

# Der Euro – die Anfangseuphorie neigt sich ihrem Ende zu



*Von Dr. Martin Hüfner  
Chefökonom Aquila Investment AG  
Zürich*

Wer eine Geschichte der internationalen Währungspolitik seit dem Zweiten Weltkrieg schreibt, kommt um zwei Daten nicht herum: das eine ist 1972, das den Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems fester Wechselkurse und damit die Entstehung moderner Devisenmärkte markierte; das andere ist 1999, das mit dem Inkrafttreten der Europäischen Währungsunion mit einer neuen Währung, die Partner des US-Dollars wurde, ein multipolares Währungssystem einleitete. Vielleicht kann später einmal noch das Jahr 2005 hinzugefügt werden, als China erste Schritte auf dem internationalen Währungsparkett unternahm.

## **Zweifel beim Start**

Der Euro verlangt vor allem deshalb so viel Aufmerksamkeit, weil er ein Kunstprodukt ist, dem eigentlich niemand ernsthaft eine grössere Zukunft zugetraut hätte. Noch bis kurz vor der Schaffung der neuen europäischen Währung war der amerikanische Notenbankpräsident Alan Greenspan der Meinung, dies würde nicht gelingen.

Als der Euro dann doch aus der Taufe gehoben war, gab er ihm eine Chance von nur wenigen Jahren. Erst unter dem Eindruck des unerwarteten Erfolgs des Euros bekannte er, dass dies wohl eine Fehlprognose gewesen war.

Heute ist der Euro eine der meistgefragten Währungen der Welt. Zwischen 30 und 40% aller Transaktionen auf den internationalen Finanzmärkten werden inzwischen in Euro abgewickelt, verglichen mit etwas über 50% in US-Dollar. 25% der internationalen Währungsreserven der Zentralbanken werden in Euro gehalten; bei seiner Einführung waren es weniger als 15% gewesen. Im Handel mit Gütern und Dienstleistungen spielt der Euro eine etwas geringere Rolle, unter anderem, weil der gesamte Bereich der Rohstoffmärkte traditionell in Dollar und/oder Pfund Sterling abgewickelt wird.

Der Aufstieg des Euros mag manchen an die Zeit vor 100 Jahren erinnern, als der US-Dollar immer wichtiger wurde und die damals führende britische Währung am Ende fast ganz von der internationalen Bühne verdrängte. Solche Vergleiche sind jedoch abwegig. Der Euro ist zwar attraktiv. Er profitiert vom neuen Trend, dass internationale Investoren ihre Anlagen zur Verringerung der Risiken stärker diversifizieren wollen. Ihm kommt auch zugute, dass sich Anleger, vor allem im Nahen Osten, aus politischen Motiven vom Dollar trennen wollen. Auf Dauer sind diesen Tendenzen jedoch Grenzen gesetzt. Denn eine Währung hängt nicht nur von der wirtschaftlichen Stärke ab, sondern auch von der politischen Potenz. Hier aber sind die Amerikaner nicht zu schlagen.

## **Drei Pluspunkte**

Die Attraktivität des Euros beruht auf drei Elementen. Eines ist die Stabilität des Binnenwerts. Seit seiner Einführung beläuft sich die Inflation in der Eurozone trotz der zwischenzeitlichen Ölpreissteigerungen auf 2,1%. Das ist zwar mehr als das selbstgesetzte Ziel

der Europäer (nahe, aber unter 2%), aber deutlich weniger als die Geldentwertung, die beispielsweise Deutschland in den 50 Jahren der D-Mark hatte (3,5%). Bei der Einführung des Euro-Bargelds gab es vorübergehend Irritationen, die im deutschsprachigen Raum unter dem Begriff «Teuro» bekannt wurden.

