

Ist der Euro überbewertet?

2. August 2017

- › Die Sorgen nehmen zu, dass die Euro-Aufwertung der letzten Monate die Wirtschaft überfordern und den Börsen schaden könnte.
- › Sowohl die Kaufkraftvergleiche als auch historische Parallelen belegen, dass die Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar nach wie vor unterbewertet ist.
- › Die Schweiz hat gezeigt, wie ein starker Wechselkurs als "Produktivitätspeitsche" für die Unternehmen wirken kann.

In den letzten Wochen hat sich der Euro auf den Devisenmärkten kräftig aufgewertet. Jetzt liegt er bei 1,18 Euro je US-Dollar, vor sechs Wochen waren es noch 1,11, am Beginn des Jahres sogar nur 1,04. Das entspricht einer Aufwertung von über 13 % in gerade einmal sieben Monaten. So etwas fällt schon ins Gewicht.

Es ist verständlich, dass da Sorgen über die Auswirkungen des schwachen Dollars aufkommen. Der Börse hat es in den letzten Tagen die Stimmung vermiest. Realwirtschaftlich ist bisher aber von schädlichen Effekten noch nichts zu erkennen. Die Konjunktur in Europa und in Deutschland läuft nach wie vor hervorragend. Erst in der letzten Woche hat der Internationale Währungsfonds seine Wachstumsprognosen noch einmal nach oben revidiert. Aber das kann sich schnell ändern. Müssen wir hier bei einer stärkeren Aufwertung etwas befürchten?

Grundsätzlich ja. Es gibt eine grobe Daumenregel, nach der eine Aufwertung des US-Dollars um 10 % das Wachstum in Deutschland um einen Prozentpunkt verringert. Das ist nicht wenig. Freilich kommt es dazu nicht sofort, sondern erst nach mehreren Jahren. Zudem muss der US-Dollar über diese Zeit so schwach bleiben.

ZURÜCK AUF ANFANG

Euro/US-Dollar, monatlich



Quelle: Bundesbank

Aktuell bin ich noch nicht besorgt. Das derzeitige Niveau des Euros/US-Dollars ist, wie immer man es auch betrachtet, noch sehr niedrig. Nehmen wir die Kaufkraftparität: Nach den Berechnungen der OECD müsste ein angemessener Euro/US-Dollarkurs gemessen an den Verbraucher-

preisdifferenzen bei 1,33 liegen. Die britische Zeitschrift "Economist" macht ähnliche Berechnungen anhand der Preise für Big Macs in verschiedenen Ländern. Danach müsste der Gleichgewichtskurs des Euros 1,35 sein. Der Euro wäre damit um 15 % unterbewertet.

Historisch gesehen liegt der Euro/US-Dollarkurs heute fast genau auf dem Niveau von Anfang 1999, der Zeit also, als die Europäische Währungsunion gegründet wurde. Dazwischen ist der Kurs zeitweise auf 0,8 gefallen und dann wieder auf 1,6 gestiegen. Jetzt hat er wieder die Mitte erreicht (siehe Grafik). Auch da ist keine Übertreibung erkennbar.

»Ein bisschen mehr Druck vom Wechselkurs auf die Produktivität würde der Wirtschaft insgesamt in Deutschland und Europa nicht schaden.«

Wenn man noch weiter zurückgeht, so kann man die gegenwärtigen Kurse mit den Tiefkursen Mitte der 80er vergleichen. Das war eine Zeit, in denen die Währungspolitiker nur eines im Sinn hatten, nämlich den Dollar wieder zu schwächen und die D-Mark zu stärken. Es gab das berühmte Plaza-Abkommen, mit dem man das bewerkstelligte. Wenn US-Präsident Trump nicht so viele Vorbehalte gegen internationale Kooperation hätte, würde er sicher auch an so etwas denken. Eine kräftige Abwertung der amerikanischen Währung würde zwar vom politischen Selbstverständnis nicht zu "America First" passen, wäre im Hinblick auf die Schaffung von Arbeitsplätzen hilfreich.

Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt man, wenn man sich die Zahlen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft gegenüber ihren Handelspartnern anschaut. Sie werden von der Bundesbank berechnet. Danach befindet sich die deutsche Wirtschaft heute auf dem Niveau von 1985. Über 30 Jahre hat sich die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft also real nicht verändert. Alle Aufwertungen, die es seitdem gegeben hat, waren nicht größer als die jeweiligen Differenzen in den Inflationsraten.

Ist der Euro überbewertet?

2. August 2017

Mit anderen Worten: Der Euro-Wechselkurs hat noch eine weite Strecke vor sich, bevor es realwirtschaftlich wirklich zu größeren Problemen kommt. Aus meiner Sicht wird es erst ab Kursen von 1,30 kritischer (also bei einer weiteren Aufwertung um über 10 %). Das schließt freilich nicht aus, dass die Klagen der Exportwirtschaft und der Börse zunehmen werden. Sie sind aber jetzt noch nicht berechtigt. Wenn jemand sich über den zu hohen Wechselkurs beschweren könnte, dann sind es Länder wie Italien oder auch Frankreich, aber nicht so sehr wegen des US-Dollars, sondern wegen ihrer hausgemachten Probleme.

Im Übrigen ist zu berücksichtigen, dass der Wechselkurs in der aktuellen Lage für die Entwicklung der Wirtschaft auch keine entscheidende Rolle spielt. Der Export ist derzeit kein Treiber von Konjunktur und Beschäftigung. Der Aufschwung lebt vielmehr von der Binnennachfrage, vor allem dem Konsum, die weniger wechselkursabhängig ist.

Noch ein ganz anderer Gedanke. Früher hat man die Aufwertung oft als "Produktivitätspeitsche" bezeichnetet, die die Unternehmen immer wieder zu Höchstleistungen zwingt. Die DM-Aufwertung war ein Grund, weshalb die deutschen Unternehmen auf den Weltmärkten so erfolgreich waren.

Der langsamere Produktivitätsfortschritt in den letzten Jahren mag auch mit dem geringeren Druck von den Wechselkursen zusammenhängen. Ganz anders in der Schweiz. Die dortige Wirtschaft hatte in den letzten Jahren erheblich unter der Aufwertung des Frankens zu leiden. Jetzt scheint sie diese Anpassung bewältigt zu haben. Sie steht mit neuem Selbstbewusstsein da. Ein bisschen mehr Druck vom Wechselkurs auf die Produktivität würde der Wirtschaft insgesamt in Deutschland und Europa nicht schaden.

Für den Anleger

Die Börse lebt derzeit von der guten Konjunktur und den guten Gewinnen. Da stört der starke Euro natürlich. Das ist psychologisch verständlich. Es ist aber nicht – besser noch nicht – durch harte Fakten belegt. Man muss daneben beachten, dass der steigende Wechselkurs, jedenfalls beim gegenwärtigen Niveau, auch etwas Positives ist. Er signalisiert das erhöhte Interesse globaler Investoren an Europa. Das wird auf Dauer zu steigenden Aktienkursen führen, allerding auch zu noch einmal höheren Euro/US-Dollarkursen. Irgendwann ist da freilich einmal Schluss.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com. Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf www.assenagon.com.

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

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u.a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemittelung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsaussagen 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. Die vorstehenden Informationen richten sich 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- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich überdrite Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des US Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter www.assenagon.com erhältlich sind) 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 Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater 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. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke, in welcher Form auch immer, verwendet werden. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt.