

12. Wechselkursentwicklung des Euro und Auswirkungen auf Exporte im Euro-Raum

Robert Stehrer (wiw)

Wissenschaftliche Assistenz: Monika Schwarzhappel (wiw)

Die Abwertung des Euro infolge der Griechenland-Krise weckte einerseits Befürchtungen hinsichtlich des Vertrauens in die Stabilität des Eurosystems, gab aber auch Anlass zur Hoffnung auf eine verstärkte Exportaktivität der Euroländer aufgrund der dadurch verbesserten Wettbewerbsfähigkeit. Im historischen Kontext entsprach der Rückgang des Euro auf ungefähr 1,3 \$ jedoch eher einem Rückgang auf ein mit der Kaufkraftparität vergleichbares Niveau. Der für die Exportaktivität eines Landes oder des Euro-Raums ausschlaggebende nominell- bzw. real-effektive Wechselkurs, der einen gewichteten Durchschnitt über die Wechselkurse der Haupthandelspartner darstellt, zeigt im Übrigen wesentlich weniger starke Schwankungen, als der Vergleich mit dem US-Dollar allein vermuten lassen könnte. Insbesondere der real-effektive Wechselkurs, der auch die Preis- bzw. Kostenentwicklungen in einem Land miteinbezieht, war für die meisten Euroländer und insbesondere Österreich über die letzten Jahre relativ stabil. Schätzungen des Effekts einer Änderung des real-effektiven Wechselkurses auf die Exportaktivitäten zeigen den erwarteten Zusammenhang, dass eine Abwertung tendenziell zu höheren Exporten führt. Jedoch ist dieser Zusammenhang relativ gering. Der Effekt des Anstiegs der ausländischen Nachfrage auf Exportaktivitäten ist in den meisten Fällen stärker. Zusätzlich wird auch auf die Wichtigkeit von nicht-preislichen Faktoren (Qualität, F&E-Intensität usw.) für die Exportaktivität eines Landes hingewiesen. Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob in nächster Zukunft – im Hinblick auf die Abwertungstendenzen des US-Dollar, den schwelenden Währungsstreit zwischen den USA und China und die Debatte des Weltwährungssystems im Allgemeinen mit der Gefahr eines "Abwertungswettlaufs" – nicht wieder eher eine Aufwertung des Euro zu erwarten ist. Die derzeitige Tendenz des Euro-Wechselkurses, der jetzt bei ungefähr 1,4 \$ je Euro liegt, geht jedenfalls in diese Richtung.

12.1 Einleitung: Eine kurze Geschichte der Wechselkursentwicklung

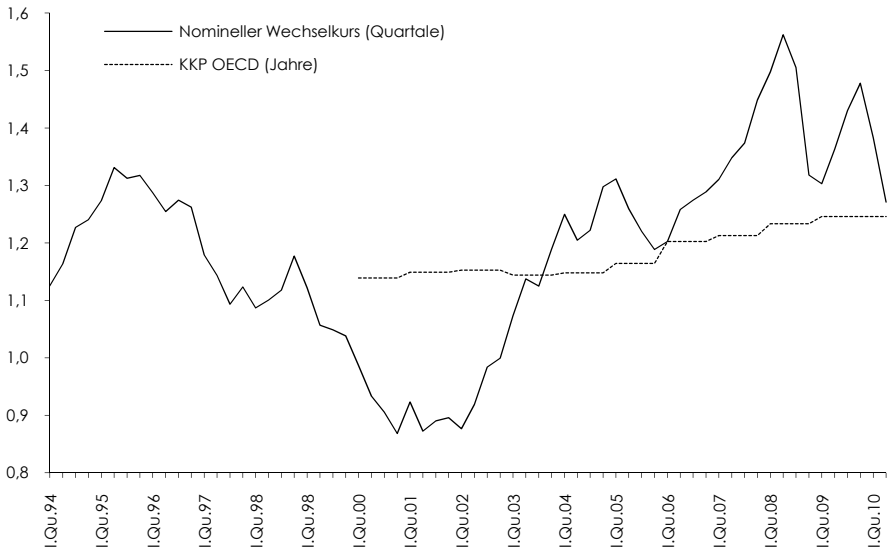
Die Krise der Weltwirtschaft und der Finanzmärkte der letzten Jahre, an deren Entstehung die starken Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft, die sich seit Beginn der Dekade verstärkten, nicht unbeteiligt waren, hat auch eine Diskussion über das System der Wechselkurse

bewirkt. Dabei stehen vor allem die notorische Unterbewertung des Yuan gegenüber dem US-Dollar und – aus europäischer Sicht – der zumindest vor der Krise gegenüber dem US-Dollar starke Euro im Mittelpunkt des Interesses. In Europa wird die Entwicklung der Wechselkurse durch die Griechenland-Krise – erstmals in der Geschichte des Euro-Raums musste ein Euroland durch den IMF und die EU-Mitgliedstaaten vor einem Zahlungsausfall gerettet werden – und die bestehenden realwirtschaftlichen Divergenzen innerhalb des Euro-Raums, die mit der Krise in den Blickpunkt rückten, mit gemischten Gefühlen betrachtet. Einerseits wird durch die Abwertung des Euro die Exportaktivität der Euroländer – und der Länder mit Anbindung an den Euro – erleichtert, was einen positiven Effekt auf Wachstum und Beschäftigung erwarten lässt. Andererseits lösten die Abwertungssteigerungen des Euro nach der Griechenland-Krise Befürchtungen über einen Kollaps des Eurosystems im Allgemeinen aus, mit Spekulationen über die Zukunft der Gemeinschaftswährung, die bis zu ihrem Zusammenbruch reichten und auch die Möglichkeit eines Ausscheidens einzelner Länder aus dem Euro-Raum umfassten. Obwohl die Botschaften eines "Ablebens des Euro" stark übertrieben sind, werden seitdem notwendige Reformen des Eurosystems, der Rolle der EZB und der Geld- und Wechselkurspolitik sowie des Stabilitäts- und Wachstumpakts heftig diskutiert. Im Prinzip reicht diese Debatte weit bis vor die aktuelle Einführung der Gemeinschaftswährung zurück. *Eichengreen (2008)* gibt einen guten Überblick. Die polit-ökonomische Diskussion der Einführung beleuchtet *Marsh (2010)*. *Eichengreen – Termin (2010)* vergleichen den Euro mit dem Goldstandard als extreme Formen fixer Wechselkurse im Zusammenhang mit der Krise; *Beetsma – Giuliodori (2010)* fassen den aktuellen Stand der Diskussion um die makroökonomischen Kosten und Nutzen der Europäischen Währungsunion zusammen.