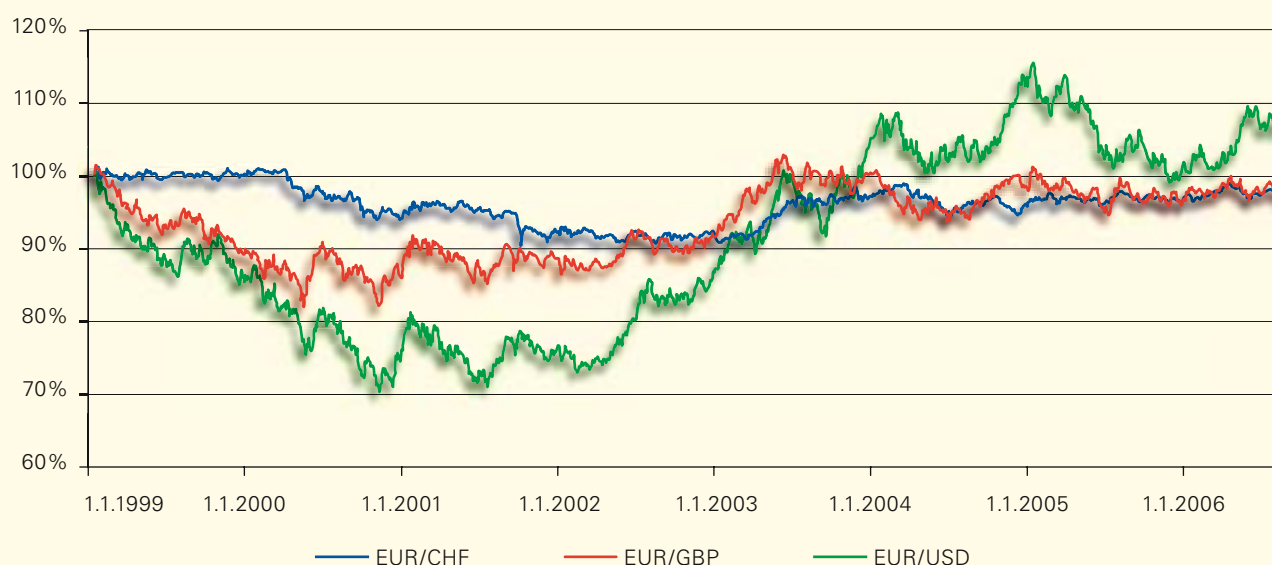
Das zweite Element ist der stabile Aussenwert. In den ersten zwei Jahren seiner Existenz war der Euro noch etwas schwach, weil die internationalen Finanzmärkte nicht so recht an einen Erfolg glaubten. Seither hat er sich jedoch deutlich aufgewertet. Im Herbst 2006 lag sein Aussenwert, gemessen am US-Dollar, rund 10% und, gemessen am Durchschnitt der Währungen der grösseren Handelspartner, 4% über dem Wert bei seiner Einführung.

Das dritte Plus des Euros ist die Europäische Zentralbank. Durch ihre klare stabilitätspolitische Grundhaltung, ihre Glaubwürdigkeit und ihre Sachkompetenz hat sie sich innerhalb kurzer Zeit ein hohes Renommee erarbeitet. Unter Fachleuten gilt sie mit ihrer Strategie heute als moderner als das amerikanische Federal Reserve Board. Schwächen zeigen sich bei der Kommunikation. Aber diese ist für alle Zentralbanken ein schwieriges Feld. Auch der neue amerikanische Notenbankpräsident Bernanke hat in diesem Bereich Probleme.

## **Eine Erfolgsgeschichte**

Insgesamt gesehen, gehört der Euro damit bisher zu den Erfolgsgeschichten der internationalen Währungspolitik. Aber wie geht es weiter? Gegenwärtig sprechen alle Fundamentalfaktoren für eine Schwächung des US-Dollars und eine weitere Aufwertung des Euros. Die Zinsdifferenz zwischen Amerika und Europa wird kleiner. Das gesamtwirtschaftliche Wachstum ist in Europa (3,5%) derzeit höher als in den Vereinigten Staaten (2,5%). Die USA weisen ein Leistungsbilanzdefizit von mehr als 800 Mrd. US\$ aus. Für inter-

## Der Euro vom Start bis heute



Die relative Wertentwicklung des Euros gegenüber dem Schweizer Franken, dem britischen Pfund und dem US-Dollar seit seiner offiziellen Einführung am 1. Januar 1999.

nationale Direktinvestitionen ist Europa attraktiver als die USA. Die europäischen Aktienmärkte sind niedriger bewertet. An sich müsste man daher davon ausgehen, dass sich der Euro weiter deutlich gegenüber dem Dollar aufwerten wird. Sicher wird diesbezüglich auch noch etwas geschehen.

