

Thomas Jost, Albrecht F. Michler und Franz Seitz

Die Bedeutung der Geld- und Währungspolitik für die internationale Wettbewerbsfähigkeit

Zusammenfassung: Mithilfe von Leitzins- und Liquiditätsanpassungen kann die Geld- und Währungspolitik Einfluss auf nominale Wechselkurse und die Entwicklung des inländischen Preisniveaus nehmen, die ihrerseits wiederum den realen effektiven Wechselkurs und damit die Preis- und Kostensituation im internationalen Vergleich bestimmen. Aktive geldpolitische Maßnahmen wie Leitzinsänderungen oder Quantitative Easing können zwar kurzfristige Wettbewerbsimpulse setzen, ihre langfristige Wirkung bleibt jedoch begrenzt und schwer steuerbar. Der Beitrag zeigt, dass die Effektivität solcher Maßnahmen stark vom institutionellen Kontext und der Offenheit der Volkswirtschaft abhängt. Für eine nachhaltige Wettbewerbsfähigkeit sind vor allem strukturelle Faktoren wie Innovationskraft, Produktivität und stabile makroökonomische Rahmenbedingungen entscheidend. Der Beitrag betont daher die Bedeutung regelgebundener Geldpolitik, Zentralbankunabhängigkeit und koordinierter Wirtschaftspolitik innerhalb von Währungsräumen.

Schlagwörter: Geldpolitik, Wechselkursdynamik, Internationale Wettbewerbsfähigkeit, Zentralbankunabhängigkeit, Quantitative Lockerung

JEL: E52, E58, F31, F41, F42

Abstract: By adjusting central bank interest rates and liquidity, monetary policy can influence nominal exchange rates and domestic price levels, which in turn determine the real effective exchange rate and thus the price and cost situation in international comparison. Active monetary policy measures such as interest rate changes or quantitative easing can provide short-term competitive impetus, but their long-term effect remains limited and difficult to control. The paper shows that the effectiveness of such measures depends heavily on the institutional context and the openness of the economy. Structural factors such as innovation, productivity, and stable macroeconomic conditions are crucial for sustainable competitiveness. The paper therefore emphasizes the importance of rule-based monetary policy, central bank independence, and coordinated economic policy within currency areas.

Thomas Jost, Technische Hochschule Aschaffenburg, Würzburger Straße 45, 63743 Aschaffenburg,
E-Mail: thomas.jost@th-ab.de

Albrecht F. Michler, Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf, Universitätsstraße 1, 40225 Düsseldorf,
E-Mail: albrecht.michler@hhu.de

Franz Seitz, Ostbayerische Technische Hochschule Amberg-Weiden, Hetzenrichter Weg 15, 92637 Weiden,
E-Mail: f.seitz@oth-aw.de

Keywords: Monetary Policy, Exchange Rate Dynamics, International Competitiveness, Central Bank Interdependence, Quantitative Easing

Inhalt

1. Einleitung — 2
2. Indikatoren der Wettbewerbsfähigkeit aus Sicht der Geld- und Währungspolitik — 4
 - 2.1. Preisliche und nicht-preisliche Indikatoren — 4
 - 2.2. Der reale effektive Wechselkurs — 4
3. Aktivistische Geld- und Währungspolitik zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit — 8
 - 3.1. Der Wechselkurskanal — 8
 - 3.2. Die Bedeutung wechselkursbedingter Importpreiseffekte — 9
 - 3.3. Effekte bei unkonventionellen geldpolitischen Impulsen — 10
 - 3.4. Zwischenfazit — 11
4. Fallstudie Eurozone — 12
5. Wechselkursregime — 13
 - 5.1. Flexible versus feste Wechselkurse — 13
 - 5.2. Die Wettbewerbsfähigkeit innerhalb der Eurozone — 14
 - 5.3. Wahl des Wechselkursregimes — 15
 - 5.4. Handelspolitische Aspekte der Geld- und Währungspolitik: Aktuelle Entwicklungen — 16
6. Ordnungspolitische Aspekte: Regelbindung und Zentralbankunabhängigkeit — 20
7. Fazit — 21
- Literaturverzeichnis — 22