Der derzeitige Stand des Euro gegenüber dem US-Dollar ist jedoch im historischen Kontext noch kein Grund zur Besorgnis, wie man in Abbildung 12.1 sieht, die die Entwicklung des Wechselkurses (definiert als US-Dollar je Euro; ein Anstieg bedeutet somit eine Aufwertung des Euro) zeigt. Wie man sieht, war der Euro seit der Einführung starken Schwankungen ausgesetzt. Zwischen der Einführung des Euro als Buch- und später als Bargeld ging der Wechselkurs von 1,12 \$ auf 0,9 \$ zurück, was die Kritiker als Bestätigung der Schwäche des Eurosystems an sich sahen. Der Anstieg der Einheitswährung von 2002 bis 2008 auf 1,6 \$, nur von einer Phase relativer Stabilität 2005 und 2006 unterbrochen, wurde jedoch ebenfalls mit Sorge betrachtet, da ein starker Wechselkurs die Entwicklung der Exporte und somit möglicherweise das Wachstum beeinträchtigt. Derartige Schwankungen reflektieren allerdings eher die relativen Positionen der USA und der EU hinsichtlich

Wachstumsraten und Zinssätzen. Für den Euro-Raum als großen Wirtschaftsraum mit einem erheblichen Intra-EU-Handelsanteil sind jedoch derartige Schwankungen wesentlich weniger problematisch, als sie es für kleine offene Volkswirtschaften wären.

Abbildung 12.1: Nomineller Wechselkurs und Kaufkraftparität in US-Dollar je Euro



Q: Eurostat, OECD.

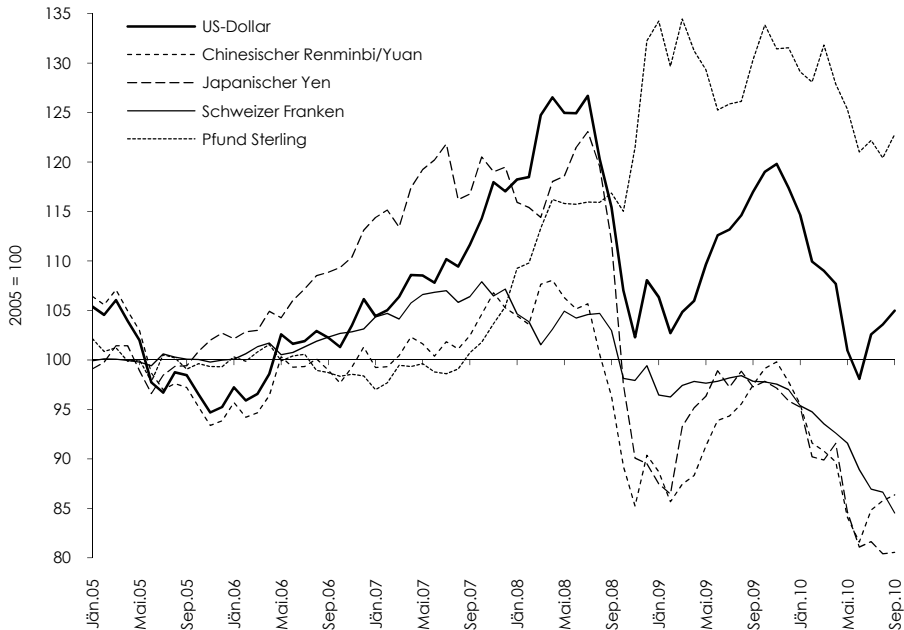
Vergleicht man den nominellen Wechselkurs mit den Kaufkraftparitäten – das ist der hypothetische Wechselkurs, der einen Warenkorb in beiden Ländern gleich teuer macht – für die Länder des Euro-Raums (wobei die OECD-Definition des zugrundeliegenden Warenkorbs genommen wird) so zeigt sich, dass die Abwertung des Euro infolge der Griechenland-Krise eine Rückkehr zum Wert der Kaufkraftparität ist¹⁾. Somit sollte man eher von einem Trend zu einem angemessenen Wechselkurs als von einer Schwäche des Euro sprechen. Zu beachten ist auch, dass der Wechselkurs in den letzten Monaten wieder eine steigende Tendenz aufweist.

¹⁾ Die Kaufkraftparität in Abbildung 12.1 ist die jährliche "Purchasing Power Parity for GDP" für die EU-27-Länder der OECD.

12. Wechselkursentwicklung des Euro und Auswirkungen auf Exporte im Euro-Raum

Natürlich ist der US-Dollar nicht die einzige Referenzwährung, mit der man die Entwicklung des Euro-Wechselkurses vergleichen kann, insbesondere wenn man die Effekte für die Exportentwicklung betrachtet. Für etwaige realwirtschaftliche Effekte sind die Auf- und Abwertungen des Euro gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner außerhalb des Euro-Raums zu betrachten. Abbildung 12.2 zeigt die Entwicklung des nominellen Wechselkurses (nationale Währungseinheit je Euro) für vier Währungen neben dem US-Dollar. Wie man sieht, gab es bis zum Ausbruch der globalen Wirtschaftskrise im September 2008 eine Aufwertungstendenz des Euro vor allem gegenüber dem US-Dollar und dem Yen und in geringerem Ausmaß gegenüber dem Schweizer Franken. Der Wechselkurs gegenüber dem Yuan schwankte leicht nach unten und lag zu Beginn der Krise in etwa auf dem Niveau von Jänner 2005. Zu beachten ist, dass der Euro/Yuan-Wechselkurs stark vom US-Dollar/Yuan-Wechselkurs bestimmt wird.

