

Die Weichmacher

Währungen Die Geldschwemme der Europäischen Zentralbank drückt den Kurs des Euro und beflügelt die deutsche Konjunktur. Gleichzeitig wächst jedoch die Gefahr heftiger Verwerfungen an den Finanzmärkten.

Die Sorge war allgegenwärtig beim Weltwirtschaftsforum in Davos, dem Jahrestreffen der Reichen und Mächtigen. Gelingt es den großen Notenbanken in den USA, Europa und Asien, die wackelige Weltwirtschaft zu stabilisieren? Oder sind die Währungshüter längst selbst zum Risikofaktor geworden? Das fragten sich die Experten auf den Podien und in den Fluren des Kongresszentrums.

„Zentralbanken stellen heute aus Sicht der Finanzmärkte sicherlich die größte Quelle der Unsicherheit dar“, konstatierte der Harvard-Ökonom Kenneth Rogoff un widersprochen. Das Auseinanderdriften der Politik der Notenbanken in den USA, Europa, Japan und anderswo sei ein großes Risiko für die Stabilität der Finanzmärkte. Min Zhu, Vizechef des Internationalen Währungsfonds (IWF), sprach aus, was viele Ökonomen umtreibt: „Wir müssen einen Währungskrieg unbedingt vermeiden.“

Die Gefahr einer solchen Auseinandersetzung hat sich am vergangenen Donnerstag verschärft. Die Entscheidung der EZB, bis September 2016 jeden Monat für 60 Milliarden Euro Staatsanleihen aufzukaufen, wird die Märkte mit noch mehr Geld fluten und den Kurs der Einheitswährung weiter drücken.

Ein schwacher Euro ist ganz im Sinne von EZB-Präsident Mario Draghi: Die weiche Währung verbilligt nicht nur die Ex-

porte in andere Währungsräume und steigert damit die Wettbewerbsfähigkeit der Euroländer, er verteuert gleichzeitig auch die Importe und mindert damit die Gefahr der Deflation, die von der EZB beschworen wird.

So gesehen war Draghis Politik bislang erfolgreich: Seit September ist der Wert des Euro gegenüber dem Dollar um über zehn Prozent gefallen, viele Experten erwarten, dass ein Euro bald nur noch einen Dollar wert sein könnte.

So gesehen ist Draghis Politik aber auch gefährlich: Wer zum eigenen Vorteil in das Gefüge der Wechselkurse eingreift, verschafft sich im weltweiten Wettbewerb unlautere Vorteile – zulasten anderer Länder. Die lassen sich das nicht gefallen und drücken ihrerseits den Kurs ihrer Währungen. Ein solcher Abwertungswetlauf kennt am Ende nur Verlierer. „Jetzt wird es spannend zu sehen, wie die Japaner reagieren – und die USA“, sagt Gary Cohn, Präsident der Investmentbank Goldman Sachs.

Anton Börner sieht die Entwicklung mit Sorge. „Ein Währungskrieg wäre für alle verheerend“, sagt der Präsident des Bundesverbandes Großhandel, Außenhandel, Dienstleistungen (BGA). Der Standort Deutschland sei auch deshalb so wettbewerbsfähig geworden, weil sich die Unternehmen meist im Umfeld einer starken Währung behaupten mussten. Das habe sie gezwungen, sich anzustrengen und sich etwas einfallen zu lassen: „Wo die Wäh-

lung stark ist“, so der BGA-Chef, „wird auch investiert.“

Börners Argumentation klingt wie das währungspolitische Leitmotiv der alten Bundesrepublik. In kaum einem anderen Land wirkte die Währung so identitätsstiftend wie in Deutschland vor Einführung des Euro. Die D-Mark galt als Garant für Wohlstand – und die Bundesbank als ehrwürdige Institution, die das Versprechen einlöste und die Akzeptanz der jungen Republik förderte. Das fiel umso leichter, je besser die Mark im Vergleich zum Dollar, zum britischen Pfund oder zur italienischen Lira abschnitt. Es entstand der Mythos der harten D-Mark. Sie wurde neben dem Dollar zur zweiten Weltreservewährung. Und die Deutschen wurden dank ihrer starken Währung zur Reisenation.

