

TTIP oder transatlantische Währungs Kooperation?

Jan Priewe¹

Das TTIP-Projekt wird von vielen Seiten kritisiert – wegen des undemokratischen Ablaufs, der die Rechte von Parlamenten vermutlich einschränkt, wegen Risiken im Umwelt- und Verbraucherschutz, wegen vernachlässigbarer Wachstums- und Beschäftigungseffekte, wegen eines fehlenden multilateralen Ansatzes.

Zusätzlich zur berechtigten Kritik am TTIP-Projekt sollte nicht verkannt werden, dass die Handelsbeziehungen zwischen den USA und der EU merkwürdig schwach sind – obwohl bereits jetzt schon Zölle und viele andere Handelsbarrieren unbedeutend sind.² In der medialen Fokussierung auf TTIP wird unbeachtet gelassen, dass der Warenhandel innerhalb der EU viel ausgeprägter als der transatlantische Handel ist. Würde beispielsweise Deutschland so viel in die USA exportieren wie nach Frankreich, dem wichtigsten deutschen Handelspartner, dann müsste – unter Berücksichtigung des Größenverhältnisses des US-BIP zum französischen BIP – mehr als sechsmal so viel in die USA wie nach Frankreich geliefert werden. Oder: Deutschland exportierte 2013 zusammengerechnet etwas mehr in die Schweiz und nach Österreich als in die USA, obwohl deren BIP zehnmal so groß ist. Der Anteil des Handels (Exporte und Importe) der USA am gesamten Handel der EU-27 lag 2012 bei nur 5,5 Prozent und bei nur 14,3 Prozent des Handels mit Nicht-EU-Staaten. Durch höhere Transportkosten oder durch Zölle und nicht-tarifäre Handelshemmnisse kann diese geringe Handelsintensität kaum erklärt werden.

Ein vermutlich viel wichtigerer Erklärungsfaktor ist der schwankende Euro-Dollar-Wechselkurs. Die inner-europäische Währungs Kooperation seit dem Ende des Festkurssystems von Bretton Woods im Jahr 1973 –

Auf einen Blick

Die USA und die Europäische Union handeln wenig miteinander. Der innereuropäische Handel ist viel stärker ausgeprägt. Während das TTIP kontrovers diskutiert wird, wird kaum über ein anderes, wahrscheinlich gravierenderes Handelshemmnis als Zölle und nicht-tarifäre „Barrieren“ gesprochen: der stark schwankende Euro-Dollar-Wechselkurs. Der Euro schwankte zwischen 0,82 und 1,60 Dollar je Euro zwischen dem Tief 2001 und dem Hoch 2008, ähnlich wie früher der DM-Dollar-Wechselkurs. Diese Schwankungen haben mit fundamentalen Gründen nichts zu tun, umso mehr mit Spekulation. Der volatile Euro-Dollar-Wechselkurs verzerrt den transatlantischen Handel und die Kapitalströme. Durch Währungs Kooperation der Fed und der EZB könnten die Schwankungen deutlich verringert werden – zugunsten von Wachstum und Beschäftigung.

zunächst die „Währungsschlange“, dann das Europäische Währungssystem und schließlich die Gemeinschaftswährung seit 1999 – hatte immer auch die Förderung des innereuropäischen Handels zum Ziel. Und dies mit sehr großem Erfolg. Von der Einführung des Euro war seinerzeit von allen Fachleuten eine massive Handelsintensivierung erwartet worden, die auch tatsächlich eingetreten ist. Gleichzeitig jedoch wird der „freie“ Euro-Dollar-Wechselkurs, der sich chaotisch auf und ab bewegt, als sakrosankt angesehen. Währungs Kooperation zur Stabilisierung des Wechselkurses zwischen den USA und der Eurozone wird in Washington, Brüssel, Frankfurt und insbesondere in Berlin als Tabu angesehen, obwohl genau das krasse Gegenteil innerhalb der EU getan wurde – einerseits durch die Einführung des Euro (also die Abschaffung schwankender Wechselkurse), andererseits durch Stabilisierung der Wechselkurse derjenigen EU-Länder, die früher oder später der Eurozone beitreten möchten. Schauen wir uns die Wechselkurse etwas genauer an.