Abbildung 12.2: Nominelle Wechselkursentwicklung des Euro gegenüber wesentlichen Weltwährungen



Q: Eurostat, wiiv-Berechnungen. – Wechselkurs ausgedrückt als jeweilige nationale Währung je Euro. Ein steigender (fallender) Index zeigt daher eine Aufwertung (Abwertung) des Euro an.

Eine Auswirkung der Krise war die Abwertung des Euro gegenüber allen hier betrachteten Währungen, mit Ausnahme des Britischen Pfunds. Diese Abwertung blieb mehr oder weniger bestehen, mit einem kurzen Anstieg gegenüber US-Dollar und Yuan in der Mitte des Jahres 2009. Im Juli 2010 lag somit der nominelle Euro-Wechselkurs um knapp 20% unter dem Niveau von Jänner 2005 gegenüber dem Yen, etwa 15% gegenüber dem Yuan und um 13% gegenüber dem Schweizer Franken. Der Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar lag Mitte 2010 ungefähr auf dem Niveau von 2005. Nur gegenüber dem Pfund Sterling gab es eine substantielle Aufwertung des Euro um etwa 20%. Während des III. Quartals 2010 hat der Euro allerdings gegenüber den dargestellten Währungen - mit Ausnahme des Schweizer Franken und des Yen - wieder aufgewertet.

Aufgrund der Entwicklung des Euro während des 1. Halbjahres 2010 stellen sich für die Realwirtschaft zwei Fragen: Erstens, was bedeutet eine tendenzielle Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar und den Währungen der weiteren wichtigen Handelspartner für die Exporte des Euro-Raums bzw. für die einzelnen Länder des Euro-Raums und somit für das gesamtwirtschaftliche Wachstum? Zweitens, ist eine weitere Abwertung des Euro zu erwarten, oder kommt es im Gegenteil sogar wieder zu einer Phase der Aufwertung?

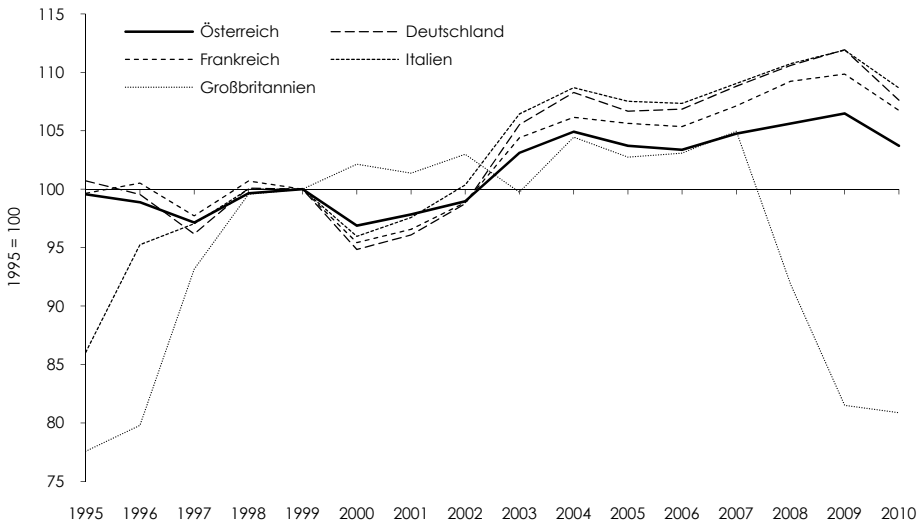
12.2 Wechselkursentwicklung und Handel

12.2.1 Theoretische Aspekte

Aus theoretischer Sicht ist der Effekt einer Abwertung der Währung eines Landes auf die Handelsaktivität durch die so genannte Marshall-Lerner-Robinson-Bedingung geklärt. Eine Abwertung der Währung verbilligt die exportierten Güter im Ausland und trägt somit zu einer positiven Entwicklung bei. Umgekehrt werden die importierten Güter im Inland teurer, was zu geringeren Importen führt. Insgesamt sollte somit eine Abwertung zu einer Verbesserung der Leistungsbilanz führen. Jedoch sind hier die Fristigkeiten der Preis- und Mengenreaktionen zu berücksichtigen. Während sich eine Wechselkursänderung unmittelbar auf die nominellen Werte der Exporte bzw. Importe auswirkt, sind die entsprechenden Mengenänderungen (Anstieg der Exporte und Rückgang der Importe in realen Einheiten aufgrund einer Währungsabwertung) erst mittelfristig zu erwarten. Daher ist auch kurzfristig sogar eine Verschlechterung der Leistungsbilanz zu erwarten und erst mittelfristig eine Verbesserung (so genannter "J-Kurven-Effekt" im Falle einer Abwertung bzw. "Spazierstockeffekt" im Falle einer Auf-

wertung)²⁾. Die Marshall-Lerner-Robinson-Bedingung besagt, dass eine Verbesserung der Handelsbilanz im Falle einer Abwertung eintritt, wenn die Summe der Import- und Exportnachfrageelastizitäten eins übersteigt – für eine ausführliche Behandlung siehe beispielsweise *Jones (1961)*, *Dixit – Norman (1980)* und *Obstfeld – Rogoff (1996)*. Die empirische Evidenz für den (kurzfristigen) "J-Kurven-Effekt" ist – vor allem auf Länderebene – nicht eindeutig, bestätigt jedoch einen längerfristigen Zusammenhang zwischen einer Währungsabwertung und der Verbesserung der Leistungsbilanz (*Bahmani-Oskooee – Rahta, 2004*).

