegenwärtigen Lage hat die



Europäische Zentralbank angesichts der gestiegenen Inflationszahlen zu Recht in die Wechselkursentwicklung eingegriffen, um die interne Preisstabilität von der außenwirtschaftlichen Flanke her abzusichern. Dies kann man bis hierher verantworten.

Die Europäische Zentralbank sollte sich jedoch davor hüten, den Märkten im Hinblick auf ein von ihr als fundamental gerechtfertigt angesehenes Niveau des Wechselkurses eine bestimmte Entwicklung der US-\$/€-Austauschrate vorgeben zu wollen. Die Europäische Zentralbank hat kein den Märkten überlegenes Wissen über die Qualität und Nachhaltigkeit eines Wechselkursniveaus. Erachtet die Zentralbank ein bestimmtes Wechselkursniveau aus volkswirtschaftlicher Sicht für ungünstig, etwa weil sie befürchtet, dass bei einem „niedrigen“ US-\$/€-Wechselkurs der Exportsektor in Euroland aufgrund einer positiven Ausfuhrlage zu Investitionen angeregt würde, die sich im Nachhinein aus ihrer Sicht als fehlerhaft darstellen, so könnte sie – wenn überhaupt – die Marktteilnehmer mit Informationen über einen ihrer Ansicht nach ungerechtfertigten Wechselkurs versorgen. Es würde eine „Anmaßung von Wissen“ (F. A. von Hayek) darstellen, wenn die geldpolitisch Verantwortlichen behaupten würden, ein volkswirtschaftlich „richtiges“ Wechselkursniveau zu kennen oder bestimmen zu können. Das Spekulieren um einen „fundamental gerechtfertigten“ Wechselkurs sollte sie den Marktteilnehmern überlassen. Die Nagelprobe für die Europäische Zentralbank dürfte in dieser Hinsicht anstehen, wenn sich bei einem Rückgang der Inflationsrate auf ein mit der Zielmarke von 2% vorgegebenes Niveau die Notwendigkeit für ein Eingreifen zugunsten der Preisstabilität in Euroland erübrigen sollte. Ein schwacher Euro könnte dann keine sinnvolle Begründung mehr für Devisenmarktinterventionen liefern. Das Geld der Steuerzahler, das die Zentralbanker verwalten, ist für Spekulationen – und seien sie noch so gut zugunsten der Volkswirtschaft gemeint – zu schade.

Anmerkungen

- 1) Europäische Zentralbank (2000a): EZB bestätigt Devisenmarktinterventionen, Pressemitteilung vom 3. November 2000.
- 2) Europäische Zentralbank (2000b): Determinanten des „Gleichgewichtswerts“ einer Währung, in: Monatsbericht der Europäischen Zentralbank, November 2000, S. 36-37.
- 3) Hierunter lässt sich zum Beispiel die Analyse von fundamentalen Gleichgewichtskursen im Rahmen eines „Fundamental Equilibrium Exchange Rate Approach“ erfassen, vgl. hierzu Williamson, John (1994): Estimating Equilibrium Exchange Rates, Washington D.C.
- 4) Vgl. hierzu Clostermann, Jörg und Schnatz, Bernd (2000): The determinants of the euro-dollar exchange rate – Synthetic fundamentals and a non-existing currency, Discussion paper 2/00, Economic Research Group of the Deutsche Bundesbank, May 2000.
- 5) Zum sogenannten Balassa-Samuelson-Effekt vgl. Balassa, Bela (1964): The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal, in: Journal of Political Economy, Vol. 72, S. 584-597; und Samuelson, Paul (1964): Theoretical Notes on Trade Problems, in: Review of Economics and Statistics, Vol. 46, S. 145-154. Für Deutschland finden sich empirische Untersuchungen bei Meier, Carsten-Patrick (1998): Reale Wechselkurse und internationale Wettbewerbsfähigkeit, Köln 1998.
- 6) Für Japan vgl. hierzu Marston, R. C. (1987): Real Exchange Rates and Productivity Growth in the United States and Japan, in: Arndt, S. W. und Richardson, J. D.: Real-Financial Linkages among Open Economies, MIT Press, Cambridge MA. Für die Schweiz zeigt eine Studie ebenfalls einen Einfluss des Balassa-Samuelson-Effekts im Verhältnis zu Deutschland, vgl. hierzu: Aebersold, Claudia und Brunetti, Aymo (1998): Die langfristige reale Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber der D-Mark, in: Aussenwirtschaft, 53. Jahrgang, Heft III, S. 365-386.
- 7) Taussig, Frank W. (1934 [1927]): International Trade, New York (Macmillan).

