

Euro | 19.06.2014 | Lesezeit 4 Min.

## Das Trilemma der EZB

*Als der Eurokurs vor kurzem über 1,40 Dollar zu steigen drohte, wurde lauthals gefordert, die Europäische Zentralbank (EZB) solle den Euro durch Interventionen auf dem Devisenmarkt schwächen, um so vor allem Europas Exportgeschäfte zu schützen. Doch der Preis dafür wäre hoch - zu hoch.*

---

Wenn ein 10.000-Euro-Auto aus der EU in den USA verkauft werden soll und der Euro-Wechselkurs von 1,30 Dollar auf 1,40 Dollar steigt, dann verteuert sich - sofern der Händler den Effekt voll an den Kunden weitergibt - der Wagen um 1.000 Dollar. Also würde es sich ein Amerikaner zweimal überlegen, ob er dieses Auto kauft. Für die ohnehin angeschlagenen Euroländer aber wären bröckelnde Exporte fatal. Das ist der Hintergrund für die Forderung - nicht nur, aber vor allem aus Frankreich -, die EZB solle etwas gegen den starken Euro tun, indem sie quasi mit frisch gedrucktem Geld Dollar kauft und so den Wechselkurs auf dem Devisenmarkt drückt. Doch diese Strategie würde große Risiken bergen:

1. **Gefahr eines Währungskriegs.** Ein schwächerer Euro würde zwar die Exportgüter der Eurozone auf dem Weltmarkt verbilligen und damit - zumindest theoretisch - einen größeren Teil der globalen Nachfrage in die Euroländer lenken. Das aber wird den USA, Japan und China - um nur die größten Konkurrenten zu nennen - nicht gefallen. Also könnten es deren Zentralbanken der EZB gleichtun und versuchen, auch ihre Währungen durch Interventionen abzuwerten. Ist dieser Prozess einmal in Gang gekommen, entsteht leicht eine Abwertungsspirale, die durchaus als Währungskrieg bezeichnet werden muss.
1. **Falsche Diagnose.** Einfache Frage: Ist der Euro-Wechselkurs tatsächlich überhöht? Schwierige Antwort: Es gibt keine wasserdichte Methode, um den „richtigen“ Wechselkurs zu bestimmen. Was es aber gibt, sind handfeste Indizien wie die Handels- und Leistungsbilanz. Denn wenn ein Land deutlich mehr

importiert als exportiert, also ein großes Handels- und Leistungsbilanzdefizit hat, spricht einiges für eine Abwertung seiner Währung, um so die Importe zu verteuern und die Exporte billiger zu machen.

Die Eurozone als Ganzes hat jedoch keine Defizite, sondern steigende Überschüsse (Grafik):

## Euroraum: Überschüsse steigen

Leistungsbilanzsaldo gegenüber allen anderen Ländern  
in Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Quelle: Eurostat

 Institut der deutschen  
Wirtschaft Köln

Leistungsbilanzsaldo 2013 der Euroländer  
gegenüber allen anderen Ländern

	in Milliarden Euro	in Prozent des BIP
Niederlande	62,6	10,4
<b>Deutschland</b>	<b>206,0</b>	<b>7,5</b>
Irland	10,9	6,6
Slowenien	2,2	6,3
Luxemburg	2,4	5,2
Österreich	8,4	2,7
Slowakei	1,5	2,1
Malta	0,1	1,4
Italien	15,8	1,0
Spanien	8,0	0,8
Griechenland	1,4	0,7
Portugal	0,9	0,5
Lettland	-0,2	-0,8
Estland	-0,2	-1,0
Finnland	-2,1	-1,1
Frankreich	-27,7	-1,3
Belgien	-6,0	-1,6
Zypern	-0,3	-1,9
<b>Euroraum</b>	<b>283,5</b>	<b>2,4</b>

© 2014 IW Medien · iwd 25

Der Leistungsbilanzüberschuss der Eurozone ist von  
1,4 Prozent im Jahr 2012 auf 2,4 Prozent im

vergangenen Jahr gewachsen.

---

Setzt sich dieser Trend fort, könnte das zu einer weiteren Euro-Aufwertung führen – genau deshalb sehen die Befürworter von Devisenmarktinterventionen den Eurozonen-Überschuss kritisch. Dabei richten sie ihren Blick vor allem auf Deutschland und die Niederlande, denn diese beiden Länder zeichnen zusammen für fast 95 Prozent des Leistungsbilanzüberschusses im Euroraum verantwortlich.