Abbildung 12.3: Nominell-effektiver Wechselkursindex für ausgewählte Länder



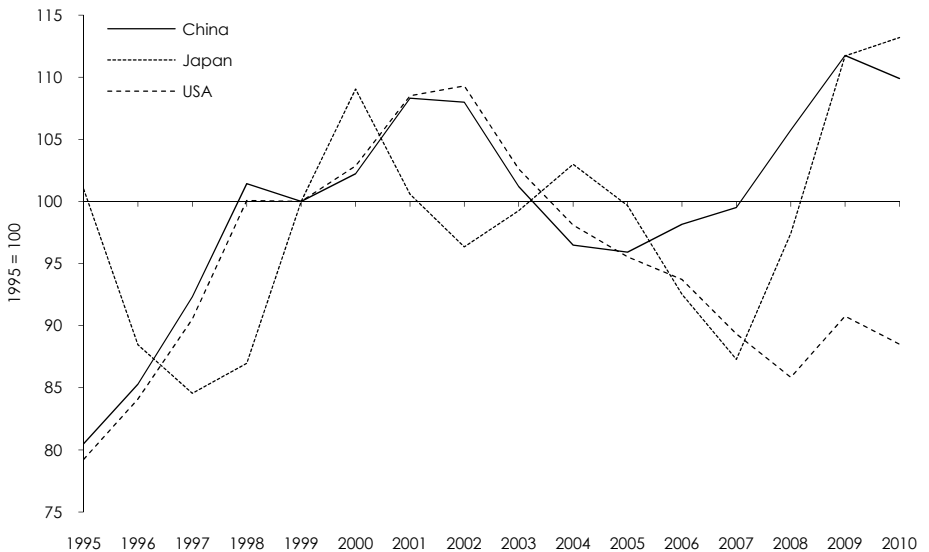
Q: BIS, wiiv-Berechnungen.

Da jedes Land mit vielen anderen Ländern in unterschiedlichen Währungen Handel betreibt und für die Wettbewerbsfähigkeit auch die relativen Preisentwicklungen aufgrund unterschiedlicher Inflationsraten eine wichtige Rolle spielen, werden in der empirischen Forschung weitere Wechselkursdefinitionen verwendet, um diesem Umstand Rechnung zu tragen: Der (bilaterale) nominelle Wechselkurs gibt das Austauschverhältnis zweier Währungen an (z. B. US-Dollar je Euro). Da die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes aber auch von der Entwick-

²⁾ Der Terminus "J-Kurven-Effekt" wurde erstmals in *Magee (1973)* verwendet.

lung der Kosten bzw. Preise abhängt, wird der reale Wechselkurs mit den Lohnstückkosten, den Konsumenten- oder den Produzentenpreisen deflationiert. Zur Berechnung des effektiven Wechselkurses werden die bilateralen Wechselkurse mit dem Export- oder Importanteil (oder einem Durchschnitt dieser) der Haupthandelspartner gewichtet. Da in der empirischen Literatur und weiter unten im empirischen Teil diese effektiven Wechselkurse verwendet werden, zeigen wir hier noch kurz die Entwicklung dieser Wechselkurse für ausgewählte Länder. Es handelt sich dabei um die von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS) errechneten effektiven Wechselkurse; der Index umfasst 52 Wirtschaften mit variabler Gewichtung über die Zeit und im Falle des real-effektiven Wechselkurses mit dem Verbraucherpreisindex deflationiert (für Details siehe *Klau – Fung, 2006*).

Abbildung 12.4: Nominell-effektiver Wechselkursindex für ausgewählte Länder



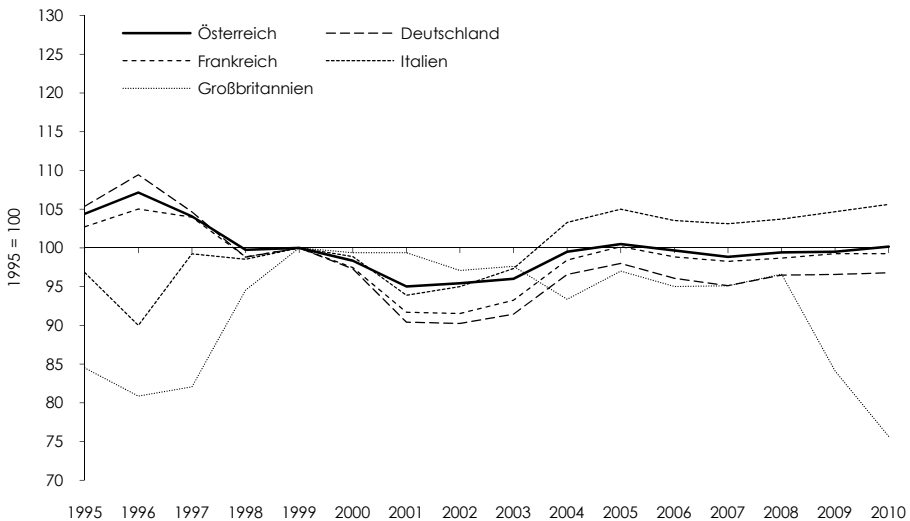
Q: BIS, wiiv-Berechnungen.

Der nominell-effektive Wechselkurs für die Euroländer verlief ab 1999 (der Einführung des Euro als Buchgeld) ungefähr gleich, mit einer leichten Aufwertungstendenz zwischen 2002 und 2009 um rund 10% gegenüber dem Niveau des Jahres 2002 und einer geringfügigen Abwertung im Jahr 2010, was durch die nominelle Abwertung des Euro leicht zu erklären ist (Abbildung 12.3). Die Unterschiede zwischen

den Ländern erklären sich durch die unterschiedliche Gewichtung der Wechselkurse durch die jeweiligen Handelsmuster. Auch der nominell-effektive Wechselkurs Großbritanniens verlief relativ stabil, bis zur Abwertung des Britischen Pfunds 2008 und 2009.

Abbildung 12.4 zeigt den nominell-effektiven Wechselkurs für China, Japan und die USA. Gemäß dieser Abbildung sieht man, dass China in den letzten Jahren eine nominelle Aufwertung des effektiven Wechselkurses des Yuan um etwa 15% gegenüber 2005 erfuhr. Japan wertete nominell-effektiv in den Jahren seit 2000 tendenziell ab, erfuhr jedoch einen starken Anstieg des nominell-effektiven Wechselkurses seit 2007 um etwa 25%. Umgekehrt gab es eine Abwertung des nominell-effektiven Wechselkurses der USA ab 2003, wobei der Kurs seit 2008 eher stabil blieb.

Abbildung 12.5: Real-effektiver Wechselkursindex für ausgewählte Länder

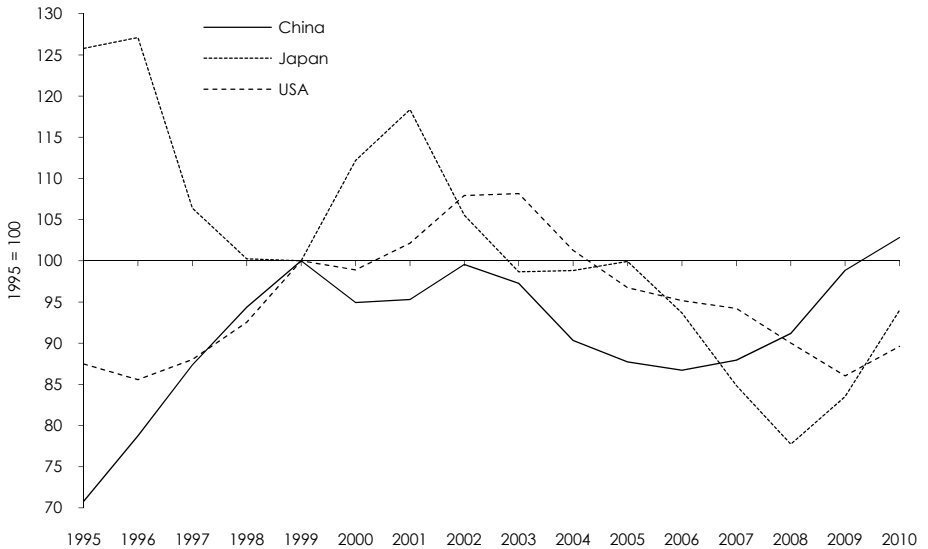


Q: BIS, wiiv-Berechnungen.

Für die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes ist jedoch der reale Wechselkurs ausschlaggebend, der auch die Kosten- bzw. Preisentwicklung eines Landes berücksichtigt. Hier wären zunächst die realen bilateralen Wechselkurse mit den jeweiligen Haupthandelspartnern zu betrachten; aus Platzgründen werden wir uns jedoch auf die Darstellung der real-effektiven (d. h. ebenfalls mit dem Handel gewichteten) Wechselkurse beschränken. Die Abbildungen 12.5 und 12.6 zeigen

wiederum den Index für die beiden Ländergruppen. Wie oben erwähnt, deflationiert die BIS bei der Berechnung des real-effektiven Wechselkurses mit dem Verbraucherpreisindex.

Abbildung 12.6: Real-effektiver Wechselkursindex für ausgewählte Länder



Q: BIS, wiiv-Berechnungen.

12.2.2 Empirische Evidenz der Effekte von Auf- oder Abwertungen

Eine Vielzahl von Arbeiten befasst sich mit den Effekten einer Auf- oder Abwertung auf die Exporte eines Landes. Ohne Anspruch auf Vollständigkeit zu erheben, fassen wir hier einige wichtige und aktuelle Arbeiten zusammen. Für einen frühen Überblick siehe *Goldstein – Kahn* (1985), die darauf hinweisen, dass die geschätzten Effekte (in Form von Elastizitäten) relativ stark variieren, abhängig von der Auswahl der in der jeweiligen Analyse berücksichtigten Länder, dem untersuchten Zeitraum und der angewandten Methode. Im Durchschnitt wird ein Wert der Elastizität von ungefähr -1 angegeben, das bedeutet, eine 1%-ige Abwertung bewirkt einen Anstieg der Exporte um 1%.

In einer Publikation der Europäischen Kommission werden die Effekte von Wechselkursänderungen über den Zeitraum vom I. Quartal 1989 bis zum III. Quartal 2009 für den Euro-Raum untersucht (*Europäische Kommission*, 2010). Dabei wurden die deflationierten Exporte der Euro-Länder in Nicht-Euro-Länder auf das (logarithmierte) Realeinkommen

der wichtigsten Handelspartner (gewichtet nach Distanz) und den real-effektiven Wechselkurs (auf Konsumentenpreisbasis) mit einem dynamischen Regressionsmodell regressiert. Die Resultate zeigen, dass eine 10%-ige Abwertung durchschnittlich zu einem Anstieg der Exporte um 5% bis 6% führt. Davon werden rund 80% im ersten Jahr und die restlichen 20% im zweiten Jahr lukriert. Die Elastizität der Exporte hinsichtlich der ausländischen Einkommen liegt bei 1,2 und 1,6, d. h. ein Anstieg der ausländischen Einkommen um 1% erhöht die Exporte um 1,2% bis 1,6%. Dieser letzte Punkt hebt auch die Bedeutung der geographischen Spezialisierung eines Landes oder einer Ländergruppe hervor: Ein Land mit höherem Exportanteil in prosperierende Länder oder Ländergruppen (z. B. China oder BRIC) wird stärker von einem Aufschwung profitieren, was für Österreich aufgrund der Spezialisierung nach Mittel- und Osteuropa von Bedeutung sein kann. Ein weiterer zu berücksichtigender Aspekt ist dabei auch die sektorale Spezialisierung eines Landes. Der Bericht hebt auch noch die Bedeutung nicht-preislicher Faktoren hervor, wie beispielsweise den technologischen Gehalt der Exporte, F&E, Produktqualität und Geschäftsumfeld (*Europäische Kommission, 2010; Ritzberger-Grünwald – Wörz, 2010*). Inkludiert man F&E-Ausgaben in einem dynamischen Panelmodell so sinkt die Elastizität der Exporte auf Änderungen des real-effektiven Wechselkurses auf ungefähr $-0,35$ (d. h. eine Abwertung um 10% führt zu einem Anstieg der Exporte um 3,5%). Die Effekte von F&E-Ausgaben sind dabei signifikant positiv (mit einer Elastizität von 0,13); das Geschäftsumfeld, gemessen mit einer Proxy-Variablen für "contract enforcement", hat einen signifikanten negativen Einfluss (Elastizität von $-0,3$). In allen diesen Spezifikationen reduziert sich auch der Effekt des ausländischen Einkommens auf die Hälfte (d. h. von ca. 1,5 auf 0,7).