Die Achterbahn des Euro-Dollar-Devisenmarktes

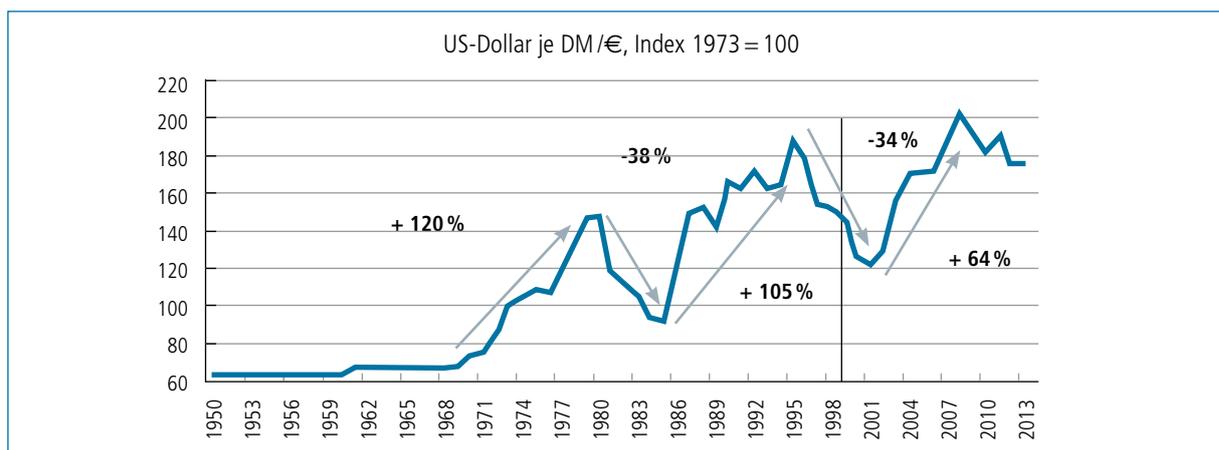
Ursprünglich glaubten diejenigen Ökonomen, die flexible, marktbestimmte Wechselkurse favorisierten, dass diese trotz einiger Schwankungen zu stabilen Gleichgewichtskursen tendieren. Das Gegenteil erwies sich als richtig. Die Kurse bewegen sich im kurzfristigen Zick-Zack-Muster in langen Zyklen aufwärts und wieder abwärts. Als sich gegen Ende der 1960er Jahre die Schwächen des Festkurs-Währungssystems von Bretton Woods abzeichneten, wertete die D-Mark um 120 Prozent auf (1968-1980, Jahresdurchschnitte), um dann bis 1985 um 38 Prozent abzusacken (vgl. Abbildung 1). Von 1985 bis 1995 wertete die D-Mark wieder um nicht weniger als 105 Prozent auf, um dann – zum Euro mutiert ab 1999 – bis 2001 wieder um 34 Prozent abzuwerten. Wieder folgte eine massive Aufwertung um 64 Prozent bis 2008, abgelöst von einem leichten Wie-

dererstarben des US-Dollar. Nimmt man die Tages Spitzen, dann erreichte die D-Mark 1985 ihren schwächsten Tageswert mit 3,46 DM je US-Dollar, 1995 ihren höchsten Außenwert von 1,34 DM je US-Dollar (Aufwertung um 158 Prozent). Der Euro schwankte zwischen Tagesspitzen von 0,82 US-Dollar je Euro in 2001 und nahezu 1,60 US-Dollar je Euro in 2008 (Aufwertung um 95 Prozent).

Diese Achterbahn hat wenig mit „Fundamentalfaktoren“ wie Kaufkraftparitäten, Zinsdifferenzialen, Wachstumsunterschieden oder unterschiedlichen Inflationsraten zu tun. Die traditionellen Wechselkurs-theorien betrachten Kaufkraftparitäten als „Gravitationszentrum“ freier Wechselkurse. In den 23 Jahren 1990 bis 2012 lag die D-Mark bzw. der Euro gerade einmal in vier Jahren in der Bandbreite +/- fünf Prozent der Kaufkraftparität zum Dollar, in acht Jahren in der Bandbreite +/- zehn Prozent (bezogen auf Jahresdurchschnitte – die Tageswerte wichen viel stärker ab). Der Euro lag bei seinem Tiefststand 2001 um 22 Prozent unter der Kaufkraftparität, auf dem Höchststand 2008 ca. 25 Prozent darüber (immer auf Jahresdurchschnitte bezogen). Die Mainstream-Theoretiker stehen daher vor einem Wechselkursrätsel.³