Dr. Paul Terres, Tel.: 069/7147-3675,

E-mail: paul.terres@dgzbank.de



KONJUNKTUR · ZINSEN · WÄHRUNGEN

Hinweis auf Publikationen der Volkswirtschaftlichen Abteilung

Im Rahmen unseres E-Mail-Service bieten wir einen umfassenden Analyse- und Informationsdienst zu den Bereichen Konjunktur, Zinsen und Währungen an.

- *VOLKSWIRTSCHAFT AKTUELL* begleitet das tagesaktuelle Geschäft, in dem neue Daten zur Konjunktur- und Kapitalmarktentwicklung sowie wirtschaftspolitische Ereignisse umgehend konzise und prägnant analysiert und kommentiert werden.
- *EMERGING EUROPE BRIEF* konzentriert sich bei der laufenden Kommentierung aktueller Entwicklungen in Konjunktur, Kapitalmarkt und Währungen auf die mittel- und osteuropäischen Reformländer Polen, Tschechische Republik und Ungarn.
- *VOLKSWIRTSCHAFT PROGNOSEN* bietet in monatlicher Folge umfassend unsere Einschätzung der weltwirtschaftlichen Entwicklung. Für alle relevanten Staaten werden Prognosen für Konjunktur, Zinsen und Wechselkurse angeboten, ergänzend für den Ölpreis.
- *VOLKSWIRTSCHAFT SPEZIAL* ist Themen gewidmet, die zwar von hoher Aktualität sind, aber weit über den Tag hinausweisen und strukturelle Entwicklungen in den Blick nehmen. Dies erfordert tiefergehende Analysen und eine entsprechende Aufbereitung.
- *WOCHENVORSCHAU* liefert jeden Freitag Mittag einen Überblick über wichtige Finanzmarktdaten, deren Veröffentlichung in der jeweils folgenden Woche ansteht. Zu den einzelnen Indikatoren werden – soweit möglich – Consensus-Prognosen und die DGZ · DekaBank-Prognose angeführt. Überdies erhalten Sie einen Hinweis, ob im einzelnen ein *VOLKSWIRTSCHAFT AKTUELL* bzw. ein *EMERGING EUROPE BRIEF* zu erwarten ist.

Neben „Konjunktur - Zinsen - Währungen“ erscheinen regelmäßig die folgenden Analyseschriften:

- *RENTENMARKTBERICHT* informiert in zweimonatlichem Abstand über Bestimmungsgründe und Perspektiven der Entwicklung von Zinsen und Wechselkursen. Darüber hinaus wird eine vorausschauende Einschätzung der Geldpolitik in den wichtigen Währungsräumen gegeben.
- *EMERGING EUROPE OUTLOOK* liefert jeweils zum Quartalsbeginn unsere Einschätzung der wirtschaftlichen und wirtschaftspolitischen Entwicklung in den mittel- und osteuropäischen Transformationsländern. Neben unseren Erwartungen bezüglich des Konjunkturverlaufs werden Zins- und Wechselkursprognosen bereitgestellt. Die Schrift erscheint in Englisch.
- *BRANCHENKONJUNKTUR* bietet - jeweils zur Monatsmitte - eine Einschätzung der konjunkturellen Entwicklung in den zentralen Branchen des Produzierenden Gewerbes und im Handel.

Bezugswünsche richten Sie bitte an das Sekretariat der Volkswirtschaftlichen Abteilung (Frau Simone Schüttler), und zwar einfach per Telefon (069/7147-2849), per Fax (069/7147-2104) oder per Email (simone.schuttler@dgzbank.de).