

- Der handelsgewichtete Wechselkurs des Euros wertet sich seit einigen Jahren stärker auf als der bilaterale Kurs gegenüber dem US-Dollar. Das ist ungewöhnlich.
- Es liegt nicht nur am Brexit, der zu einer starken Abwertung des britischen Pfundes geführt hat.
- Rund um den Euro bildet sich ein Block von Währungen, deren Wechselkurse sich stärker am Euro orientieren. Hier entsteht eine "kleine Schlüsselwährung".

Auf den Devisenmärkten ist es in den meisten Ländern üblich, die Stärke einer Währung an ihrem bilateralen Verhältnis zur amerikanischen Währung zu messen. Der Euro wird als fest bezeichnet, wenn er sich gegenüber dem US-Dollar aufwertet. Er ist schwach, wenn er gegenüber dem US-Dollar an Wert verliert. Das hat sich so eingebürgert, obwohl beispielsweise die deutschen Exporte in die Vereinigten Staaten heute nur noch weniger als 10 % der gesamten Ausfuhren ausmachen. Dahinter steht die Tatsache, dass der US-Dollar nach wie vor die Schlüsselwährung der Welt ist, um die sich alles Geschehen an den Devisenmärkten dreht.

Lange Zeit war das eine richtige Beschreibung der Realität. Wenn man sich die Entwicklung des Euro/US-Dollar-Kurses und des handelsgewichteten Euro-Kurses anschaut (siehe Grafik), dann zeigt sich über viele Jahre ein weitgehender Gleichlauf. Nur in Krisenzeiten wie Anfang der 2000er Jahre oder in der großen Finanzkrise 2007/8 gab es größere Abweichungen. Sie waren aber immer nur vorübergehend.

In letzter Zeit hat sich das Bild allerdings verändert. Etwa seit 2015 laufen die beiden Kurven deutlich auseinander. Der Euro hat mit einem Mal zwei Gesichter. Gegenüber dem US-Dollar ist er vergleichsweise schwach. Gegenüber den Währungen der großen Handelspartner gewinnt er dagegen ständig an Wert.

**EURO-AUFWERTUNG**

Effektiv und gegen US-Dollar; Anfang 1999 = 100



Quelle: Bundesbank

Das sieht nicht nach einem kurzfristigen Ausreißer aus. Müssen wir es ernst nehmen und umdenken? Meine These: Ja, da steckt mehr dahinter.

Auf den ersten Blick ist es natürlich der Sonderfaktor des britischen Pfundes, der zu der Verzerrung führt. Das Pfund hat sich nach dem Brexit-Referendum kräftig abgewertet. Das schlug sich in dem gewichteten Wechselkurs des Euros nieder, nicht aber in dem bilateralen Verhältnis zum US-Dollar.

»Was der Dollar für die Welt,  
wird der Euro für Europa.«

Der Effekt war besonders stark, weil Großbritannien ein großer Handelspartner des Euroraums ist und daher ein erhebliches Gewicht im effektiven Wechselkurs hat. Es ist zu vermuten, dass das noch eine gute Weile so bleiben wird. Denn das Pfund wird sich – wie auch immer das politische Gerangel ausgeht – von dem Absturz nicht so schnell wieder erholen.

Die Entwicklung des Pfundes erklärt aber nicht die gesamte Diskrepanz zwischen effektivem Eurokurs und dem Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar. Das ergibt sich schon aus der Tatsache, dass die Diskrepanz schon 2015 entstanden ist, also ein Jahr vor dem Brexit-Referendum. Man muss also auch das Verhältnis des Euros zu den Währungen der anderen Handelspartner anschauen.

Hier gibt es zwei unterschiedliche Ländergruppen. Die eine umfasst Asien und andere Emerging Markets. Hier gab es zwar zum Teil erhebliche Wechselkursschwankungen. Japan, Singapur und Israel beispielsweise werteten sich deutlich auf. China, Indien und Malaysia wurden schwächer. Besonders krass war die Abwertung der türkischen Lira.

All diese Länder orientieren sich in ihrer Wechselkurspolitik jedoch vornehmlich an den USA und dem US-Dollar. Ihr Wechselkurs gegenüber dem Euro entwickelt sich also mehr oder weniger parallel zum bilateralen Euro/US-Dollar-Kurs. Die Abweichung zwischen den beiden Kurven können sie also nicht erklären.

Anders bei den Entwicklungen auf dem europäischen Kontinent. Hier gab es zwar auch unterschiedliche Bewegungen. Der Schweizer Franken etwa hat sich in den letzten Jahren aufgewertet und die Kurve des handelsgewichteten Euros nach unten gedrückt. Insgesamt aber überwogen die Währungen, gegenüber denen der Euro stärker geworden ist. Es handelt sich hier einmal um die nordeuropäischen Staaten Schweden und Norwegen. Zum anderen sind hier die osteu-

ropäischen Staaten Polen, Ungarn und Rumänien zu nennen. Sie alle sind seit dem Ende der Eurokrise gegenüber dem Euro schwächer geworden. Sie haben damit zur Aufwertung des handlungsgewichteten Euros beigetragen.

Hier hat sich offenbar ein Block von Währungen gebildet, die sich weniger am US-Dollar und mehr am Euro orientieren. Er ist inzwischen auch gar nicht mehr so klein. Sein Anteil an den deutschen Exporten ist nicht geringer als der entsprechende Anteil der USA. Für die Länder macht die Wechselkurspolitische Orientierung am Euro durchaus Sinn, da sie handelspolitisch stärker mit dem Euroraum verflochten sind.

Was wir hier sehen, ist das Entstehen einer Art "kleiner Schlüsselwährung". Was der Dollar für die Welt, wird der Euro für Europa. Das ist auch für die Schweiz relevant, wenn sie sich am Euro orientiert.

Die relative Stärke des Euros gegenüber diesen Währungen ist für die Exporteure des Euroraums eine Bürde, da die Aufwertung zu Lasten der Marge geht. Es erklärt die Klagen der Unternehmen, vor allem in südeuropäischen Staaten wie etwa Italien. Die Importe verbilligen sich. Andererseits darf man nicht nur auf den Handelsverkehr schauen. Für den Kapitalverkehr ist der Euro auf dem Kontinent trotz der niedrigen Zinsen ein Anziehungspunkt. Es fließt Kapital zu. Das ist ein Plus für den Euro.

## Für den Anleger

Wundern Sie sich nicht, wenn sich die Exportindustrie über den starken Euro auf den Devisenmärkten beklagt. Nicht alle Unternehmen profitieren von dem relativ schwachen Euro gegenüber dem US-Dollar. Schauen Sie daher nicht nur auf das bilaterale Verhältnis zum US-Dollar, sondern auf den handlungsgewichteten effektiven Wechselkurs.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com).  
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://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 Werbemitteilung 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 Meinungsäußerungen 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. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher 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 über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) 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 U.S. 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](http://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. Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode. Simulationen erfolgen auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. 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. 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. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. 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. 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. Sollten Sie nicht der für die jeweilige E-Mail bestimmte Adressat sein, informieren Sie bitte unverzüglich den Absender und löschen die E-Mail aus Ihrem System. Jede Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe wie auch das Ergreifen oder Unterlassen von Maßnahmen im Vertrauen auf erlangte Information ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen, da E-Mails abgefangen und verfälscht werden oder Viren enthalten bzw. zu spät oder unvollständig ankommen können.