

# Der Euro - eine unsichere Währung

18.04.2017 | Prof. Dr. Thorsten Polleit

Die Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 hat im Euroraum tiefe Spuren hinterlassen: Sie markiert keine konjunkturelle Delle, sondern vielmehr eine unwiderrufliche Kapitalvernichtung. Beispielsweise gab es eine ganze Reihe von Unternehmen, die pleitegegangen sind beziehungsweise deren Geschäftsmodelle dauerhaft an Wert verloren haben. Das lässt sich beispielsweise an den Börsenkursen ablesen.

**Euroraum-Aktienkurse deutlich abgesunken**

S&P 500 und Euro Stoxx 50<sup>1)</sup>



Quelle: Thomson Financial. 1) Januar 1999 = 1

Der Euro Stoxx 50 Aktienmarktindex befindet sich im April 2017 nur wenig höher als noch zu Beginn der Euroeinführung im Januar 1999. Der amerikanische S&P 500 Aktienmarktindex hingegen hat sich im Gesamtzeitraum fast verdoppelt. Seit etwa Anfang 2009 haben sich die Aktienindizes ganz deutlich voneinander abgekoppelt - zu Gunsten der amerikanischen Aktien.

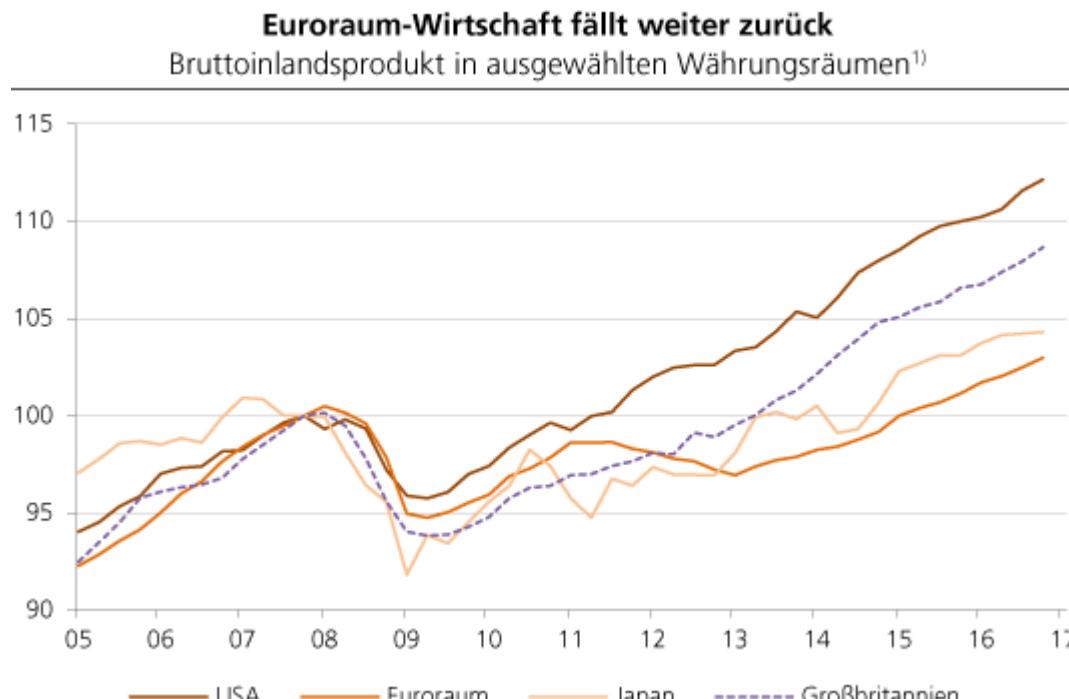
Die Produktionsleistung im Euroraum ist nicht nur im Zuge der Krise - wie übrigens in anderen Währungsräumen auch - merklich abgesunken. Sie hat sich auch verlangsamt. Die wirtschaftliche Dynamik im Euroraum ist mittlerweile sogar hinter Japan zurückgefallen. Vor allem aber liegt die Wachstumsrate des Euroraums nunmehr deutlich unter der in den USA und Großbritannien.