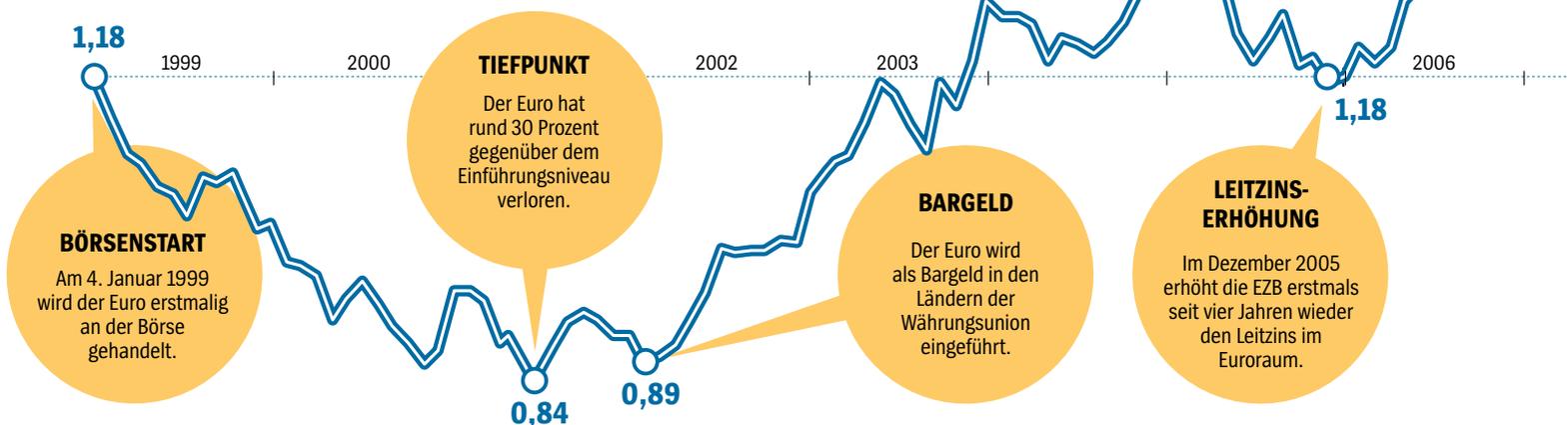
Nun müssen sie sich umstellen: Die EZB kämpft nicht wie einst die Bundesbank für eine harte Währung, sie macht den Euro weich.

In Zeiten des Euro spüren die Bürger die Nachteile einer schwachen Währung allerdings weniger, da sie vornehmlich in Europa urlauben. Und die importierte Inflation hält sich in Grenzen, weil gleichzeitig der Ölpreis verfällt.

Für die deutsche Wirtschaft überwiegen derzeit die Vorteile. Der aktuelle Eurokurs wirke im Zusammenspiel mit den niedrigen Ölpreisen wie ein „unerwartetes Konjunkturprogramm“, heißt es in Regierungskreisen. Wirtschaftsminister Sigmar

Zurück auf Los

Wie viel Dollar ein Euro kostet





Gabriel (SPD) wird deshalb seine Wachstumsprognose im Jahreswirtschaftsbericht, den er nächste Woche vorstellt, erhöhen. Für 2015 rechnet er mit einem Plus von anderthalb Prozent, im Herbst wurden noch 1,3 Prozent vorausgesagt.

Doch auch die neue Zahl ist schon Makulatur, bevor sie veröffentlicht wird. Der Sinkflug des Euro und des Ölpreises dürfte die deutsche Wirtschaft dieses Jahr eher um rund 2 Prozent wachsen lassen, geben

Regierungsökonomern zu, vorausgesetzt, weltpolitische Verwerfungen bleiben aus. Offiziell will sich die Bundesregierung nicht zu optimistisch geben. Lieber lässt sie sich im Laufe des Jahres von der guten Entwicklung überraschen.