Dass allein Deutschland fast drei Viertel des gesamten Überschusses von annähernd 284 Milliarden Euro (2013) erwirtschaftet, hat allerdings weniger mit dem Euro-Wechselkurs zu tun, sondern ist in erster Linie das Ergebnis von Marktkräften, industrieller Spezialisierung und dem hohen Ansehen deutscher Produkte.

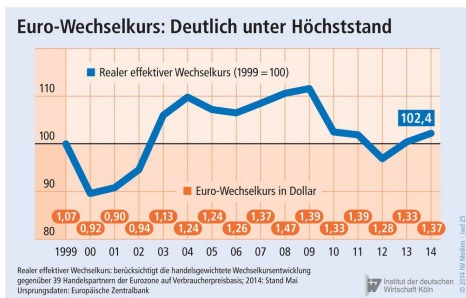
Wer eine weitere Aufwertung des Euro fürchtet, übersieht zudem, dass die Finanzströme im Handel meist kleiner sind als die eigenständigen Kapitalströme – die deshalb einen stärkeren Einfluss auf den Wechselkurs haben. Das Kapital folgt dabei meist dem Wachstum und den Zinsen – und beides ist gegenwärtig in den USA höher als in Europa. Deshalb sehen Experten den Euro eher ab- als aufwerten:

---

Laut Consensus Forecast dürfte der Wechselkurs für den Euro im Jahr 2015 auf unter 1,30 Dollar fallen.

---

Ein weiterer Maßstab für den „richtigen“ Wechselkurs ist der langfristige Vergleich – und der ist eindeutig (Grafik):




---

Mit 1,37 Dollar ist der Euro-Wechselkurs derzeit in etwa so hoch wie im Durchschnitt der vergangenen sieben Jahre.

---

Berücksichtigt man die Wechselkursentwicklung gegenüber den 39 wichtigsten Handelspartnern der Eurozone, liegt der reale effektive Wechselkurs, der auch die Verbraucherpreise einbezieht, sogar leicht unter dem langjährigen Durchschnitt.

- 1. Gefahr für Autonomie der EZB.** Die EZB steht bei ihrer Währungspolitik vor einem Trilemma, denn sie kann immer nur zwei von drei Zielen erreichen:

geldpolitische Autonomie, einen verlässlichen Wechselkurs und freien Kapitalverkehr.

Fakt ist: Die Eurozone hat sich entschieden, auf einen flexiblen – statt festen – Wechselkurs zu setzen, um der EZB möglichst große Autonomie zu lassen und freien Kapitalverkehr zu ermöglichen. Würde die EZB aber intervenieren, um einen bestimmten – mehr oder weniger festen – Wechselkurs zu erreichen, und gleichzeitig freien Kapitalverkehr zulassen, würde sie ihre geldpolitische Autonomie gefährden.

Die unerwünschten Folgen zeigt ein Beispiel: Stünde der Euro unter Aufwertungsdruck gegenüber dem Dollar, wäre also die Euro-Nachfrage höher als das Angebot, müsste die EZB bei einem festen Wechselkurs das fehlende Angebot ausgleichen, indem sie Euro auf den Markt bringt, also Dollar kauft. Im Zweifel müsste die EZB also gegen ihren Willen eine expansive Geldpolitik verfolgen und unerwünschte Inflationsrisiken in Kauf nehmen.

Deshalb führt der Vorschlag Frankreichs, die Euro-Finanzminister sollten der EZB eine „allgemeine Orientierung für die Wechselkurspolitik“ vorgeben, in die Irre. Der Euro und damit die Inflationsbekämpfung dürfen nicht zum Spielball politischer Interessen werden.

### **Kernaussagen in Kürze:**

- Als der Eurokurs vor kurzem über 1,40 Dollar zu steigen drohte, wurde lauthals gefordert, die Europäische Zentralbank (EZB) solle den Euro durch Interventionen auf dem Devisenmarkt schwächen, um so vor allem Europas Exportgeschäfte zu schützen.
- Der Leistungsbilanzüberschuss der Eurozone ist von 1,4 Prozent im Jahr 2012 auf 2,4 Prozent im vergangenen Jahr gewachsen.
- Laut Consensus Forecast dürfte der Wechselkurs für den Euro im Jahr 2015 auf unter 1,30 Dollar fallen.