## Zur Bestimmung der Wechselkurse

Es gibt eine ganze Reihe von Theorien, um den Wechselkurs zwischen zwei Ländern zu erklären. Die "Kaufkraftparitätentheorie" besagt beispielsweise, dass steigende Güterpreise in einem Land (Preisinflation) die Währung abwerten lassen. Die "Zinsparitätentheorie" besagt, dass der Wechselkurs einer Währung aufwertet (abwertet), wenn der heimische Zins gegenüber dem Auslandszins steigt (fällt). Zudem gibt es Ansätze, den Wechselkurs durch Finanzströme beziehungsweise Finanz-Portfolioüberlegungen zu erklären.

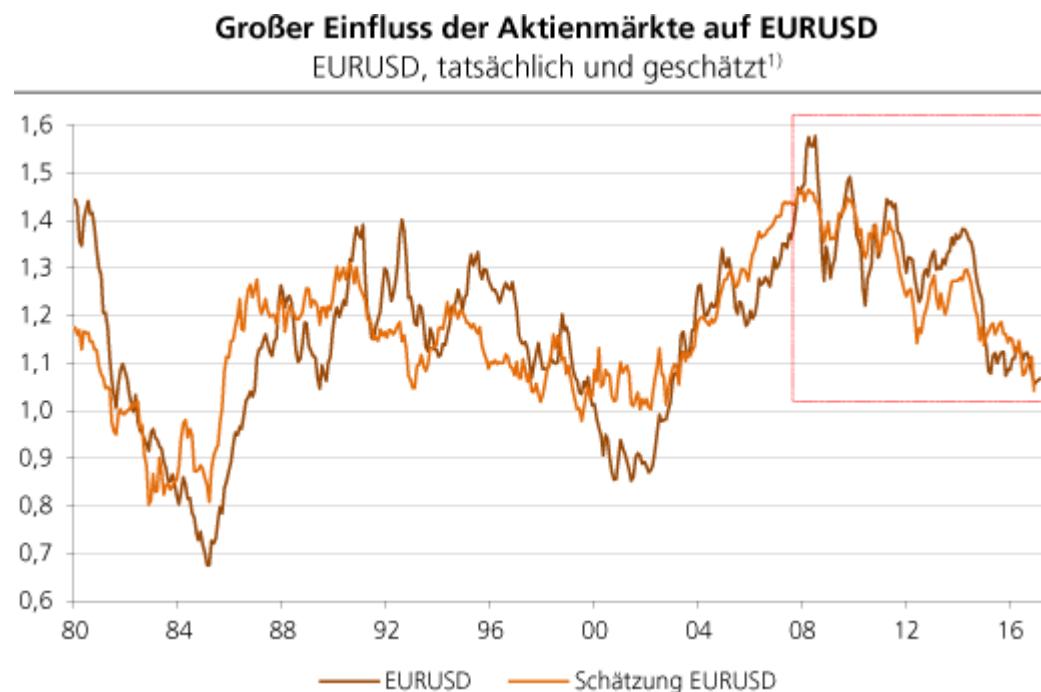
Alle diese (und weitere) Erklärungsversuche sind jedoch mehr oder weniger unvollständig. Denn der Wechselkurs einer Währung beruht stets auf den Erwartungen, die die Marktakteure zu einem bestimmten Zeitpunkt mit Blick auf zum Beispiel Preise und Zinsen haben. Diese Erwartungen lassen sich in der Regel aber nicht messen, und rückblickend ist nicht gesichert (ja vielmehr wahrscheinlich), dass sich die Erwartungen auch mit dem tatsächlichen Eintreten der Geschehnisse decken. So gesehen sind alle

*Erklärungsversuche der Wechselkurse mit mehr oder weniger großer Unsicherheit behaftet.*



Quelle: Thomson Financial. 1) Serien sind indexiert (Q3 2007 = 100)

Aus ökonomischer Sicht spricht viel dafür, dass der Rückgang der Wirtschaftsleistung eines Landes im Vergleich zu anderen Ländern mit einem Rückgang des Außenwertes der Währung verbunden ist. Der Grund: Nachlassendes Wirtschaftswachstum geht in der Regel mit nachlassenden Kapitalrenditen einher - und das verursacht ein Nachlassen des Zustroms von Auslandskapital oder ermuntert inländische Sparer, ihr Kapital im Ausland anzulegen. Der Euro hat gegenüber dem US-Dollar seit Ausbruch der Krise deutlich abgewertet (siehe nachstehende Grafik).