Es gibt jedoch gute Gründe für die Annahme, dass die Bäume hier nicht in den Himmel wachsen. Zum einen wird das US-Leistungsbilanzdefizit nicht mehr zunehmen, weil die Amerikaner wegen des hohen Wachstums in Europa mehr in die EU exportieren. Zum anderen ist der Euro schon hoch bewertet. Sein Wert liegt deutlich über der langfristigen Kaufkraftparität. Eine weitere Aufwertung würde die europäische Exportwirtschaft schwächen und damit die Konjunktur belasten. Ferner ist zu bedenken, dass der Euro nach der Anfangseuphorie zunehmend in eine Phase der Normalisierung eintritt. Er wird erwachsen. Der Alltag beginnt. Es zeigen sich Schwächen, die vorher nicht in dem Masse gesehen oder nicht beachtet wurden. Das ist kein Fehler; denn Euphorie endet am Schluss häufig mit Enttäuschungen.

### Fortschreitende Normalisierung

Festzustellen ist die Normalisierung unter anderem daran, dass sich die strukturellen Umschichtungen von

Währungsreserven in den Euro ihrem Ende nähern. Wer Euros haben wollte, hat sie inzwischen gekauft. Jetzt werden zur Währungsdiversifizierung auch britische Pfund erworben. Zudem leidet Europa nach dem Scheitern der Ratifizierung des Verfassungsentwurfs unter politischen Schwierigkeiten. Es gibt auch Spannungen innerhalb der Währungsunion, seit einige Mitgliedsländer Leistungsbilanzdefizite auf-türmen. Der Fehlbetrag der Spanier ist beispielsweise – gemessen am Bruttoinlandsprodukt – nicht geringer als derjenige der USA.

Auch das Argument, der Euro könne Schuld an den strukturellen Wachstumsschwierigkeiten Europas haben, verstummt in der internationalen Diskussion nicht (obwohl diese These sicher nicht haltbar ist). In London spricht heute niemand mehr davon, der Europäischen Währungsunion beizutreten. In Mittel- und Osteuropa schwindet die Begeisterung für den Euro, weil die Menschen ähnliche Verteuerungen befürchten wie bei seiner Einführung.

Insgesamt wird die Luft für eine Euroaufwertung jenseits von Kursen von US\$ 1,30 bis 1,35 dünner. Bei diesem Stand wäre der Euro klar überbewertet. Der Widerstand der Europäer gegen weitere Aufwertungen würde wachsen. Dies würde langfristig orien-

tierten Anlegern neue Investitionschancen ausserhalb Europas eröffnen.

### Verhältnis zum Schweizer Franken

Auch im Verhältnis des Euros zum Schweizer Franken tritt Normalität ein. Bei der Einführung der neuen europäischen Währung befürchteten manche, dass es zu stärkeren Schwankungen des relativ kleinen Frankens innerhalb des grossen europäischen Währungsraums kommen könnte. Andere glaubten, dass der Franken zur Fluchtwährung der Europäer werden und sich daher stark aufwerten würde. Beides ist glücklicherweise nicht eingetroffen. Die Märkte haben sich inzwischen beruhigt. Vielmehr kam es zu einer ähnlichen Entwicklung, wie sie jahrzehntelang mit Erfolg zwischen dem österreichischen Schilling und der D-Mark praktiziert worden war: relativ geringe Schwankungen (ohne bedeutende Eingriffe der Notenbank) um einen insgesamt als nicht unvernünftig angesehenen Kurs.

Sicher sollte sich der Anleger nicht zu sehr auf eine solche Stabilisierung verlassen. Sie ist noch zu jung. Zudem kann es in einem derartigen Markt auch immer wieder Ausbrüche geben (was auch beim österreichischen Schilling der Fall war). Aber insgesamt wäre es für den Schweizer Anleger sicher keine schlechte Welt. ●