

# Währungen und der richtige Wechselkurs

veröffentlicht am 21. 8. 2019 von Christian Keuschnigg



Christian Keuschnigg

© trend / Dominic Buettner

**Wechselkursanpassungen halten die Weltwirtschaft zusammen. Als Waffe in Handelskonflikten sind sie nicht geeignet. Abwertungen sind ein Verarmungsprogramm, erklärt Christian Keuschnigg in seinem Essay.**

Zuerst zetteln sie einen Handelskrieg an, jetzt wollen sie auch noch die eigene Währung abwerten. Haben die Kontrahenten des Handelskonflikts völlig die Rolle der Wechselkurse vergessen?

Ist denn der Kurs des Dollars, Euro oder Yuan nicht auch ein Preis wie jeder andere? Es gibt einen richtigen Wechselkurs, der auf Dauer Handel und Kapitalströme zwischen den Währungsräumen im Gleichgewicht hält. Er muss sich ständig anpassen, um Ausgleich zu schaffen.

Wann muss ein Land abwerten, damit der Wechselkurs wieder passt?

## **I. Inflation und Zinsen**

Wenn in der Eurozone die Inflation höher ist, dann steigen die Preise und Löhne stärker als z.B. in den U.S.A. Zum Ausgleich muss der Euro gegenüber dem Dollar abwerten. Wenn der Wechselkurs konstant bliebe, dann hätten die Produzenten aus Europa auf dem U.S. Markt bald keine Chance mehr, weil sie ständig teurer würden. Die Konsumenten würden angesichts der steigenden Preise zuhause auf Importe aus den U.S.A. ausweichen, deren Preise viel langsamer steigen. Die schrumpfenden Exporte und die anschwellenden Importe aus den U.S.A. würden die Handelsbilanz der Eurozone bald in ein großes Defizit stürzen.

Die Folge: Der Euro muss abwerten, damit die heimischen Produzenten in den U.S.A. konkurrenzfähig bleiben und die amerikanischen Unternehmen nicht unverdiente Wettbewerbsvorteile in Europa ausspielen. Wer das nicht glaubt, möge an die Entwicklung Griechenlands in der Eurokrise denken, dessen Wechselkurs nicht abwerten konnte. Ein Land mit hoher Inflation muss abwerten.

Ein anderer Grund sind niedrige Zinsen. Wenn die EZB den Nominalzins unter das U.S. Niveau drückt, muss der Euro aufwerten, sprich der Dollar abwerten. Wenn das nicht passiert, wer könnte es den Finanzinvestoren verdenken, das Anlagekapital in die U.S.A. zu schicken, wo höhere Zinsen winken? Das kann auf Dauer nicht gutgehen. Um den Kapitalabfluss zu bremsen, muss der Euro aufwerten. Zählt man zum niedrigen Zins die Aufwertungsgewinne des Euro dazu, dann sind die Investoren wieder beim höheren U.S. Zins. Es funktioniert auch umgekehrt. Zieht man vom hohen U.S. Zins den Abwertungsverlust auf Dollar-Anlagen ab, ist man wieder bei der niedrigeren Rendite in der Eurozone. So stellen die Wechselkursanpassungen gleich lange Spieße im Wettbewerb um das internationale Anlagekapital her, damit es dorthin fließt, wo es am dringendsten gebraucht wird. Ein Land mit niedrigen Nominalzinsen muss deshalb aufwerten.

## **2. Sparen und investieren**

Zinsen und Inflation sind Sache der Geldpolitik. Der Wechselkurs muss sich auch anpassen, um auseinanderdriftende Entwicklungen in der Realwirtschaft auszugleichen. Die junge chinesische Bevölkerung spart fürs Alter. Soviel konnte China gar nicht investieren, um eine solche Flut an Ersparnissen selber zu „verwenden“, und hat riesige Kapitalexporte erzeugt. Chinesisches Anlagekapital suchte Dollar- und Euro-Anlagen. Um diese Entwicklung einzubremsen, musste über kurz oder lang der Yuan aufwerten bzw. Dollar und Euro gegenüber dem Yuan abwerten. Angesichts dieser Abwertungsverluste auf U.S. und Euro-Anlagen haben dann die chinesischen Investoren doch etwas mehr zuhause investiert, um Wachstum in China selbst zu finanzieren. Jetzt kehrt sich die Entwicklung um, weil die chinesische Bevölkerung zunehmend altert, so dass die Ersparnisse in China abnehmen. Ebenso sollte die Aufwertung des Yuan sich umkehren.