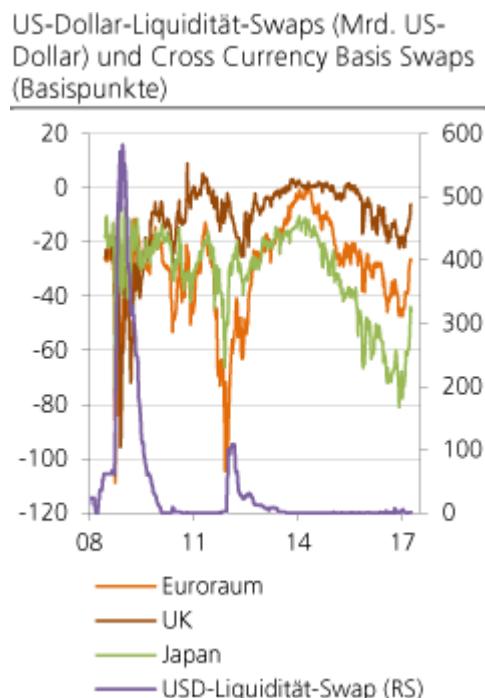


Quelle: Thomson Financial. 1) Auf Basis der Aktienmärkte und Konsumentenpreise

Anhand von ökonomischen Daten lässt sich diese Entwicklung nachzeichnen: Auf Basis der relativen Preisentwicklung in den USA und dem Euroraum sowie der relativen Aktienkursentwicklung in diesen beiden Währungsräumen beträgt der "gleichgewichtige" EURUSD-Wechselkurs derzeit etwa 1,04. Das ist (auch wenn ein recht hoher Schätzfehler besteht) recht nahe dran am aktuellen Kurs von 1,06. Wie aber geht es weiter mit dem Euro-Wechselkurs?

*"Die Vermehrung der Geld- und Kreditmenge hat ... auf kurze Sicht eine Besserung, sogar einen Aufschwung der Wirtschaft zur Folge; in weiterer Sicht aber steht der Zusammenbruch. Es ist also kurzsichtig, an den Segen der Geldvermehrung zu glauben." - Fritz Machlup, 1934, S. 140*

### **"Stress" auf den internationalen Kreditmärkten hat abgenommen**



*Quelle: Thomson Financial*

Die US-Zentralbank bietet sogenannte "Liquidität-Swaps" an: Sie stellt bei Bedarf jeder anderen großen Zentralbank der Welt US-Dollar zur Verfügung, die diese dann an ihre heimischen Banken weiterverleihen können. Das hat dazu geführt, dass die Kreditausfallsorgen auf den internationalen Kreditmärkten, auf denen sich Banken verschulden, eingedämmt wurden:

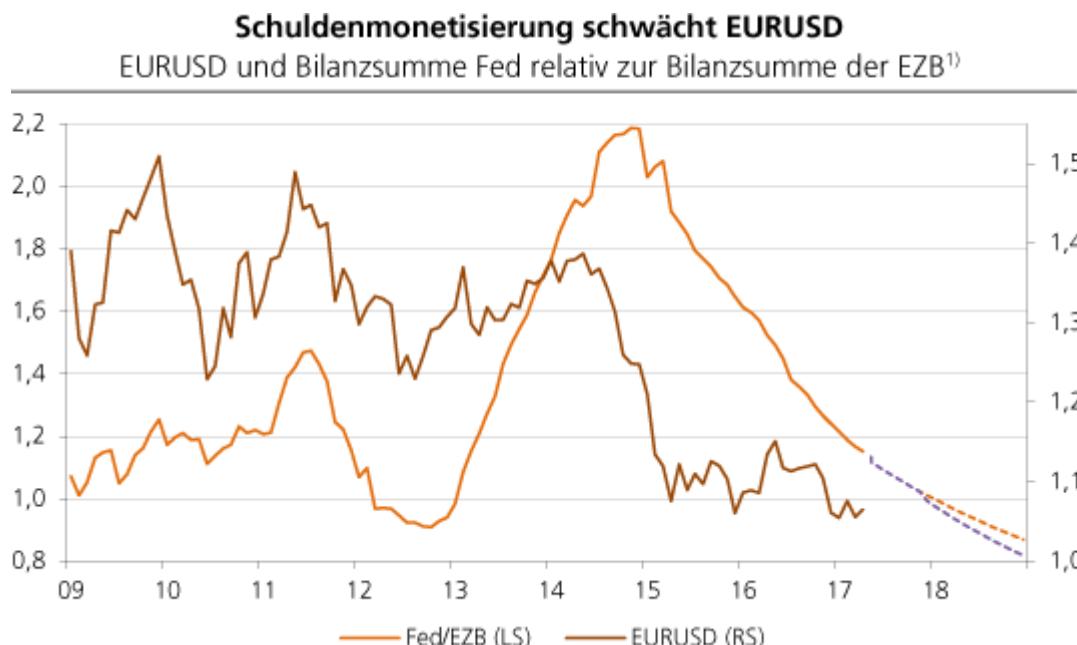
Investoren rechnen damit, dass die Zentralbanken keine systemrelevante Bank zahlungsunfähig werden lassen. Das zeigt sich in der Entwicklung der sogenannten "Cross Currency Basis Swaps". Sie zeigen, vereinfachend gesprochen, den Finanzierungskostenzuschlag, den Kreditnehmer bei unterschiedlichen Finanzierungsformen zu bezahlen haben. Läuft der Cross Currency Basis Swap in den Negativbereich, so zeigt das "Stress" in den Kreditmärkten an. Seit November 2016 bilden sich die Cross Currency Basis Swap-Sätze für Euro, japanischem Yen und britischem Pfund gegenüber dem US-Dollar wieder deutlich zurück.