Der Abwärtstrend von Euro und Ölpreis dürfte der Bundesregierung mittelfristig allerdings neue Probleme bereiten, vor allem im Verhältnis zu Partnerländern, aber auch zu internationalen Organisationen wie dem IWF. Die beklagen seit Langem die ausufernden Leistungsbilanzüberschüsse Deutschlands. Dieses Ungleichgewicht gefährde die Erholung der Krisenländer und

der Weltwirtschaft, weil Deutschland im Vergleich zu wenig importiere.

Tatsächlich führt kein großes europäisches Land, gemessen an der Wirtschaftsleistung, so viele Waren und Dienstleistungen aus wie Deutschland. Der Leistungsbilanzüberschuss summierte sich im Jahr 2013 auf eine Größenordnung von sieben Prozent des Bruttoinlandsprodukts, 2014 liegt er kaum darunter.

Dieser Überschuss könnte künftig noch größer ausfallen. Schäubles Fachleute haben ausgerechnet, dass die Kombination aus niedrigem Euro und Ölpreis den Saldo um 0,5 Prozentpunkte nach oben treibt.

Kurzfristig dürfte der schwache Euro nach Meinung von Experten auch die Wirtschaft in den Krisenstaaten ankurbeln. Eine

FOTO: GETTY IMAGES



DER SPIEGEL

Zocker im Rathaus

Kommunen Der starke Franken gefährdet die Bilanzen vieler Kämmerer.

Finanzgeschäfte mit dem Schweizer Franken galten bei deutschen Bürgermeistern und Kämmerern immer als sichere und seriöse Sache. Ralf Claßen aus Mechernich in der Nordeifel machte da keine Ausnahme.

2009 finanzierte der Kämmerer den Bau eines neuen Rathauses mit einem Kredit von knapp 20 Millionen Schweizer Franken. Das Auslandsdarlehen war für die Stadt deutlich billiger als ein Kredit in Euro bei der Sparkasse. Jährlich sparte die Kommune mindestens 100 000 Euro Zinsen. Die Schweizer Währung hielt Claßen für stabil und die Gefahr, dass sich der Kurs des Franken ändern könnte, für gering.

So kann man sich täuschen. Nachdem die Schweizer Notenbank ihre Währung vor einigen Tagen freigab, verlor der Euro schlagartig an Wert. Nun ist Claßens Zinsersparnis für dieses Jahr perdu, weil er mehr Euro braucht, um den Franken-Kredit zu bedienen.

Der Kämmerer kann sich noch glücklich schätzen. Er hatte mit seiner Bank DKB vereinbart, jederzeit den Schweizer-Franken-Kredit in ein Euro-Darlehen umwandeln zu können. „Wir sind da fein raus“, sagt er. Andere Städte, die sich in Schweizer Franken verschuldet haben, trifft es deutlich härter. Seit der Euro nur noch einen Franken wert ist, haben sich ihre Schweiz-Kredite um bis zu einem Drittel verteuert.

Mit einer Summe von knapp 1,8 Milliarden Euro stehen die öffentlichen Haushalte beim Hartwährungsnachbarn in der Kreide. Größter Franken-Schuldner dürfte die Ruhrgebietsstadt Essen mit 367 Millionen Euro sein.

Zudem haben viele Kommunen weitere Finanzgeschäfte in Schweizer Franken abgeschlossen. Vor allem in Nordrhein-Westfalen, aber auch im grenznahen Bodensee-Raum Baden-Württembergs haben Banken diverse Städte und Kreise in trickreiche Derivatgeschäfte gelockt, die an den Schweizer Franken gekoppelt sind. Allein in Nordrhein-Westfalen betrage das Risiko für die Kommunen aus solchen „Currency related swaps“ mindestens eine halbe Milliarde Euro, sagt János Morlin, Bankenrechtsanwalt aus München.

