

# Euro und Dollar: Duell der Titanen?

von Oliver Landmann

Als der Euro am 4. Januar dieses Jahres erstmals auf den Devisenmärkten gehandelt wurde und sein Kurs gegenüber dem US-Dollar gleich am ersten Tag um ein paar Promille auf 1.1877 zulegte, herrschte allgemeine Begeisterung. Die Medien berichteten von einer geglückten Premiere und einer bestandenen Feuertaufe. Die neue Währung wurde als Volltreffer gefeiert. In der Zwischenzeit hat sich das Blatt bekanntlich gewendet. Die 1.1877 des ersten Handelstages erwiesen sich auch schon als Jahreshöchststand. Seither nähert sich der Wechselkurs in stetem Sinkflug der ominösen Marke von 1:1 zum Dollar und hat diese Parität bisher wohl nur deshalb nicht unterschritten, weil runde Zahlen an den Märkten gerne als "Widerstandslinien" gelten.

Noch im März schrieb ein bekannter amerikanischer Guru in Washingtons führender aussenpolitischer Zeitschrift, dass der Euro "in naher Zukunft" zu einem steilen Höhenflug ansetzen könnte, wenn man die zu erwartenden internationalen Portfolioumlagerungen und die Milliardendefizite in der amerikanischen Handelsbilanz in Rechnung stelle. Mit der Lancierung des Euro entstehe eine neue zweipolige Weltwirtschaftsordnung; es beginne ein "*Duell der Titanen*", in dem Europa gegenüber den USA die Nase bald vorne haben werde.

Von alledem ist vorderhand noch wenig zu sehen (wobei ein gewiefter Prognostiker natürlich nie spezifiziert, was unter 'naher Zukunft' zu verstehen ist...). Eher bestätigt fühlen sich im Moment jene, die dem Projekt der Europäischen Währungsunion von Anfang an skeptisch gegenüberstanden, die mit politischen Pressionen auf die Europäische Zentralbank rechneten und einen zur Schwäche neigenden Euro voraussagten. Auch die Euro-Skeptiker sind nicht abgeneigt, das Bild vom Duell der Titanen zu verwenden und im Euro-Dollar-Wechselkurs ein Messinstrument für den Verlauf dieses Duells zu sehen. Der starke Dollar wird so zum Sinnbild für die Überlegenheit des individualistischen, markt- und wettbewerbsorientierten amerikanischen Wirtschaftsmodells emporstilisiert, gegenüber dem das strukturschwache, überregulierte und von einem überbordenden Transferstaat erdrückte Euroland immer mehr zurückfällt – oder wie es ein angesehenes deutsches Blatt auf den Punkt gebracht hat: "Europa ist soviel wert wie der Euro."

Ganz so einfach ist es nicht. Der Wechselkurs ist kein volkswirtschaftliches Tugendbarometer, an dem man ohne weiteres die Potenz der Wirtschaft und die Qualität der Wirtschaftspolitik ablesen kann. Die Wirklichkeit ist prosaischer. Der Wechselkurs ist ein Marktpreis. Was wir im letzten halben Jahr (und schon vorher) beobachten konnten, ist eine lehrbuchgetreue Reaktion dieses Preises auf die gegensätzlichen konjunkturellen Bedingungen diesseits und jenseits des Atlantiks. Das ausgeprägte Konjunkturgefälle hat die für die Wechselkursbildung zentralen Zinserwartungen konditioniert und auch zu entsprechenden Zinsschritten – im Falle der Europäischen Zentralbank nach unten, im Falle des Federal Reserve Board nach oben – geführt. Die damit einhergehende Abschwächung des Euro gegenüber dem Dollar passt gut ins Konzept der Zentralbanken. Denn indem sie in den USA die Inflation dämpft und im Euroland den Export belebt, unterstützt sie die mit den Leitzinsänderungen beabsichtigten Wirkungen.