Diese Entwicklung signalisiert, dass die Marktakteure von einer Entspannung auf den Kreditmärkten (von schwindenden Kreditausfallrisiken) ausgehen. Das aber ist - wie bereits gesagt - alles andere als eine "natürliche Entwicklung". Mit ihrem massiven Eingreifen haben die Zentralbanken zwar die Kreditausfallsorgen aus den Märkten erfolgreich vertrieben. Das jedoch zu dem Preis, dass die Marktzinsen nicht mehr die wahren Kreditkosten anzeigen. Das wiederum sorgt für Kapitalfehlleitungen - die absehbar zu neuerlichen Krisen führen werden.

### **Schuldenmonetisierung**

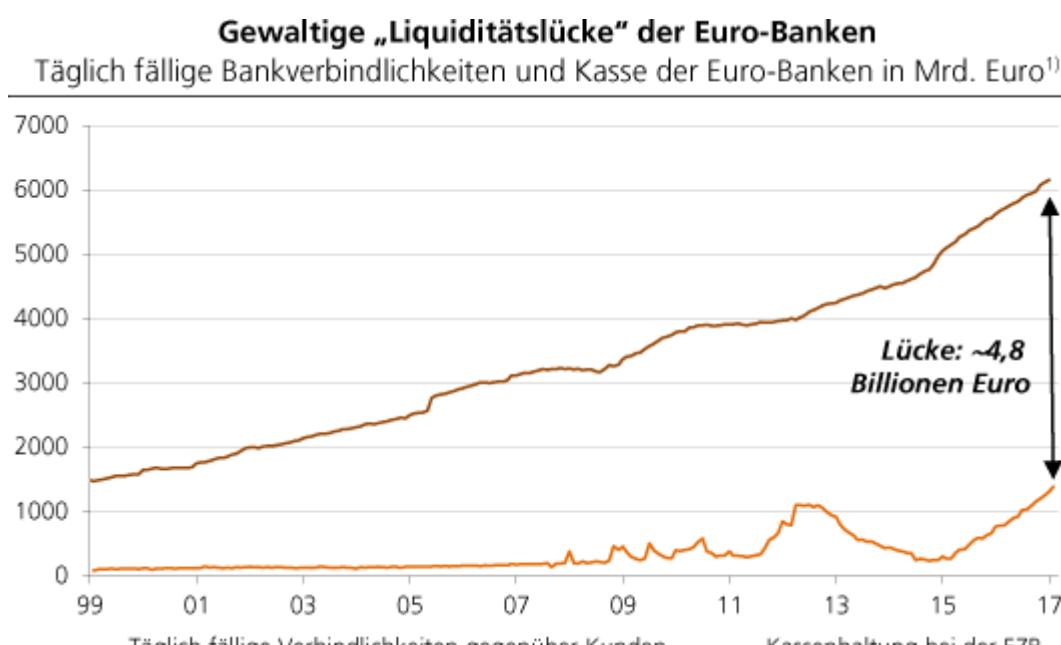
Der Wechselkurs ist eine Größe, in der sich die Erwartungen der Finanzmarktakteure über künftige Entwicklungen niederschlagen. Daher ist davon auszugehen, dass zum Beispiel die eingetrübten

Wachstumsaussichten im Euroraum relativ zu den Vereinigten Staaten von Amerika bereits im Wechselkurs abgebildet sind.