Mit den Swaps, so der Jurist, der mehrere Kommunen gegen Banken vertritt,

Bundesländer, in denen eine Kreditaufnahme in fremder Währung nicht eingeschränkt ist



Kredite an öffentliche Haushalte in Schweizer Franken

Quellen: Städtetag, Bundesbank

1,8 Mrd. €

hätten sich die Geldhäuser auf Kosten der Kommunen gegen einen steigenden Franken-Kurs versichert.

Den Kämmerern verkauften die Banken die Deals hingegen als risikoarmes Investment. Bei einem Kursverhältnis von „einem Euro zu 1,45 Schweizer Franken“ würde die Schweizer Notenbank intervenieren, heißt es beispielsweise in einer Präsentation der Dexia-Bank aus dem Jahr 2007.

In den meisten Bundesländern ist es den Kommunen freigestellt, ob sie sich in Auslandswährung verschulden (siehe Grafik). Nur einzelne Bundesländer raten ihren Städten und Kreisen dringend, Kredite nur in Euro aufzunehmen.

Denn Kredite in fremden Währungen bergen neben kurzfristigen Vorteilen auch Risiken. Was durch niedrige Zinskosten gespart wird, kann schnell zunichtegemacht werden, wenn der Wert von Dollar oder Franken steigt. Zwar lassen sich die Verluste aus solchen Währungsschwankungen durch entsprechende Absicherungsgeschäfte minimieren, doch die sind für die Kommunen meist so teuer, dass sie sich nur bei Krediten in hoher dreistelliger Millionenhöhe rechnen.

Andreas Wassermann

aktuelle Analyse der EU-Kommission zeigt, dass bei einem sinkenden Wechselkurs insbesondere die Exporte von Italien, Portugal, Spanien und Frankreich zulegen. Für Nichteuropäer etwa wird ein Urlaub in der Eurozone attraktiver.

Ihr Ziel, die geringe Preissteigerung in der Eurozone wieder an den Zielwert von zwei Prozent heranzuführen, werde die EZB mit den angekündigten Maßnahmen aber kaum schaffen, sagt Ansgar Belke von der Universität Duisburg-Essen. „Untersuchungen zeigen, dass sich ein niedrigerer Eurokurs kaum auf die Inflation auswirkt“, so Belke.

Noch liegt das Augenmerk vor allem auf den Vorteilen, die die Euroschwäche der Wirtschaft verleiht. Eine Abwertung um fünf Prozent, so eine Faustformel, bedeutet 0,3 Prozentpunkte mehr Wachstum im Euroraum. Aber welche Nebenwirkung hat dieser Effekt? Ab wann könnte es gefährlich werden?

„Im Moment ist die Lage noch entspannt“, sagt Carl Martin Welcker, Chef der Kölner Schütte GmbH, des Weltmarktführers für Schleifmaschinen. Die aktuelle Bewertung des Euro hält Welcker vor allem angesichts des politischen Umfelds für angemessen, aber man müsse die Entwicklung im Auge behalten. „Wenn der Euro noch mal 15 Prozent verlieren würde, dann läge die Sache schon etwas anders.“

Dann hätte der Euro zum Dollar in etwa die Parität erreicht, auf einem solchen Niveau lassen sich die Nachteile kaum mehr übersehen. Alles, was in Dollar gehandelt wird, würde dann spürbar teurer; das gilt vor allem für Rohstoffe. Wäre der Ölpreis in den vergangenen Monaten nicht derart abgerutscht, würde der Liter Diesel heute bei 1,50 Euro liegen, aktuell kostet er im Schnitt 1,10 Euro.