Chinn (2006) untersucht den Effekt von Änderungen des real-effektiven Wechselkurses auf Exporte unter Verwendung dreier unterschiedlicher Definitionen der erklärenden Variablen. Abhängig von der jeweiligen Definition zeigen die langfristigen Effekte eine Sensitivität zwischen $-0,7$ und -2 basierend auf einem Fehlerkorrekturmodell. Die Anpassungsgeschwindigkeit wird mit ungefähr 17% je Quartal angegeben. *Di Mauro et al. (2008)* finden einen Effekt von 1,05 für den Zeitraum vor 2000 und einen geringeren Effekt von 0,6 für die Periode 2000 bis 2007.

Die letztgenannten Studien untersuchen die aggregierten Exporte eines Landes. *Berthou (2008)* untersucht die Effekte einer Änderung des realen Wechselkurses auf bilaterale Exporte der OECD-Länder. Basierend auf einem Gravitätsansatz bewirkt eine 10%-ige Abwertung des realen Wechselkurses einen Anstieg der Exporte um etwa 7%, somit einen ähnlichen Wert wie auch die oben erwähnte Studie der Europä-

ischen Kommission. Der Effekt ist für Exporte in Entwicklungsländer geringer (erklärbar durch Ländercharakteristika, die die "export sunk costs" beeinflussen, wie beispielsweise Finanzmarktimperfektionen; siehe *Berman – Berthou, 2006; Baldwin – Krugman, 1989*). Ebenfalls basierend auf einem Gravitätsansatz und den OECD-Ländern finden *Flam – Nordstrom (2003)* eine Elastizität von rund -1 (d. h. eine 10%-ige Abwertung führt zu einem 10%-igen Anstieg der Exporte). Weiters wird darauf hingewiesen, dass es bei derartigen Schätzungen durch die Aggregation eventuell eine Verzerrung des Ergebnisses nach unten gibt; Schätzungen auf weniger aggregierter Ebene weisen meist höhere Elastizitäten auf.

12.2.3 Panelschätzungen

In diesem Abschnitt zeigen wir ausgewählte Resultate einer Schätzung des Effekts von Änderungen der nominell- und real-effektiven Wechselkurse auf die Exporte eines Landes, wobei der Schwerpunkt auf den Ländern der EU 27 bzw. auf den Ländern des Euro-Raums liegt. Analog zur Literatur ist die abhängige Variable der reale Export eines Landes in logarithmierter Form, und die erklärenden Variablen sind das logarithmierte reale Bruttonationalprodukt der wichtigsten Handelspartner (gewichtet nach Distanz) sowie der nominell- oder real-effektive Wechselkurs. Die Daten wurden aus verschiedenen Quellen (Eurostat, OECD und BIS) zusammengestellt. Um Probleme mit Trends bzw. Kointegration zu vermeiden, schätzen wir das Modell als Panel in ersten Differenzen. Somit werden hauptsächlich die Effekte einer längerfristigen Tendenz der Wechselkurse auf die Exportaktivität untersucht.

Übersicht 12.1 zeigt die Resultate für zwei unterschiedliche Perioden: Das erste Panel betrachtet den Zeitraum I. Quartal 1995 bis IV. Quartal 2007, das zweite Panel den Zeitraum I. Quartal 1999 bis IV. Quartal 2007, also jenen ab der Einführung des Euro als Buchgeld. In beiden Fällen wird die Krise nicht berücksichtigt.

Hinsichtlich der Effekte der Wachstumsraten der Handelspartner ergeben die Schätzungen den erwarteten positiven Effekt: Ein Anstieg der Wachstumsrate um 1 Prozentpunkt (des gewichteten ausländischen Einkommens) bewirkt einen Anstieg der Exporte um etwas weniger als 1 Prozentpunkt (je nach Schätzung liegen die Effekte zwischen 0,75 und 0,9). Ähnliches gilt für eine nominelle Abwertung für den Euro-Raum. Ein Anstieg der Wachstumsrate des nominellen Wechselkurses um 1 Prozentpunkt führt zu einem Rückgang des realen Exportwachstums um nicht ganz 1 Prozentpunkt im Euro-Raum; die Effekte für die gesamte EU 27 sind geringer. Hinsichtlich des realen Wechselkurses ist der Effekt mit etwa $-0,6$ etwas geringer. Zum Vergleich, im Zeitraum I. Quartal 1999 bis IV. Quartal 2007 betrug der

12. Wechselkursentwicklung des Euro und Auswirkungen auf Exporte im Euro-Raum

Durchschnitt der jährlichen Wachstumsraten der Euroländer +0,9% für den real- und +0,7% für den nominell-effektiven Wechselkurs. Die entsprechenden Werte für Österreich sind –0,04% und +0,5%. Eine längerfristige Tendenz des nominellen Wechselkurses US-Dollar/Euro von 1,3 auf 1,1 über fünf Jahre würde eine durchschnittliche Wachstumsrate von etwa –3,3% bedeuten, was im historischen Vergleich sehr hoch ist.

Übersicht 12.1: Regressionsergebnisse – Wechselkurselastizität der Exporte

Periode: I. Quartal 1995 – IV. Quartal 2007				
Abhängige Variable: $\Delta \log$ Exporte				
	EU 27		Euro-Raum	
$\Delta \log$ Gewichtetes BSP	0,90 *** (0,09)	0,89 *** (0,09)	0,87 *** (0,12)	0,89 *** (0,12)
$\Delta \log$ Nominell-effektiver Wechselkurs	– 0,08 (0,06)		– 0,83 *** (0,26)	
$\Delta \log$ Real-effektiver Wechselkurs		– 0,41 *** (0,11)		– 0,57 ** (0,23)
Konstante	0,01 *** (0,00)	0,01 *** (0,00)	0,01 *** (0,00)	0,01 *** (0,00)
Zahl der Beobachtungen	1.300	1.300	784	784
F-Wert	55,79	62,45	33,41	31,34
Bestimmtheitsmaß R ²	0,08	0,09	0,08	0,08

