



## Wechselkursorgen der EZB

Dr. Martin W. Hüfner, Telefon +49 89 519966-150, martin.huefner@assenagon.com

- **Der Dollarkurs des Euros ist hoch, aber nach historischen Erfahrungen nicht zu hoch. Er ist kein Grund für geldpolitische Lockerungen seitens der EZB.**
- **Für die Zukunft gibt es kein klares Bild. Es gibt sowohl Argumente für als auch gegen eine weitere Aufwertung des Euros.**
- **Seien Sie vorsichtig mit Wechselkursprognosen. Sie sind so unzuverlässig wie wenig anderes in der Ökonomie.**

In Europa ist eine neue Angst aufgetaucht. Die EZB macht sich Sorgen, dass die Aufwertung des Euros zu stark werden könnte und die Genesung von der Eurokrise erschweren könnte. Sind die Befürchtungen gerechtfertigt?

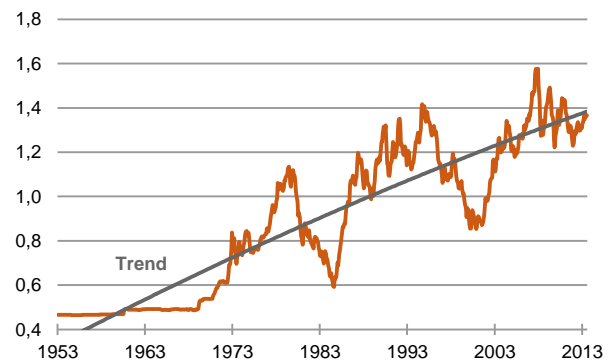
Für mich kam die Kritik an der Wechselkursentwicklung etwas überraschend. Tatsächlich liegt der Dollarkurs des Euro mit derzeit 1,37 Dollar je Euro nicht höher als zu Jahresbeginn. Nur kurzfristig war der Kurs einmal auf über USD 1,39 gesprungen. Das sind aber ganz normale Schwankungen. Der derzeitige Kurs entspricht fast genau dem Durchschnitt des Euro/Dollarkurses seit Beginn der Eurokrise 2010 (USD 1,36). Eine stärkere Aufwertung des Euros hat sich lediglich gegenüber dem japanischen Yen ergeben. Sie hat aber nichts mit dem Euro zu tun, sondern beruhte auf der gezielten Abwertungspolitik der Japaner (gegen die sich die Europäer nicht gewehrt haben).

Schaut man sich die langfristige Entwicklung an, so ist von einer Überbewertung des Euros ebenfalls nichts zu sehen (siehe Grafik). In den letzten 60 Jahren haben sich zuerst die D-Mark und dann der Euro im Trend gegenüber dem Dollar aufgewertet. Zeitweise schoss der Markt dabei über das Ziel hinaus. Danach folgten aber immer wieder Korrekturen. Im Augenblick liegt der Kurs in etwa auf dem Niveau der polynomischen Trendlinie.

Eine Überbewertung des Euros lässt sich ableiten von den Kaufkraftparitäten. Nach den Zahlen der OECD liegt die Kaufkraftparität Deutschlands gegenüber den USA bei derzeit 1,28 Dollar je Euro. So weit müsste sich der Dollar aus deutscher Sicht also aufwerten. Freilich sollte man der Zahl keine zu große Bedeutung zumessen. Für die anderen Eurostaaten sehen die Werte anders aus

(Frankreich zum Beispiel 1,18). Zudem kommt man bei unterschiedlichen Preisindizes zu verschiedenen Werten. Die Kaufkraftparität ist immer nur ein sehr grober Maßstab.

**Dollarkurs in den letzten 60 Jahren**  
Euro/Dollar, bis 1999 aus DM abgeleitet



Quelle: Bundesbank

Von der aktuellen Situation gibt es also keinen Anlass zur Aufregung. Die EZB hat keinen Grund, ihre Geldpolitik aus Wechselkursgründen zu lockern. Ich habe manchmal den Eindruck, dass die Wechselkurse derzeit als Vorwand genommen werden, um geldpolitische Maßnahmen, die man aus anderen Gründen befürwortet, zusätzlich zu begründen.