Investitionen deutscher Unternehmen im Dollarraum verteuern sich ebenfalls, wenn der Euro fällt. BASF will zwischen 2014 und 2018 rund fünf Milliarden Euro für den Ausbau seines Nordamerika-Geschäfts ausgeben. Der Chemiekonzern hält dennoch an seinen Plänen fest. „Kurzfristige Währungsschwankungen haben keinen Einfluss auf unsere Investitionsentscheidungen“, heißt es bei BASF. Fragt sich nur, ob die Euroschwäche so bald schon überwunden sein wird.

Wichtiger als solche zählbaren Effekte dürfte indes die psychologische Wirkung sein, die mit der Abwertung einhergeht. Ein schwacher Euro wiegt die Unternehmen in trügerischer Sicherheit. „So etwas verleiht nur kurzfristig einen Schub“, warnt Außenhandels-Präsident Börner. „Mit Abwertung lässt sich kein Wohlstand schaffen“, sagt er, „das ist Augenwischerei.“

Der frühere Chefvolkswirt der Deutschen Bank, Thomas Mayer, sieht das ähnlich. „Ein künstlich gedrückter Eurokurs

senkt nicht nur den Reformdruck in den Staaten, er bremst auch Innovationen in der Industrie“, sagt der Ökonom. Weil sich die Produkte dann fast von selbst verkaufen, ruhen sich Unternehmer erfahrungsgemäß zu lange auf alten Produkten aus und halten an ineffizienten Produktionsprozessen fest.

Viel entscheidender aber ist eine noch größere Gefahr. „Wenn sich die Abwärtstendenzen des Euro beschleunigen, könnten die Investoren schlimmstenfalls das Vertrauen in die Dauerhaftigkeit der Eurozone verlieren“, sagt Clemens Fuest, der Leiter des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung. „Dann würde die EZB das Gegenteil dessen erreichen, was sie beabsichtigt.“

Wie gefährlich es für Banken und Investoren an den Finanzmärkten sein kann, wenn Notenbanken in das Währungsgefüge eingreifen, zeigte sich, als die Schweizer Notenbank den Franken freigab. Die Aktienkurse in der Schweiz brachen ein, Banken, Fonds und Devisenhändler in aller Welt, aber auch Privatleute und etliche deutsche Kommunen (siehe Seite 74), die Geld in Schweizer Franken angelegt hatten, erlitten empfindliche Verluste, ein großer US-Hedgefonds musste schließen.

Dennoch lobte Axel Weber, Verwaltungsratschef der Schweizer UBS, die Entscheidung, die auch seine Bank belasten dürfte. „Es war immer klar, dass die Bindung des Franken an den Euro eine temporäre Sache ist“, sagte der frühere Bundesbankpräsident. „Die Schweizer Nationalbank hat richtig gehandelt: Lieber ein Ende mit Schrecken als ein Schrecken ohne Ende.“

Fachleute im Berliner Bundesfinanzministerium fürchten, dass die Währungsturbulenzen schon bald Nachbarländer der Eurozone erfassen könnten. Wie zuvor die Schweiz haben einige andere Länder ihre Währungen an den Wechselkurs des Euro gekoppelt. Diese könnten nun ebenfalls unter Aufwertungsdruck geraten.

Vor allem Dänemark und Polen könnten neue Adressaten der Spekulation werden. Krone und Złoty sind mehr oder weniger an den Kurs des Euro gebunden, sklavisch vollführen die Notenbank der Länder jede Entscheidung in Frankfurt nach, um den Kurs stabil zu halten. Dieses Arrangement gerät in Gefahr, wenn die EZB nun in großem Umfang Staatsanleihen kauft. Um Spekulationen gegen die Krone vorzubeugen, senkte die dänische Notenbank nach der EZB-Entscheidung ihren Leitzins um 0,15 Prozentpunkte auf 0,5 Prozent.

Neue Verwerfungen erscheinen dennoch unausweichlich. Gut möglich, dass die beiden Länder einen neuen Wechselkurs zum Euro finden müssen oder ihre Bindung an den Euro gleich ganz aufgeben.