Nicht nur der nominale, auch der reale Wechselkurs, also der inflationsbereinigte Kurs, schwankt fast genauso wie der nominale Wechselkurs zwischen D-Mark/Euro und Dollar (vgl. Abbildung 2). Dagegen ist der um Inflationsdifferenzen bereinigte durchschnittliche (handelsgewichtete) Wechselkurs des Euro bzw. der D-Mark gegenüber den Währungen von 26 Ländern für Deutschland viel weniger volatil (sog. realer effektiver Wechselkurs). Dies liegt an der Einbindung Deutschlands in das Europäische Währungssystem. Zudem bewegen sich die Wechselkurse vieler anderer Länder häufig parallel zum Euro und schwanken mehr oder minder mit diesem um den Dollar. Mit diesen Ländern hat Deutschland viel intensivere Handelsbeziehungen als mit den USA; anderen Mitgliedsländern in der

Abbildung 1: Wechselkurs DM bzw. € gegenüber dem US-\$ (Jahresdurchschnitte), 1950 - 2013



Quelle: Penn World Tables, Deutsche Bundesbank, World Development Indicators; eigene Berechnungen.

Europäischen Union geht es ähnlich. Folglich hat die starke Handelsintegration der EU-Mitgliedsländer viel mit den über Jahrzehnte hinweg relativ stabilen realen effektiven Wechselkursen zu tun. Bei aller Kritik an den Mängeln des Europäischen Währungssystems dürfen die starken Seiten dieses Systems nicht vernachlässigt werden.

Warum schwankt nun der Euro-Dollar-Kurs so stark, ähnlich wie früher der D-Mark-Dollar-Kurs? In Wirklichkeit bilden sich Wechselkurse auf den heutigen Devisenmärkten in ultra-kurzfristigen Rhythmen mithilfe des technischen, computergestützten Hochfrequenz-Handels („algo trading“).⁴ Devisenmärkte haben vier zusammenhängende Segmente: Spotmärkte, Terminmärkte, Devisen-Futures und Devisen-Optionen (Derivate). Die Derivatmärkte wachsen am schnellsten. Sie dienen überwiegend der Spekulation, in geringem Maße der Kursabsicherung (Hedging). Nur selten beziehen Devisenhändler, auch „Chartisten“ genannt, Fundamentalfaktoren ins Kalkül. Die sog. technische Analyse dominiert. Zur Trendumkehr kommt es erst, wenn Über- oder Unterbewertungen so extrem sind, dass die Stimmung der Händler kippt; oder die Zentralbanken bzw. die Regierungen greifen gezielt durch Devisenmarktinterventionen, Zinsänderungen oder supranationale Vereinbarungen ein. Mitunter kommt es erst durch eine Finanz- oder Zahlungsbilanzkrise zu einer Trendumkehr. Das Verhalten der Devisenhändler, vorwiegend auf Spekulation in großem Maßstab ausgerichtet, bestimmt also das Geschehen auf den Devisenmärkten. Kurzfrist-Phasen reihen sich aneinander, unterbrochen von Phasen der „Seitwärtsbewegung“, und bestimmen so die langen Auf- bzw. Abschwünge. Devisen sind ebenso Vermögenswerte wie Immobilien oder Aktien. Devisenmärkte eignen sich hervorragend zur spekulativen Blasenbildung, ebenso wie andere Finanzmärkte. Sie sind übrigens der größte und am schnellsten wachsende globale Finanzmarkt.

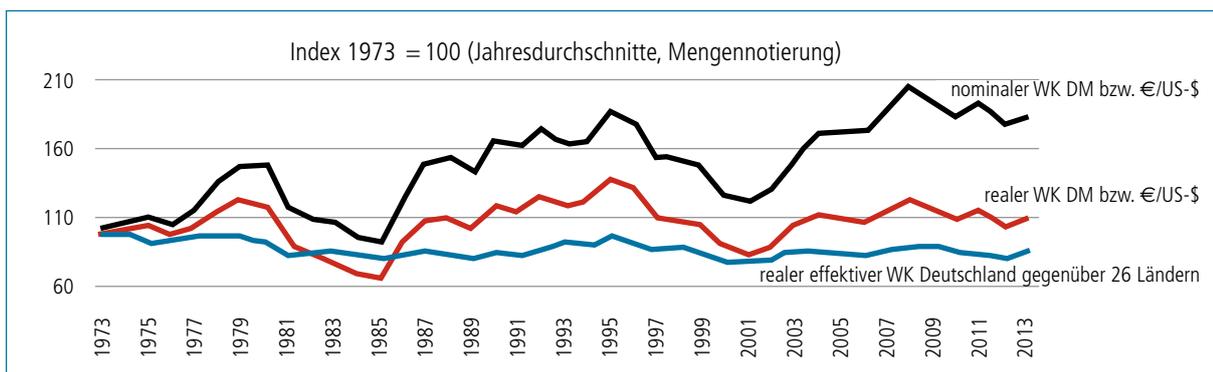
Wechselkurse sind – besonders in Zeiten der Globalisierung – äußerst wichtige „Preise“. Weichen sie

