

Falsche Zurückhaltung

Der rapide Dollar-Verfall wird zur Gefahr für die Euro-Wirtschaft. Die Europäische Zentralbank sollte deshalb mit Interventionen den Absturz stoppen **VON SEBASTIAN DULLIEN**

Fast täglich erreicht der Euro neue Rekordstände. 1,18 \$, 1,20 \$, zuletzt über 1,26 \$: Händlern und Analysten raubt das Tempo der Aufwertung den Atem. Erste Volkswirte warnen bereits, die unerwartete Euro-Stärke gefährde den Aufschwung. Auch bei der Europäischen Zentralbank (EZB) ist betontes Laissez-faire ersten verbalen Interventionen gewichen. Möglicherweise sei eine weitere Zinssenkung nötig, rumort es aus dem EZB-Rat.

Tatsächlich sollte die Notenbank schnell handeln. Dafür muss sie allerdings nicht unbedingt die Zinsen senken. Die bessere Alternative wäre derzeit eine Intervention am Devisenmarkt, wie sie der Würzburger Ökonom Peter Bofinger fordert und wie sie der Europa-Chefvolkswirt von Morgan Stanley, Joachim Fels, bei einer weiteren Aufwertung befürwortet.

Niveau von 1,25 Dollar noch erträglich

Die bisherige Euro-Aufwertung dürfte zwar alleine noch nicht ausreichen, um dem sich abzeichnenden Aufschwung in der Euro-Zone den Garaus zu machen. Vor ein paar Monaten hätte möglicherweise der Euro-Kurs von 1,25 \$ die Erholung abgewürgt, inzwischen hat allerdings die Euro-Wirtschaft – auch dank der rapide wachsenden Nachfrage aus den USA – genügend Fahrt erreicht, um dieses Wechselkursniveau zu verkraften.

Auch ist nicht genau zu beziffern, ab welcher Schwelle ein starker Euro die Wirtschaft zurück in die Stagnation drücken würde. Viel hängt davon ab, wie gut die Konjunktur läuft, wenn die entsprechende Marke erreicht wird. In einem robusten Aufschwung kann auch die exportabhängige deutsche Wirtschaft eine kräftige Aufwertung verkraften. Zwischen Februar 1985 und Dezember 1987 werteten die Vorgängerwährungen des Euro

von einem Kurs, der 68 Cent pro Euro entspräche, auf 1,26 \$ auf. Weil die Menschen in Deutschland aber weiter kräftig konsumierten und die Firmen weiter investierten, wurde das Wirtschaftswachstum nur gebremst. Es erreichte trotz allem Werte knapp unter zwei Prozent.

Von einem solchen durch die Inlandsnachfrage getragenen Aufschwung sind wir derzeit allerdings weit entfernt. Die Euro-Ökonomie befindet sich vielmehr nach drei Jahren der Quasi-Stagnation in der Frühphase einer Erholung. Die Konsumenten sind durch die hohe Arbeitslosigkeit verunsichert, die Finanzpolitik wirkt durch Einsparungen und Abgabenerhöhungen leicht restriktiv. Wie die Europäer in den vergangenen drei Jahren schmerzhaft lernen mussten, kann in einer einsetzenden Erholungsphase bereits ein einzelner Schock ausreichen, um den Aufschwung abzubrechen.

Aber auch wenn nicht genau zu sagen ist, ab wann die Euro-Stärke den europäischen Volkswirtschaften zum Verhängnis wird, ist schnelles Handeln angesagt. Es wäre grob fahrlässig von der EZB, die kritische Schwelle auszutesten. Nach drei Jahren ohne echtes Wachstum in der Euro-Zone, in denen nicht nur von einer Bankenkrise in Deutschland, sondern sogar von Deflationsgefahren in dem größten Euroland die Rede war, sollten die Notenbanker keinerlei Risiko eingehen.

Natürlich wäre auch eine Zinssenkung geeignet, die Wirtschaft anzukurbeln. Da allerdings niedrigere Zinsen nur mit Verzögerung wirken, die Euro-Aufwertung aber sehr zeitnah die Gewinnsituation der Exporteure belastet und damit deren Investitionsbereitschaft dämpft, wäre ein Zinsschritt nur die zweitbeste Option.

Angesichts des Tempos der Euro-Aufwertung stellt sich die Frage, ob nicht vor

allem ein Herdentrieb an den Märkten und die sich selbst nährenden Erwartung eines weiteren Kursverfalls der Grund für den beschleunigten Dollar-Absturz sind – wichtiger als das zugegebene enorme, aber lange bekannte US-Leistungsbilanzdefizit. Im Vergleich zu Anlagen im Euro-Raum haben US-Bonds und Aktien in den vergangenen zwei Monaten alleine durch die Wechselkursbewegung rund sieben Prozent an Wert verloren. Hat sich erst die Erwartung einer weiteren Abwertung – und damit eines neuen Wertverlusts der US-Anlagen – in ähnlicher Größenordnung festgesetzt, dann wird ein um einen viertel oder halben Prozentpunkt niedrigerer Geldmarktzins kaum Investoren verleiten, ihr Geld weiter in Dollar-Anlagen zu parken. Schnell kann es stattdessen zu einem Überschießen des Wechselkurses auf 1,40 \$ oder gar 1,50 \$ kommen.

EZB sollte Erwartungen stabilisieren

Sollte die Euro-Aufwertung nicht in den nächsten Tagen von selbst auslaufen – worauf wenig hindeutet –, dann sollte die EZB möglichst bald den Märkten mit ein paar gezielten Dollar-Käufen klar signalisieren, dass sie den unkontrollierten Absturz des Dollar nicht länger toleriert. Gefahren für die EZB wären mit einem solchen Schritt kaum verbunden. Anders als 2000, als es darum ging, den Euro zu stützen, bräuchten die Frankfurter Notenbanker nicht einmal die Unterstützung aus Washington: Während die Möglichkeit der Europäer, die eigene Währung zu stützen, durch ihre Dollar-Reserven begrenzt war, kann die EZB beliebig Euro drucken und auf den Markt werfen. Die Japaner und Chinesen haben längst vorgemacht, wie das funktioniert.