1. Einleitung

Die internationale Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft wird üblicherweise an der Produktivität sowie am langfristigen Produktionspotenzial festgemacht. Ein nachhaltiges Produktivitätswachstum steigert das gesamtwirtschaftliche Einkommen und damit den Wohlstand eines Landes. Ein Kernelement ist die internationale Arbeitsteilung zwischen Volkswirtschaften, die eine effizientere Nutzung von Produktionsfaktoren für alle beteiligten Länder ermöglicht (*Sachverständigenrat* 2023). Länder senkten nach dem 2. Weltkrieg ihre Zölle, integrierten ihre Volkswirtschaften und spezialisierten sich auf Bereiche mit komparativen Vorteilen. Dieses System der internationalen Zusammenarbeit ist – nachdem auch die USA das Modell des Freihandels aktuell immer stärker in Frage stellen – zunehmend gefährdet. Es wird durch ein

neues merkantilistisches System ersetzt, eine wirtschaftspolitische Ausrichtung, die sich auf die Steuerung der Wirtschaft konzentriert, um die jeweilige Staatsmacht auszubauen.

Handels- und Leistungsbilanzen werden wieder als ein wichtiger Maßstab für den nationalen Wohlstand und die nationale Stärke angesehen. Industriepolitische Maßnahmen werden genutzt, um die Eigenständigkeit bzw. die Resilienz der eigenen Volkswirtschaft und die Verteidigungsfähigkeit zu garantieren sowie nationale Unternehmen vor dem ausländischen Wettbewerb zu schützen. Neben Subventionen und tarifären sowie nicht-tarifären Handelshemmnissen erscheinen auch geld- und währungspolitische Maßnahmen respektive Devisenmarkt Eingriffe ein probates Mittel, um die eigene Wettbewerbsposition zu verbessern.

Die Entwicklung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit ergibt sich aus dem komplexen Zusammenspiel von Faktoren, zu denen nicht nur die Produktivität, Innovationskraft sowie die infrastrukturelle Ausstattung der Volkswirtschaft gehören, sondern auch die makroökonomische Stabilität. Der Geld- und Währungspolitik kommt dabei eine zentrale Rolle zu. Sie beeinflusst über Zinsen, Liquidität und Wechselkurse nicht nur die binnenwirtschaftliche Entwicklung, sondern auch die Position eines Landes im globalen Wettbewerb. Eine unstetige Ausgestaltung der Geld- und Währungspolitik kann Preissignale verzerren und damit Standortbedingungen und Kapitalbewegungen verändern. Dies betrifft nicht nur kurz- und mittelfristige Anpassungen im Sinne der konjunkturellen Entwicklung, sondern auch die langfristige Wettbewerbsfähigkeit und damit den langfristigen Entwicklungspfad bzw. das Wachstumspotenzial einer Volkswirtschaft.

Ziel des Beitrags ist es, die Bedeutung geld- und währungspolitischer Prozesse sowie die geld- und währungspolitischen Rahmenbedingungen für die internationale Wettbewerbsfähigkeit zu analysieren. Im Fokus steht dabei die Frage, welchen Einfluss prozesspolitische Instrumente (wie z.B. Zinspolitik, Offenmarktoperationen im Sinne von Quantitative Easing oder Wechselkursmanagement) und ordnungspolitische Prinzipien (z.B. Regelbindung, Zentralbankunabhängigkeit) ausüben und wie sie zusammenwirken, um wettbewerbsrelevante Effekte zu entfalten.

2. Indikatoren der Wettbewerbsfähigkeit aus Sicht der Geld- und Währungspolitik

2.1. Preisliche und nicht-preisliche Indikatoren

Die Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft lässt sich anhand von nicht-preislichen und preislichen Indikatoren erfassen. Zu den nicht-preislichen Indikatoren gehören die Qualität von Waren und Dienstleistungen, Innovationen, Forschung und Entwicklung, Qualifikation der Arbeitskräfte, Markentreue, Kundenzufriedenheit, Lieferkettenzuverlässigkeit und die Effizienz von Unternehmen und staatlichen Institutionen.

Aus Sicht der Geld- und Währungspolitik stehen preisliche Indikatoren im Fokus der Analyse. Die relative Preis- und Kostensituation einer Volkswirtschaft im Vergleich zu den internationalen Handelspartnern wird üblicherweise an den (i) Lohnstückkosten, (ii) den Terms of Trade sowie (iii) dem realen effektiven Wechselkurs (REER) gemessen (*Sachverständigenrat* 2023).