Mit Unbehagen registrieren Schäuble Währungsfachleute zudem, dass durch die



Börsenhändler in Chicago: Die Notenbanken stecken in der Falle

geldpolitischen Beschlüsse in Frankfurt auch die Rolle des Euro als Reservewährung leidet. Rund ein Fünftel der weltweiten Währungsreserven werden derzeit in Euro gehalten. Der Anteil war schon einmal wesentlich größer. Öffnet die EZB noch mehr Geldschleusen, dürfte der Anteil weiter sinken.

Zentralbanken in aller Welt trennen sich normalerweise von Weichwährungen, damit sie ihre Verluste in Grenzen halten. Wenn sie aber ihre Vorräte an Euro auf den Markt werfen, schwächen sie die Gemeinschaftswährung zusätzlich, sodass eine sich selbst verstärkende Abwärtsspirale in Gang gesetzt wird.

Monatlang haben Amerikaner und IWF die Europäer genau zu dieser Geldpolitik aufgefordert, die nun zur Schwächung des Euro führt. Als Konsequenz müssen sie die verschärften Handelsungleichgewichte hinnehmen. „Man kann nicht beides haben, eine lockere Geldpolitik und gleichzeitig den Abbau von Ungleichgewichten“, sagt ein Regierungsexperte zufrieden.

Aus dem gleichen Grund rechnen Schäuble und Gabriel nicht damit, dass die jüngsten Entwicklungen in einen Abwertungswettlauf oder gar einen Währungskrieg münden. Die Europäer folgten nun ebenjenen Empfehlungen, die sie jahrelang aus Washington vernommen haben. Nun müssten die Ratgeber mit Risiken und Nebenwirkungen fertig werden.

Wie riskant die Geldschwemme ist, zeigte sich, als die amerikanische Notenbank Federal Reserve (Fed) als erste große Zentralbank eine Kehrtwende begann. Vor anderthalb Jahren deutete sie an, nach und nach aus der lockeren Geldpolitik auszu-

steigen, sofort drehten sich Kapitalströme in großen Teilen der Welt um, Anleger zogen vor allem aus Schwellenländern Geld ab und investierten es in den USA. In Ländern wie Indien brachen die Börsen ein, ihre Währungen kamen unter Druck. Zwar beruhigten sich die Märkte danach wieder, doch noch hat die Fed ihre Zinsen nicht erhöht.

Die Angst vor neuen Turbulenzen könnte die Fed auch in diesem Jahr wieder davon abhalten. Eigentlich wären die Voraussetzungen günstig, denn die US-Wirtschaft befindet sich erstmals seit vielen Jahren wieder im Aufschwung. Doch höhere Zinsen würden noch mehr Kapital in die USA locken und den Dollarkurs weiter steigen lassen. Wieder würden die Schwellenländer in Schwierigkeiten geraten, und der Kurs des Euro würde noch tiefer fallen.

Eine Rückkehr zur währungspolitischen Normalität ist deshalb erst einmal unwahrscheinlich: Die Notenbanken stecken, diesseits wie jenseits des Atlantiks, in der Falle.

Sollte der Dollar gegenüber dem Euro zu stark zulegen, könnte sich die US-Notenbank Fed zum Gegensteuern gezwungen sehen. „Solange es den USA wirtschaftlich halbwegs gut geht, wird man die Dollaraufwertung hinnehmen“, sagt der Ökonom Mayer. „Kippt die Stimmung irgendwann, wird der Wechselkurs allerdings zum Politikum. Dann stünde schnell der Vorwurf der Währungsmanipulation im Raum.“

Für diesen Fall verfügt der US-Kongress sogar über die Möglichkeit, gegen Länder Strafmaßnahmen zu beschließen – so wie es zuletzt China erleben musste.

Sven Böll, Martin Hesse, Alexander Jung, Armin Mahler, Christian Reiermann