Periode: I. Quartal 1999 – IV. Quartal 2007				
Abhängige Variable: $\Delta \log$ Exporte				
	EU 27		Euro-Raum	
$\Delta \log$ Gewichtetes BSP	0,78 *** (0,11)	0,77 *** (0,11)	0,75 *** (0,15)	0,81 *** (0,15)
$\Delta \log$ Nominell-effektiver Wechselkurs	– 0,39 ** (0,17)		– 0,94 ** (0,38)	
$\Delta \log$ Real-effektiver Wechselkurs		– 0,58 *** (0,16)		– 0,69 ** (0,30)
Konstante	0,01 *** (0,00)	0,02 *** (0,00)	0,01 ** (0,01)	0,01 ** (0,01)
Zahl der Beobachtungen	960	960	568	568
F-Wert	33,00	37,47	19,70	19,18
Bestimmtheitsmaß R ²	0,07	0,07	0,07	0,06

Q: wiw-Berechnungen. – Standardabweichungen in Klammern; ***, **, * zeigt Signifikanz auf dem 1%, 5%- bzw. 10%-Niveau.

Der Durchschnittswert der Wachstumsrate der zweiten erklärenden Variable, gewichtetes BSP der Handelspartner, liegt bei etwa +2,5%. Wesentlich stärkere kurzfristige Tendenzen für die Exportaktivitäten der Länder des Euro-Raums sind somit vom Wachstum der jeweiligen Handelspartner zu erwarten, wobei hinsichtlich dieser Gruppe von Ländern zu betonen ist, dass – da der Großteil der Exporte in den Euro-Raum geht (für Österreich mehr als 50%) – dem Wachstum der Euroländer eine wichtige Rolle zukommt (vgl. Reinhart – Rogoff, 2009; Schulmeister, 2010). Hinsichtlich der länderspezifischen Entwicklungen

sind natürlich die geographische und sektorale Struktur der Exporte und nicht-preisliche Faktoren von Bedeutung, wie *Ritzberger-Grünwald – Wörz* (2010) hervorheben.

Trotz dieses positiven Zusammenhangs zwischen der Abwertung einer Währung (in Form des nominell- oder real-effektiven Wechselkurses) und den Exporten eines Landes sind noch folgende Einschränkungen anzubringen. Eine (nominelle) Abwertung bedeutet umgekehrt auch, dass die importierten Waren teurer werden. Dies ist insbesondere in Hinsicht auf Rohstoffe bedeutend, da somit die Kosten der Produktion steigen können. Das ist auch ein Grund, warum der Zusammenhang zwischen der Abwertung einer Währung und dem mittelfristigen Effekt auf das BIP-Wachstum trotz der positiven Effekte auf die Exportaktivität nicht unbedingt gewährleistet ist, bzw. der letztere Effekt wesentlich geringer ausfallen kann. Darüber hinaus sind für die Manipulation einer Währung noch Finanzmarktaspekte (z. B. Effekte auf Auslandsschulden) bzw. Spekulationsüberlegungen zu beachten, die an dieser Stelle nicht behandelt werden können (*Reinhart – Rogoff*, 2010; *Eichengreen*, 2007).

In der aktuellen Prognose des WIFO wird ebenfalls darauf hingewiesen, dass der direkte Effekt der Abwertung des Euro seit Beginn 2010 eher gering ausfallen wird, da die anderen Währungen der mittel- und osteuropäischen Länder und der Schweizer Franken diese Abwertung mitvollzogen haben. Die Exportaktivität profitiert von der steigenden Nachfrage in den anderen Ländern des Euro-Raums, aber vor allem durch den Anstieg der Nachfrage in anderen Weltregionen (siehe *Rünstler*, 2010).

12.2.4 Starke derzeitige Unsicherheit der weiteren Wechselkursentwicklungen

Das führt uns zur zweiten Frage der weiteren zu erwartenden Wechselkursentwicklung des Euro. Dabei ist zunächst auf ein wesentliches Merkmal des internationalen Währungssystems hinzuweisen: "The point is that an exchange rate system is a system, in which countries on both sides of the exchange rate relationship have a responsibility for contributing to its stability and smooth operation" (*Eichengreen*, 2010). Unter normalen Umständen, d. h. ohne eine weitere starke Vertrauenskrise in den Euro ausgelöst durch ein Mitgliedsland, scheint eine substantielle Abwertung des Euro gegenüber den wichtigen anderen Währungen unwahrscheinlich. Der notwendige Abbau des Außenhandelsdefizits der USA deutet eher auf einen schwächeren US-Dollar in der Zukunft hin, wobei mitunter mit einem Wert von etwa 1,5 \$ je Euro gerechnet wird. Der chinesische Yuan scheint weiterhin noch unterbewertet zu bleiben, sollten sich die USA nicht im derzeitigen Wäh-

rungsstreit durchsetzen (in diesem Zusammenhang siehe Corden, 2009, der die chinesische Wechselkurspolitik und deren Implikationen beleuchtet). Von japanischer Seite wird derzeit versucht, den Höhenflug des Yen zu bremsen bzw. zu stoppen. Insgesamt ist daher mit einem mehr oder weniger stabilen Euro oder sogar eher mit einem Anstieg des nominellen Wechselkurses gegenüber anderen Währungen zu rechnen. Die Hoffnung, über eine substantielle Abwertung des Euro die Exporte des Euro-Raums bzw. das Wachstum der Volkswirtschaften im Euro-Raum zu steigern, scheint somit nicht gerechtfertigt. Dabei muss jedoch berücksichtigt werden, dass diese Entwicklungen hauptsächlich den nominellen Wechselkurs betreffen. Wie oben gezeigt, ist jedoch vor allem der real-effektive Wechselkurs für die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes ausschlaggebend. In dieser Hinsicht spielen somit die Preis- und Lohnentwicklungen innerhalb des Euro-Raums bzw. der einzelnen Länder eine wichtige Rolle, wobei hier die Differenzen innerhalb des Euro-Raums zu berücksichtigen sind (siehe Kapitel 11; Ederer, 2010). In diesem Zusammenhang sollte nochmals auf die nicht-preislichen Faktoren der Exportaktivität hingewiesen werden, wie beispielsweise Produktqualität und -differenzierung, F&E-Gehalt der Exporte usw., die ebenfalls eine wichtige – wenn nicht sogar wichtigere – Rolle für die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes spielen.