Direkte Eingriffsmöglichkeiten der Geld- und Währungspolitik dürften sich weitgehend auf den REER konzentrieren, da geldpolitische Instrumente sowohl die nominalen Wechselkurse als auch das inländische Preisniveau bzw. die Inflationsrate beeinflussen.

2.2. Der reale effektive Wechselkurs

Der REER bereinigt die nominale Wechselkursentwicklung um Preisniveauunterschiede gegenüber mehreren Handelspartnern, gewichtet nach deren Bedeutung im Außenhandel und kann allgemein wie folgt definiert werden (*Klau und Fung* 2006)

$$(1) \quad REER_t = NEER_t \cdot \frac{P_t^D}{\prod_{i=1}^N (P_{i,t}^F)^{w_i}} = \prod_{i=1}^N \left(\frac{E_{i,t} \cdot P_t^D}{P_{i,t}^F} \right)^{w_i}$$

bzw. in logarithmischer Form

$$(2) \quad \ln(REER_t) = \ln(NEER_t) + \ln(P_t^D) - \sum_{i=1}^N w_i \cdot \ln(P_{i,t}^F)$$

Dabei beschreibt NEER den nominalen effektiven Wechselkurs, der sich aus den handelsgewichteten (w_i) bilateralen Wechselkursen der Inlandswährung gegenüber den Währungen der N Handelspartner E_i zusammensetzt. Entsprechend wird das gewichtete Preisniveau P^F der Handelspartner (beispielsweise auf Basis von Konsumenten- oder Produzentenpreisindizes, Lohnstückkosten, BIP-Deflatoren oder Deflatoren des Gesamt-

absatzes) ermittelt und in Relation zum entsprechenden inländischen Preisniveau P^D gesetzt. Idealerweise verwendet man breiter abgegrenzte Preisindikatoren wie BIP-Deflatoren oder Deflatoren des Gesamtabsatzes, die die international handelbaren Güter besser erfassen als beispielsweise die Konsumentenpreisindizes (*Deutsche Bundesbank* 2023). Die von internationalen Organisationen wie BIZ, OECD oder IWF bereitgestellten REER-Indizes beschränken sich allerdings häufig auf den mithilfe von Konsumentenpreisen ermittelten REER.

Für die Eurozone spiegelt ein steigender REER eine reale Aufwertung des Euro (Inland) wider, d.h. Waren und Dienstleistungen aus dem Inland verteuern sich im Ausland relativ zu den dortigen Produkten. Für ausländische Käufer werden europäische Waren weniger attraktiv, während für Konsumenten und Unternehmen innerhalb der Eurozone Importe günstiger werden. Im Ergebnis verschlechtert sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Eurozone. Der REER steigt an, wenn sich c.p. der NEER erhöht (Währungskorb der Handelspartner wertet ab) oder das gewichtete Preisniveau der Handelspartner sinkt bzw. das eigene Preisniveau ansteigt.

Ob und inwieweit es überhaupt zu Veränderungen des REER kommen kann, hängt von der Dynamik der Preisanpassungen auf den Waren- und Dienstleistungsmärkten sowie den Arbitrageprozessen zwischen den Gütermärkten der beteiligten Länder ab. Es geht also um die Bedeutung der Kaufkraftparitätentheorie (KKPT), die in ihrer absoluten Form – unter Vernachlässigung von Transportkosten, Zöllen usw. – von der Gültigkeit des einheitlichen Preises ausgeht. Demzufolge spiegelt der nominale Wechselkurs E immer das Verhältnis zwischen dem in- und ausländischen Preisniveau wider und der reale bilaterale E^{real} wie auch der reale effektive Wechselkurs sind konstant bei 1 bzw. einem Indexwert von 100.

Betrachtet man den realen effektiven Wechselkurs der Eurozone gegenüber den wichtigsten Handelswährungen („narrow“ REER der BIS in Abb. 1), lassen sich gravierende Abweichungen von der absoluten KKPT identifizieren, bei deren Gültigkeit der Wechselkurs nur begrenzt und kurzfristig von der Gleichgewichtslinie (Indexwert = 100) abweichen dürfte.¹ Auffällig ist zudem, dass der REER im Wesentlichen das Bewegungsmuster der nominalen Wechselkurse („narrow“ NEER) widerspiegelt.