In den U.S.A. läuft es umgekehrt. Ihre Sparquote ist legendär niedrig, aber sie investieren viel und wachsen kräftig. Weil es die eigene Bevölkerung nicht spart, muss die Wirtschaft eben Anlagekapital aus dem Ausland anziehen. Wie sonst könnten sie ihre hohen Investitionen und Budgetdefizite finanzieren? Weil die Zinsen auch in den U.S.A. immer noch niedrig sind, muss der Dollar eben aufwerten, damit Dollaranlagen für das internationale Finanzkapital Dank zu erwartender Aufwertungsgewinne attraktiv werden. Die Abwertung von Euro und Yuan sind das Spiegelbild der Dollaraufwertung. Der starke Dollar behindert zwar die internationale Wettbewerbsfähigkeit der U.S. Unternehmen. Aber mit Zöllen, Handelskonflikten und Währungskrieg hat das herzlich wenig zu tun. Wenn die Amerikaner ihr Problem lösen wollen, müssen sie endlich ihre Sparquote steigern.

### **3. Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit**

Auch eine auseinanderdriftende Produktivitätsentwicklung erzwingt über kurz oder lang Wechselkursanpassungen. China stößt zunehmend an die technologische Spitze vor. Ausgehend von niedrigem Niveau steigt die Produktivität in China viel stärker als anderswo. Wie sonst könnten sie aufholen? Chinas Unternehmen steigern daher ihre Wettbewerbsfähigkeit mit höherer Qualität und sinkenden Preisen sehr viel schneller. Wenn bei den Wechselkursen nichts passiert, würden sie der Konkurrenz in den U.S.A. und in Europa rasch davonlaufen. Es braucht eine Aufwertung des Yuan und eine Abwertung von Dollar und Euro, um Ausgleich zu schaffen.

Eine Aufwertung ist das Resultat niedriger Inflation und steigender Produktivität und zeigt, dass ein Land reicher wird. Jeder spürt es. Man verdient mehr dank Innovation und hoher Produktivität. Niedrige Inflation erhält die Kaufkraft, die Preise bleiben stabil. Mit einer pickelhaften Währung werden die Importe und der Urlaub im Ausland billig. Die Wirtschaft kann es sich leisten, wenn sie innovativ ist und ständig produktiver wird.

### **4. Abwertung und Verarmung**

Laufende Abwertungen sind dagegen ein Verarmungsprogramm. Länder, die abwerten, haben ihre Inflation nicht im Griff oder müssen gar ihre Schulden mit Inflation entwerten. Sie wissen nicht, wie sie ihre Sparüberschüsse im Inland produktiv einsetzen können und müssen daher Kapital exportieren, um Investitionen im Ausland zu finanzieren. Wenn Innovation und Produktivität lahmen, kann die Wirtschaft nur mehr mit Preis- und Lohnzugeständnissen, sprich Abwertung, wettbewerbsfähig bleiben. Wenn man den Wettstreit um hohe Wettbewerbsfähigkeit schon von vornherein aufgegeben hat, kann man sich eben nur mehr mit einer Abwertung retten.

Wechselkursanpassungen sind das Natürlichste der Welt! Unterschiede bei Inflation, Zins und Produktivitätswachstum spielen zusammen und bestimmen gemeinsam die Entwicklung der Wechselkurse. Auf- und Abwertungen sind ein zentraler Mechanismus, um entstehende Unterschiede auszugleichen und ein krisenhaftes Auseinanderdriften zu verhindern. Handels- und Leistungsbilanzen kann man mit Wechselkursmanipulation sicher nicht ausgleichen. Es gibt keinen anderen Weg als bei den Ursachen anzusetzen, nämlich Produktivitäts- und Lohnwachstum, Ersparnissen und Investitionen.

## 5. Marktkräfte und Manipulation

Sicherlich sind Wechselkurse anfällig für Manipulation, Spekulation oder angstgetriebene Kapitalbewegungen. Sie werden durch irrlichternde Wirtschaftspolitik bis hin zu Währungsstreitigkeiten gefördert, die nur Unsicherheit stiften und das Vertrauen der Investoren verspielen. Dann kommt es zu Unter- oder Überbewertungen, welche die ausgleichende Rolle der Wechselkurse aushebeln.

Die Notenbanken können durch teure Devisenmarktinterventionen versuchen, den Wechselkurs kurzfristig zu stabilisieren, damit der Wirtschaft mehr Zeit für Anpassungen bleibt, aber nur vorübergehend. Man kann keinen Wechselkurs dauerhaft entgegen den Marktkräften fixieren. Das musste sogar die reiche Schweiz erfahren, deren Nationalbank am Ende die Untergrenze für den Frankenkurs nicht mehr halten konnte und eine schlagartige Aufwertung hinnehmen musste. Und was ist passiert? Die Schweizer sind noch reicher geworden und die Wirtschaft hat es mit noch mehr Innovation gut verdaut.

---

### **Zur Person:**

Christian Keuschnigg ist Professor für Nationalökonomie an der Universität St. Gallen und leitet das Wirtschaftspolitische Zentrum in Wien. Mehr auf [www.wpz-fgn.com](http://www.wpz-fgn.com).