Quelle: Thomson Financial. 1) Die gepunkteten Linien zeigen zwei Szenarien. Orange gepunktet: EZB kauft monatlich für 60 Mrd. Euro Schuldpapiere, Fed-Bilanz bleibt konstant (Stand März 2017). Lila gepunktete Linie: EZB erhöht Anleihekäufe Anfang 2018 auf 80 Mrd. Euro, Fed-Bilanz bleibt konstant (Stand März 2017).

Eine weitere bedeutende Rolle bei der Wechselkursbestimmung sind die erwarteten Zentralbankpolitiken. Die US-Zentralbank (Fed) hat bereits im Oktober 2014 ihr Anleihekaufprogramm beendet. Die EZB hingegen kauft weiterhin (seit März 2015) Euro-Schuldpapiere auf und bezahlt die Käufe mit neu geschaffenen Euro. Die Käufe sollen mindestens bis Dezember 2017 laufen.



Quelle: Thomson Financial

Die wichtige Frage, die sich an dieser Stelle stellt, lautet: Welche Erwartung haben die Finanzmärkte

bezüglich des Umfanges der Anleihekäufe? Eine eindeutige Antwort auf diese Frage lässt sich leider nicht geben: Die Erwartungen der Marktakteure lassen sich nicht direkt beobachten beziehungsweise aus dem Wechselkurs direkt ablesen. Allerdings scheinen drei Faktoren bedeutsam zu sein, die künftig den Euro-Außenwert weiter belasten könnten:

- (1) Das Ausmaß der EZB-Anleiheankäufe wird unterschätzt. - Der Euro-Bankensektor hat eine "Liquiditätslücke" von etwa 4,8 Billionen Euro.(1) Sie kann geschlossen werden, indem die EZB entsprechende Schuldverschreibungen kauft und mit neu geschaffenen Euro bezahlt. Das (teilweise) Schließen der Liquiditätslücke dürfte eine Ausweitung der (Basis-)Geldmenge nach sich ziehen, die über die bislang erwartete hinausgeht - und damit für eine Entwertung des Euro nach innen und außen sorgt.
- (2) Das Risiko, das der Euroraum auseinanderbricht, wird unterschätzt. - Der Euro unterliegt dem Risiko des Auseinanderbrechens. In vielen Euro-Teilnehmerländern macht sich Ernüchterung breit: Die Wohlfahrtseffekte, die man sich vom Euro erhofft hat, sind ausgeblieben, beziehungsweise das Gegenteil ist eingetreten. Der Wunsch nach einer einheitlichen Wirtschafts- und Finanzpolitik, zentral aus Brüssel gesteuert, ist längst verpufft - und damit ist die Geschäftsgrundlage des Euro ernsthaft in Frage gestellt. Künftige Austritte einzelner Länder sind wahrscheinlich(er) geworden.
- (3) Die Gefahr des "Bail in" wird unterschätzt. - Die Finanzmärkte sind derzeit zuversichtlich, dass es zu keinen Schuldenschnitten auf breiter Front kommen wird. Doch die Wahrscheinlichkeit, dass es zu Einstellungen von Zahlungen von Seiten der Staaten und Banken kommen kann (und wird), ist alles andere als null Prozent. Vielmehr ist zu vermuten, dass das Einstellen von Zahlungsverpflichtungen mit zu den Maßnahmen zählen wird, um das Euro-Schuldenproblem zu "lösen".

Während durch (1) dem Euro-Anleger Kaufkraftverluste seiner Ersparnisse entstehen, erleidet er durch (2) Zahlungsausfälle, die entstehen, wenn Länder aus dem Euro austreten und ihre ausstehenden Verbindlichkeiten (Bankeinlagen und Schuldverschreibungen) in eine neue heimische Währung umstellen. Durch (3) entstehen dem Euro-Anleger Verluste, selbst wenn die Einheitswährung erhalten bleibt.