systematisch von Gleichgewichtswerten ab, die man seit David Ricardo in der Nähe der Kaufkraftparität verortet, verzerren sie den Handel mit Gütern und Dienstleistungen. Devisenmärkte sind die weltweit größten und am schnellsten wachsenden Finanzmärkte. Mehr als 98 Prozent der Devisen-Transaktionen haben mit Warenhandel nichts zu tun. Auch Transaktionen in Verbindung mit Direkt- oder Portfolioinvestitionen von Unternehmen im Ausland machen nur einen Bruchteil der Devisenumsätze aus. Der wichtigste aller Devisenmärkte ist der Euro-Dollar-Markt. Viele andere wichtige Währungen schwanken ähnlich wie der Euro oder früher die D-Mark und bilden „Superzyklen“ um die internationale Leitwährung, den US-Dollar. Manche Währungen, wie etwa der Yen, schwanken noch viel stärker als der Euro gegenüber dem Dollar, ganz zu schweigen von Währungen von Schwellenländern, die von gewaltigen, häufig Tsunami-artigen „Tiden“ heimgesucht werden.

Folgen für Unternehmen und Volkswirtschaften

Ex- und importierende Unternehmen sichern meist ihre Zahlungsverpflichtungen in Fremdwährung durch Termingeschäfte oder ähnliche Instrumente ab. Damit sind sie gegen Wechselkursschwankungen kurzfristig, meist bis zu einem Jahr, versichert. Das ändert aber nichts daran, dass bei einer Aufwertung des Euro gegenüber dem Dollar starke Kostensteigerungen entstehen, eventuell Verluste, denen erst wieder Kostensenkungen in der nächsten Abwertungsrunde, manchmal erst zehn Jahre später, gegenüberstehen. Die Investitionen der Unternehmen, langfristig ausgerichtet, können nicht wie die Exporte gegen Wechselkursänderungen abgesichert werden. Folglich müssen sich Unternehmen bei Ex- und Importen stärker regional diversifizieren. Kleine und mittlere Unternehmen sind hier systematisch im Nachteil. Multinationale Unternehmen kommen mit den Wechselkursschwankungen besser zurecht. Schließlich können mit Direktinvestitionen im Ausland Währungsräume übersprungen

Abbildung 2: Nominaler und realer Wechselkurs DM/€ zum US-\$ sowie realer effektiver Wechselkurs für Deutschland



Quellen: World Development Indicators, Deutsche Bundesbank, Bank für internationalen Zahlungsausgleich, World Economic Outlook; eigene Berechnungen.

werden. Flexibles Out- und Insourcing je nach Wechselkurs kann ebenfalls eine wichtige Rolle spielen. Die wohl wichtigste Absicherung für Unternehmen ist jedoch, in einem großen Währungsraum mit geringen Wechselkursschwankungen tätig zu sein, um ein Gegengewicht zum Handel mit volatilen Währungen zu haben. Dies impliziert aber, dass volatile Wechselkurse teilweise Handelsströme umlenken in stabile Währungsräume. Das Nebeneinander von sehr festen Wechselkursen (bzw. die Verwendung einer Gemeinschaftswährung) und sehr volatilen Wechselkursen verzerrt also den globalen Güterhandel. Die WTO kümmert sich um dieses Problem nicht, weil sie (zu Recht) den IWF für zuständig hält. Auch die Kapitalströme werden verzerrt, weil das System kurzfristige spekulative Ströme begünstigt.

