

## Überwundene Euroschwäche?

von Oliver Landmann

Als der Euro zu Beginn dieses Jahr an den Devisenmärkten die 'magische' Grenze von 1:1 zum US-Dollar nach unten durchbrach, waren sich Europas Politiker noch nicht so ganz schlüssig, ob sie sich mehr über den damit verbundenen Stimulus für ihre Exportindustrien freuen oder über den Image-Schaden für die noch junge Europäische Währung ärgern sollten. Als dann aber vor wenigen Wochen sogar die Marke von 90 Cents unterschritten war, überwogen eindeutig Nervosität und Ratlosigkeit. Politiker und Zentralbankfunktionäre warfen den Märkten vor, die Fundamentaldaten, die doch eigentlich für den Euro sprächen, zu ignorieren. Manche Marktanalytiker warfen ihrerseits der europäischen Währungspolitik eine übermässige und kurzsichtige Vernachlässigung des Wechselkurses vor. Demgegenüber erinnerten nüchterne Beobachter daran, dass die 24%, um die sich der Euro seit seinem Start gegenüber dem Dollar abgewertet hatte, im Vergleich zu früheren Bewegungen der Deutschen Mark oder des Yen gar nicht so viel waren.

Dennoch die Frage: Hätte die Europäische Zentralbank (EZB) energischer und früher gegen die Euroschwäche vorgehen sollen? Die EZB selbst verteidigte sich immer mit dem Hinweis, dass sich ihr Stabilitätsauftrag nicht auf die äussere, sondern auf die innere Stabilität der Währung bezieht, d.h. auf die Stabilität des Preisniveaus. Und auch für die Geldpolitik gilt, dass man nicht zwei Fliegen auf einmal schlagen kann. Eines spricht trotz allem dafür, den Wechselkurs nicht ganz aus den Augen zu verlieren: Er kann ein Frühwarnsignal sein, das rot aufleuchtet, wenn die Geldpolitik den Pfad der stabilitätspolitischen Tugend verlässt. Die Währungsgeschichte ist übersät mit Beispielen kostspieliger inflationärer Exzesse, denen die bewusste oder unbewusste Missachtung dieses Frühwarnsignals vorangegangen ist. Den Währungshütern in Frankfurt ist natürlich alles daran gelegen, nicht auch einmal als ein solches Beispiel zitiert zu werden. Mit dem deutlichen Zinsschritt von letzter Woche setzten sie jedenfalls ein klares Zeichen - sicher auch in der Hoffnung, dem Euro-Dollar-Wechselkurs zusätzlich Auftrieb zu verleihen, nachdem sich dieser zuvor schon spürbar von seinem Tiefstkurs abgesetzt hatte.

In seiner Begründung der Zinserhöhung verwies EZB-Chef Duisenberg nämlich nicht nur auf das zu rasche Wachstum der Geldmenge (über das man sich vor einem Jahr noch hinweggesetzt hatte, als man mit dem Leitzins herunterging), sondern vor allem auch auf die Gefahr, dass die wechsellkurs- und ölpreisbedingt steigenden Importpreise die allgemeine Teuerung anheizen und über die 2%-Marke hinaus treiben könnten, die sich die EZB selbst als Obergrenze gesetzt hat. Die Andeutung möglicher weiterer Zinserhöhungen in diesem Jahr macht deutlich, dass es die EZB als Niederlage empfinden würde, wenn die Inflationsrate die Tabuzone jenseits der 2% betreten sollte. Aber gerade hier lauert das Risiko der Überreaktion. Denn ein Inflationsziel - auch wenn sich die EZB selbst standhaft weigert, von einem solchen zu sprechen -, macht ja nur als mittel- bis längerfristige Leitplanke Sinn. Kurzfristig kann das Preisniveau jederzeit Sondereinflüssen ausgesetzt sein, wie derzeit der Kumulation von verzögerten Abwertungs- und Rohstoffpreiseffekten, die sie weder wirksam bekämpfen

kann noch sollte. Rechtzeitig vorbeugen muss sie dagegen einem Übergreifen solcher externer Teuerungsimpulse auf die Binnenpreise, deren Stabilität aber erst dann gefährdet ist, wenn der Exportmotor so heiss läuft, dass die Wirtschaft an Kapazitätsgrenzen stösst und sich der Nachfrageüberdruck in steigenden Löhnen und Preisen zu entladen beginnt.

Zwar hat die Konjunktur in Europa in den letzten Monaten eindeutig an Robustheit gewonnen. Eine allgemeine Überhitzung droht aber noch keineswegs. Besonders ermutigend ist, dass an der Lohnfront weitgehend Ruhe herrscht. Gerade in Deutschland haben die Gewerkschaften dieses Jahr ungeachtet ihres gewohnten rhetorischen Säbelrasselns zu Lohnabschlüssen Hand geboten, welche die Lohnerhöhungen auf einige Zeit hinaus im Bereich des Produktivitätswachstums halten und damit keine Teuerungsimpulse auslösen werden. Sollte etwa eine weitere Verteuerung des Erdöls im Laufe des Jahres bei der Inflationsrate vorübergehend zu einer Zwei vor dem Komma führen, so wäre dies demnach noch kein Grund für zinspolitische Hektik.

Was folgt daraus für den Euro? Leistungsbilanz- und Inflationsindikatoren sprechen dafür, dass er auf längere Sicht wieder deutlich über die Dollarparität klettern wird. Die zuletzt eingetretene leichte Befestigung gegenüber dem Dollar dürfte nicht zuletzt mit der realistischen Erwartung zusammenhängen, dass sich die Wachstumsschere zwischen den USA und dem Euroland in den kommenden Monaten weiter schliessen wird. Aber auf kürzere Sicht kommt es nicht nur darauf an, ob sie sich schliesst, sondern auch darauf, wie sie sich schliesst. Sollte die vielzitierte 'weiche Landung' der US-Konjunktur ohne weiteres Zutun von Alan Greenspan gelingen, gäbe es Spielraum für eine Verringerung des nach wie vor bestehenden Zinsdifferentials zwischen dem Dollar und dem Euro, was letzteren auf dem Devisenmarkt weiter beflügeln würde. Wenn jedoch die amerikanische Wirtschaft nahe an ihren Kapazitätsgrenzen operiert, wofür einiges spricht, dann kann ein nur leicht rückläufiges Wachstum der Binnennachfrage immer noch zu hoch sein, um die amerikanische Zentralbank vom verstärkten Druck auf das Bremspedal abzuhalten. Dieses Szenario bedeutet weiter steigende Dollarzinsen; und sofern sich die EZB von vorübergehenden Importpreiseffekten auf die europäischen Verbraucherpreise nicht nervös machen lässt, bedeutet es auch, dass sich die jüngste Erholung des Euro-Wechselkurses als jene Schwalbe erweisen könnte, die noch keinen Frühling gemacht hat.

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