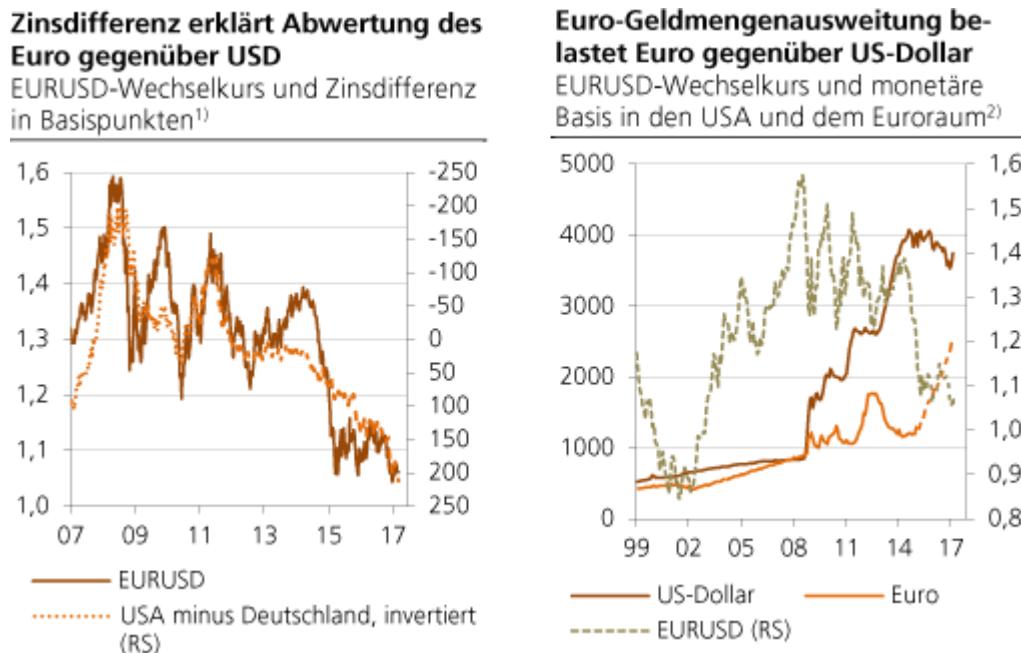


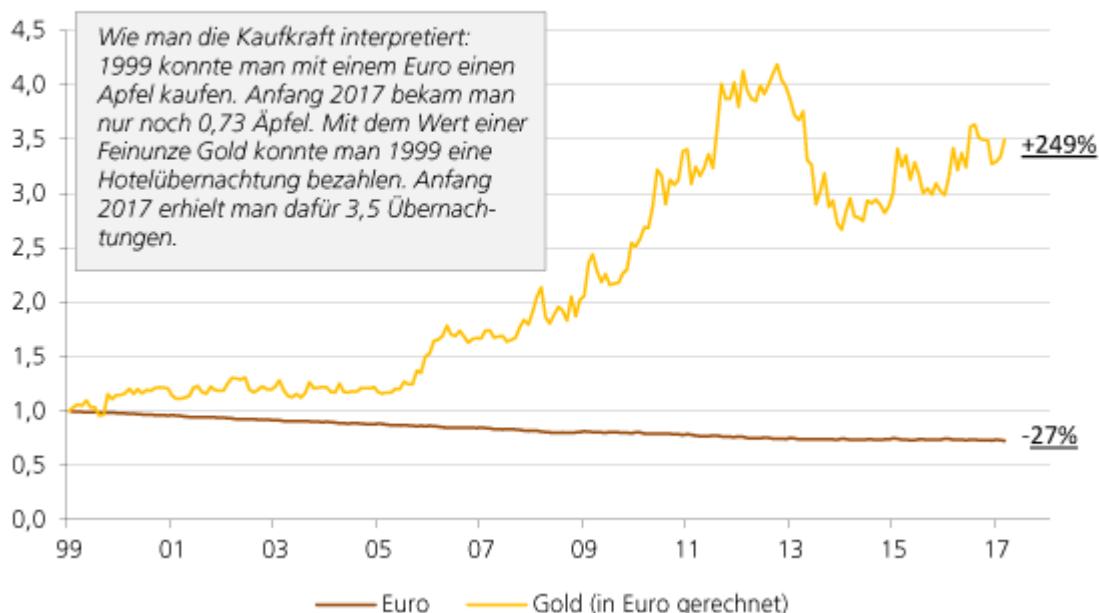
Abbildung links: Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen. 1) 10-Jahresrendite USA minus Deutschland