Die drei Phasen starker Aufwertung der D-Mark bzw. des Euro gegenüber dem US-Dollar – die 1970er Jahre, 1985 bis 1995 und die Phase 2001 bis 2008 – haben die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Deutschland, ähnlich in anderen EU-Ländern, gebremst. Bei starker Aufwertung geraten die Unternehmen unter Kostendruck und versuchen die Lohnkosten zu senken. In den Abwertungsphasen können die Folgen der vorangegangenen Aufwertungen nicht einfach rückgängig gemacht werden. Manche Unternehmen oder gar ganze Branchen konnten dem Aufwertungsdruck nicht mehr standhalten und sind geschrumpft oder verschwunden. Die Aussage von Bundesbankpräsident Jens Weidmann, „Eine starke Wirtschaft kann auch eine starke Währung vertragen“ (Focus, 16.6.2014), verharmlost daher die Probleme chronischer „misalignments“ bei Wechselkursen, also anhaltender Über- oder Unterbewertung. Nicht-fundamental bestimmte Wechselkurse schaden der Realwirtschaft, insbesondere dem Wachstum und der Beschäftigung. Gerade Ordnungspolitiker sollten folglich auf eine vernünftige Währungsordnung achten.

Optionen der Währungs Kooperation

Eine stärkere transatlantische Kooperation in Währungsfragen wäre daher ein weitaus wichtigeres und erfolgversprechenderes Projekt als TTIP, da mit ihr

wahrscheinlich deutlich größere positive Wachstums- und Beschäftigungseffekte verbunden wären. Dabei muss man nicht zum alten Festkurssystem von Bretton Woods zurückkehren. Vielmehr sollten die Währungshüter über die beiden wichtigsten Reservewährungen der Welt zunächst gemeinsam versuchen, die extremen Kursschläge zu vermindern. Dies könnte durch gelegentliche koordinierte Interventionen der beiden großen Notenbanken geschehen („managed floating“). Eine Devisentransaktionssteuer würde helfen, das spekulative „algo-trading“ im Devisenhandel zurückzudrängen. Möglicherweise reicht auch schon die Ansage, dass extreme, nicht-fundamentale Kursschläge nicht zugelassen werden. Man kann auch Wechselkurszielzonen oder Bandbreiten verabreden, wie von John Williamson schon 1985 und von Paul Krugman 1991 vorgeschlagen, indem beide Zentralbanken koordiniert intervenieren, bei gleichzeitiger Sterilisierung der entstehenden Geldschöpfung, sofern Inflationsgefahren befürchtet werden.

Bei einer transatlantischen Währungs Kooperation müsste die Geldpolitik der Fed und der EZB so koordiniert werden, dass extreme Zinsunterschiede vermieden werden. Dies impliziert, dass nationaler restriktiver Fiskalpolitik in Zeiten starken Wachstums eine größere Rolle bei der Inflationsbekämpfung zukommen müsste. Dies würde auch die Kontrolle der Staatsverschuldung unterstützen. Der Politik-Mix von Geld- und Fiskalpolitik würde optimiert. In der Eurozone liegt die Verantwortung für das Wechselkursregime bisher beim Europäischen Rat, nicht bei der EZB. Letztere bekäme somit eine zusätzliche Aufgabe zugewiesen, die sie dann autonom erfüllen könnte.

Welcher Ansatz bei der Währungs Kooperation gewählt würde, muss verhandelt werden. Die meisten anderen Währungen der Welt würden mehr oder minder den Wechselkursen der beiden großen Währungen folgen und sich an der Kooperation beteiligen. Ein Mehr an globaler Wechselkursstabilität wäre ein riesiger Fortschritt für alle Länder, nicht nur für die Industrie-, sondern insbesondere auch für die Entwicklungs- und Schwellenländer.

1 Der Autor ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Hochschule für Technik und Wirtschaft (HTW) Berlin.

2 Vgl. Priewe, Jan: Transatlantic Trade Partnership versus Transatlantic Currency Cooperation, in: Palley, Thomas I.; Horn, Gustav A.: Restoring Shared Prosperity, Amazon Distribution, Leipzig 2013, S. 123-132.

3 Vgl. Rossi, Barbara: Exchange Rate Predictability, in: Journal of Economic Perspectives, Bd. 51(4), 2013, S. 1063-1119.

4 Vgl. Schulmeister, Stephan: Technical Trading and Trends in the Dollar-Euro Exchange Rate, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO), November, Wien 2009.