Ist vielleicht für die Zukunft eine stärkere Aufwertung des Euros zu erwarten, gegen die man sich wappnen müsste? Die Meinungen hierzu sind geteilt. Es gibt eine große Gruppe von Eurobären, die eine Abwertung des Euros erwarten. Sie haben dafür gute Gründe. Die langfristigen Zinsen in den USA sind deutlich höher als in Europa (gemessen an der Benchmark der Bundesanleihen). Bei den Leitzinsen wird es in den USA in jedem Fall früher nach oben gehen als in Europa. Das Wirtschaftswachstum ist in den USA höher. Es gibt noch Risiken bei der Überwindung der Eurokrise. Die Krim-Krise müsste eigentlich dem Dollar zugutekommen, da die US-Währung normalerweise als "sicherer Hafen" gilt. Insgesamt rechtfertigt das sicher einen Euro/Dollarkurs zum Jahresende eher bei USD 1,25 bis USD 1,30.

Umgekehrt weisen die Eurobullen auf die Fortschritte bei der Überwindung der Eurokrise hin. Es fließt viel Geld



aus den internationalen Finanzmärkten in die Aktien- und Bonds-Märkte der südeuropäischen Peripherieländer. Die USA haben nach wie vor ein hohes Leistungsbilanzdefizit, der Euroraum dagegen einen Überschuss. Die Geldmenge geht in Europa stärker zurück als in den USA. Aus all dem könnte man Eurokurse am Jahresende von USD 1,45 bis USD 1,50 ableiten.

Nach meinem Eindruck ist die Zahl der Eurobullen in den letzten Monaten etwas gestiegen. Man sollte dem aber nicht zu viel Gewicht zumessen. Wechselkurse sind so schwer vorherzusagen wie kaum etwas anderes in der Ökonomie. Es gibt so viele Einflussfaktoren, dass sie in kein Modell wirklich hineinpassen. Zudem ändern sich die Gewichte, die der Markt den einzelnen Faktoren zumisst, je nachdem welche "Geschichte" der Devisenmarkt gerade "spielt". Mal schaut der Markt auf die Zinsdifferenzen, mal nicht. Im Augenblick beeindruckt die Fortschritte in den Peripherieländern die Märkte. Das kann aber schnell wieder überlagert werden, zum Beispiel von den weltpolitischen Spannungen im Konflikt um die Ukraine.

Es macht unter diesen Umständen keinen Sinn, sich längerfristig auf eine Dollarprognose festzulegen. Damit wird eine Sicherheit suggeriert, die es nicht gibt. Wir sollten bei der Prognose von Wechselkursen generell etwas bescheidener sein. Keine der großen Schwankungen des Euro/Dollarkurses sind meines Wissens in der Vergangenheit richtig prognostiziert worden. Was aber wichtig und erfreulich ist: Wenn man sich die Wechselkurschwankungen in den letzten Jahren anschaut, so sind sie seit Einführung des Euros insgesamt etwas geringer geworden.

#### **Für den Anleger**

Zwei Punkte: Erstens, nehmen Sie die Diskussion in der EZB über die Wechselkurse nicht zu ernst. Der gegenwärtige Euro/Dollarkurs ist objektiv gesehen auch für die Geldpolitik kein Grund zur Beunruhigung. Zweitens: Seien Sie bei Wechselkursprognosen vorsichtig. Es mag zwar Leute geben, die einen "guten Riecher" für die Devisenmärkte haben und dort viel Geld verdienen. Für den normalen Anleger ist das Risiko hoch sich die Hände zu verbrennen.

**Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com). Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).**

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

#### **Rechtliche Hinweise**

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon Schweiz GmbH, Assenagon Client Service GmbH, München und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen weder an Staatsbürger aus Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika und sind auch nicht als solche konzipiert.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung.

Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.