Allerdings sind die Exporte und Importe beider Währungsraume mit jeweils weniger als 15% des Bruttoinlandprodukts im Verhältnis zum Volumen der Binnenmärkte nicht sehr bedeutsam. Entsprechend begrenzt sind die Wirkungen von Wechselkursänderungen. Dies bedeutet, dass

gerade die Europäische Zentralbank selbst grösseren Wechselkursschwankungen mit weit mehr Gelassenheit zusehen kann, als dies früher etwa die Deutsche Bundesbank konnte, oder als es heute noch die Schweizerische Nationalbank kann. Auch wenn die Europäische Zentralbank kaum so weit wird gehen wollen, gegenüber dem Wechselkurs eine Haltung des 'Benign Neglect', d.h. einer 'wohlwollenden Vernachlässigung', einzunehmen, wie man es in der Vergangenheit so oft den Amerikanern vorgeworfen hat, ist dennoch bei Auftreten konjunktureller Disparitäten zwischen den Währungsräumen jederzeit mit grösseren Wechselkursauschlägen in die eine oder andere Richtung zu rechnen.

Aus diesem Grunde stellen auch die Zielzonen, die manche Politiker und Akademiker dem Euro-Dollar-Kurs gerne gesetzt hätten, keine gangbare Strategie dar. Zum Beispiel wären wir heute bereits am unteren Rand einer Zielzone von +/- 15% um den Eröffnungskurs des Euro vom 4. Januar und hätten damit alle Voraussetzungen für eine handfeste Währungskrise. Die Märkte würden die Widerstandsfähigkeit der Zone testen und die Zentralbanken in das Dilemma stürzen, entweder das Scheitern der Wechselkursstabilisierung eingestehen zu müssen oder eine Zinspolitik betreiben zu müssen, die den binnenwirtschaftlichen Stabilitätsanforderungen zuwiderläuft.

Wenn sich die Europäische Zentralbank heute einen Vorwurf gefallen lassen muss, lautet dieser nicht, dass sie mit ihrer Strategie zu wenig Rücksicht auf den äusseren Wert des Euro nimmt, sondern dass zu wenig deutlich wird, was denn genau ihre Strategie ist. Sie bewegt sich in einem unscharf definierten Feld zwischen dem Prinzip der Geldmengensteuerung und einem direkten Inflationsziel, ohne dass für Aussenstehende wirklich durchschaubar wäre, nach welchen Kriterien sie Entscheidungen über Leitzinsänderungen wie zuletzt im April konkret fällt. Jedenfalls haben Kritiker, die darauf hinweisen, dass diese Zinssenkung durch die Entwicklung der Geldmenge  $M_3$  nicht indiziert war, einen Punkt. Mit dem Bekenntnis zur Geldmengenorientierung wollte sich die Europäische Zentralbank in gut sichtbarer Weise in die Tradition der deutschen Bundesbank stellen und so möglichst viel von deren solider stabilitätspolitischen Reputation erben. Die ersten Erfahrungen zeigen jetzt, wie problematisch diese Strategie ist. Denn die Glaubwürdigkeit der Bundesbank als Bollwerk gegen die Inflation war entgegen allen Beteuerungen nicht einer konsequent durchgehaltenen Geldmengenpolitik zu verdanken (die in Wirklichkeit alles andere als konsequent war), sondern der Fähigkeit, bei Inflationsgefahr den Fuss unbeirrt von allem politischen Druck und aller öffentlichen Kritik so lange auf der Bremse zu halten, wie es jeweils nötig war.

Bis die Europäische Zentralbank die Gelegenheit erhält, den Nachweis zu erbringen, dass sie diese Fähigkeit ebenfalls besitzt, könnte noch einige Zeit vergehen. In der Zwischenzeit könnte sie sich ein Beispiel an der Klarheit der Signale nehmen, mit denen Alan Greenspan die Märkte jeweils auf seine Züge vorbereitet hat. Titanen brauchen sich nicht unbedingt zu duellieren, sie können auch ganz einfach voneinander lernen.

*Oliver Landmann ist ordentlicher Professor für theoretische Volkswirtschaftslehre an der Universität Freiburg i.Br.*