12.3 Schlussfolgerungen

Dieses Kapitel untersuchte die Auswirkungen von Auf- und Abwertungstendenzen des Euro auf die Exporte der Länder des Euro-Raums. Eine kurze Darstellung der Entwicklung des Wechselkurses zum US-Dollar zeigt, dass der Euro langfristig, ungefähr seit dem Jahr 2000, von 0,8 \$ auf 1,5 \$ aufgewertet hat und daher mit einem Stand von etwa 1,3 \$ (September 2010) eher wieder zu einem "Normalniveau", gemessen an den Kaufkraftparitäten, zurückgekehrt ist. Für die Exporte eines Landes sind jedoch die Wechselkurse aller anderen Handelspartner entweder nominell oder real ausschlaggebend; diese weisen im Allgemeinen wesentlich geringere Anstiege auf. Eine Panelschätzung zeigt, dass Wechselkurseffekte einen Einfluss auf die Exportaktivität haben, jedoch die Effekte von Einkommen und somit der Nachfrage bedeutender sind, womit in nächster Zukunft Ländern wie China und Indien aufgrund der erwarteten höheren Wachstumsraten und des steigenden Gewichts in der Weltwirtschaft eine bedeutende Rolle hinsichtlich der Exportaktivitäten zugeschrieben wird. Hinsichtlich der Länder des Euro-Raums bzw. der EU ist dabei allerdings zu beachten, dass ein wesentlicher Teil des EU-Außenhandels Intra-EU-Handel ist. Für einzelne Länder spielen natürlich die geographische Ausrichtung, die sektorale Struktur und weitere Faktoren eine wichtige zusätzliche Rolle.

Schließlich kann auch überlegt werden, ob eine Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar längerfristig tatsächlich zu erwarten ist. Wie ausgeführt wurde, zeigen die Tendenzen eher in Richtung eines schwachen US-Dollar (beziehungsweise einer Aufwertung der anderen Währungen gegenüber dem US-Dollar). Ob und wie sich eine derartige Entwicklung dann in den nominell- bzw. real-effektiven Wechselkursen wiederfindet, ist ein weiterer Aspekt, den es zu berücksichtigen gilt.

12.4 Literaturhinweise

- Bahmani-Oskooee, M., Ratha, A., "The J-curve: A literature review", *Applied Economics*, 2004, (36), S. 1377-1398.
- Baldwin, R., Krugman, P., "Persistent trade effects of large exchange rate shocks", *Quarterly Journal of Economics*, 1989, 104(4), S. 635-654.
- Beetsma, R., Giuliodori, M., "The Macroeconomic Cost and Benefits of the EMU and other Monetary Unions: An Overview of Recent Research", *Journal of Economic Literature*, 2010, XLVIII(3), S. 603-641.
- Berman, N., Berthou, A., *Financial market imperfections and the impact of exchange rate movements on exports*, Cahiers Blancs de la MSE, Université Paris I Panthéon-Sorbonne, 2006.
- Berthou, A., "An investigation on the effect of real exchange rate movements on OECD bilateral exports", *ECB Working Paper Series*, 2008, (920).
- Chinn, M. D., "A primer on real effective exchange rates: Determinants, overvaluation, trade flows and competitive devaluation", *Open Economies Review*, 2006, (17), S. 115-143.
- Corden, W. M., "China's Exchange Rate Policy, Its Current Account Surplus and the Global Imbalances", *The Economic Journal*, 2009, (119), S. F430-F441.
- Di Mauro, F., Forster, K., "Globalisation and the competitiveness of the euro area", *European Central Bank, Occasional Paper Series*, 2008, (97).
- Dixit, A. K., Norman, V., *Theory of International Trade*, Cambridge University Press, 1980.
- Ederer, St., "Ungleichgewichte im Euro-Raum", *WIFO-Monatsberichte*, 2010, 83(7).
- Eichengreen, B., "The Breakup of the Euro Area", *NBER Working Papers*, 2007, (13393).
- Eichengreen, B., *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*, 2nd edition, Princeton University Press, 2008.
- Eichengreen, B., Temin, P., "Fetters of gold and paper", *NBER Working Paper Series*, 2010, (16202).
- Europäische Kommission, "Quarterly Report on the Euro Area", 2010, 9(2).
- Flam, H., Nordstrom, H., *Trade volume effects of the Euro: Aggregate and sector estimates*, IIES Seminar Paper, 2003, (746).
- Goldstein, M., Kahn, M., "Income and Price Effects in Foreign Trade", in Jones, R., Kenen, P. (Hrsg.), *Handbook of International Economics*, Volume 2, Amsterdam: Elsevier, 1985.
- Jones, R., "Stability Conditions in International Trade: A General Equilibrium Analysis", *International Economic Review*, 1961, (2), S. 199-209.

- Klau, M., Fung, S. S., "The new BIS effective exchange rate indices", BIS Quarterly Review, März 2006.
- Magee, S. P., "Currency Contracts, Pass-Through and Devaluation", Brookings Papers in Economic Activity, 1973, 4(1), S. 303-323.
- Marsh, D., The Euro: The Politics of the New Global Currency, Yale University Press, 2010.
- Obstfeld, M., Rogoff, K., Foundations in International Macroeconomics, MIT Press, Cambridge, 1996.
- Reinhart, C., Rogoff, K., This time is different: Eight centuries of financial folly, Princeton University Press, 2009.
- Ritzberger-Grünwald, D., Wörz, J., "Wechselkurse und österreichischer Außenhandel", FIW Policy Briefs, Juli 2010, (5).
- Rünstler, G., "Wirtschaft des Euro-Raumes profitiert verzögert von Abwertung und starkem Welthandel. Prognose für 2010 und 2011", WIFO-Monatsberichte, 2010, 83(7).
- Schulmeister, S., Mitten in der großen Krise. Ein "New Deal" für Europa, Picus Verlag, Wien, 2010.