Abbildung rechts: Quelle: Thomson Financial. 2) USA in Mrd. US-Dollar, Euroraum in Mrd. Euro

## Gold im Portfolio

Für Euro-Anleger stellt sich nach wie vor die dringende Frage, wie mit den oben genannten Risiken umzugehen ist. Eine Möglichkeit ist das Eintauschen von Bankeinlagen und kurzlaufenden Schuldverschreibungen - die keine Nominalverzinsung mehr haben beziehungsweise die nach Abzug der Inflation Verluste bringen - in Gold. Das gelbe Metall bietet angesichts der absehbaren politischen Entschuldungsmanövern einen Schutz: Die Kaufkraft des Goldes kann nicht durch eine willkürliche Geldmengenvermehrung herabgesetzt werden, und das Gold trägt auch kein Zahlungsausfallrisiko. So gesehen ist es der überlegene Konkurrent gegenüber den Euro-Ersparnissen, die in liquider Form mittel- bis langfristig gehalten werden.

## Langfristig bewahrt Gold seine Kaufkraft Kaufkraft des Euro und einer Feinunze Gold<sup>1)</sup>



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnung. 1) 1 dividiert durch die Konsumentenpreise, Beginn Januar 1999

*"Die beiden Edelmetalle Gold und Silber sind seit Jahrtausenden die wichtigsten Geldstoffe der Kulturländer. ... [W]enn auch die neuere Entwicklung in der Papierwährung ein Geldsystem hervorgebracht hat, das von der metallischen Grundlage gänzlich losgelöst erscheint, so gilt doch dieses Geldsystem in der allgemeinen Anschauung als krankhafter Zustand des Geldwesens, dessen möglichst rasche Beseitigung stets von allen Staaten, die durch politische oder wirtschaftliche Krisen in die Papierwirtschaft geraten waren, angestrebt wurde." - Karl Helfferich, Das Geld, 1923, S. 80.*

### Zusammenfassung

- Im Zuge der Euro-Krise 2008/2009 hat die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Euroraums stark nachgelassen, ...
- ... und das scheint auch zu erklären, warum der Euro seit 2008 bis heute um etwa 50 Prozent gegenüber dem US-Dollar abgewertet hat.
- Es zeigen sich zudem Entwicklungen, die für eine weitere Abschwächung des Euro nach außen und innen sorgen können.
- Hierzu zählt vor allem die fortgesetzte Schuldenmonetisierung, um den Euro-Bankensektor zahlungsfähig zu halten.
- Für Anleger aus dem Euroraum ist und bleibt das Gold - im Vergleich zum Euro - die verlässlichere Währung.

© Prof. Dr. Thorsten Polleit

Quelle: Auszug aus dem Marktreport der [Degussa Goldhandel GmbH](#)

(1) Siehe hier den Degussa Marktreport "Die 4.760.000.000.000 Euro Lücke", 11. September 2015.

Dieser Artikel stammt von [GoldSeiten.de](#)

Die URL für diesen Artikel lautet:

<https://www.goldseiten.de/artikel/327519-Der-Euro--eine-unsichere-Waehrung.html>

Für den Inhalt des Beitrages ist allein der Autor verantwortlich bzw. die aufgeführte Quelle. Bild- oder Filmrechte liegen beim Autor/Quelle bzw. bei der vom ihm benannten Quelle. Bei Übersetzungen können Fehler nicht ausgeschlossen werden. Der vertretene Standpunkt eines Autors spiegelt generell nicht die Meinung des Webseiten-Betreibers wieder. Mittels der Veröffentlichung will dieser lediglich ein pluralistisches Meinungsbild darstellen. Direkte oder indirekte Aussagen in einem Beitrag stellen keinerlei Aufforderung zum Kauf-/Verkauf von Wertpapieren dar. Wir wehren uns gegen jede Form von Hass, Diskriminierung und Verletzung der Menschenwürde. Beachten Sie bitte auch unsere [AGB/Disclaimer!](#)

---

Die Reproduktion, Modifikation oder Verwendung der Inhalte ganz oder teilweise ohne schriftliche Genehmigung ist untersagt!  
Alle Angaben ohne Gewähr! Copyright © by GoldSeiten.de 1999-2025. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).