¹ Der „narrow“ REER basiert auf einem kleineren, BIS-weit einheitlich definierten Partnerkreis (27 Länder), während der „broad“ REER einen 64-Länder-Korb verwendet. In beiden Fällen werden die Gewichte aus dem Güterhandel (Verarbeitendes Gewerbe) abgeleitet, doppelt gewichtet (bilateraler Handel und Drittmarkt-Wettbewerb) und rollierend (dreijährige Fenster) aktualisiert (*Bank for International Settlements* 2026).

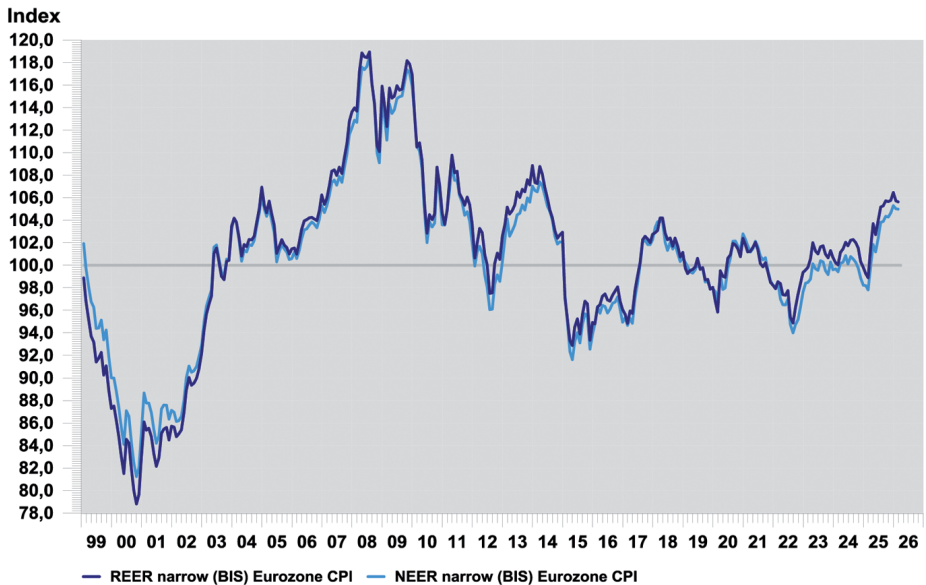


Abbildung 1: Entwicklung des realen und nominalen effektiven Wechselkurses der Eurozone
Datenquelle: *LSEG Datastream* (2026).

Zusätzlich zu den realen effektiven Wechselkursen bietet sich eine Betrachtung auf bilateraler Basis an. Der reale Wechselkurs in der Mengennotierung E^{real} ergibt sich dabei aus dem Produkt des nominalen Wechselkurses E des Euro gegenüber einer Fremdwährung (hier der US-Dollar) und dem Verhältnis der Preise in der Eurozone gegenüber den Preisen im anderen Land (hier den USA).

Beim realen bilateralen Wechselkurs ergibt sich ein differenzierteres Bild. In Abb. 2 sind der USD/EUR-Wechselkurs (jeweils Monatsende) sowie die korrespondierenden realen Wechselkurse auf Konsumenten- und Produzentenpreisbasis dargestellt. Auch in diesem Fall weisen alle drei Zeitreihen über weite Strecken einen hohen Gleichlauf auf. Seit Ende 2021 weicht der reale Wechselkurs auf PPI-Basis aber deutlich von den beiden anderen Kursen ab. Das Abdriften resultierte aus dem raschen relativen Anstieg der Produzentenpreise in der Eurozone gegenüber den korrespondierenden Preisen in den USA, was nicht durch Anpassungen der nominalen Wechselkurse kompensiert wurde. Der relative Preisanstieg spiegelt dabei vor allem die asymmetrische Entwicklung der Energiepreise in den beiden Währungsgebieten wider. Bereits seit Mitte 2021 stiegen die europäischen Erdgaspreise aus mehreren Gründen (Windflaute in Deutschland und Großbritannien, rückläufiges Erdgasangebot aus Russland, technische Probleme bei der Erdgasförderung etc.) deutlich an und beschleunigten sich mit dem Ausbruch des Kriegs in der Ukraine, während sich die Energiepreise in den USA nur sukzessive erhöhten. Diese reale Aufwertung des Euros gegenüber dem US-Dollar hat die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Eurozone in den letzten Jahren deutlich belastet.

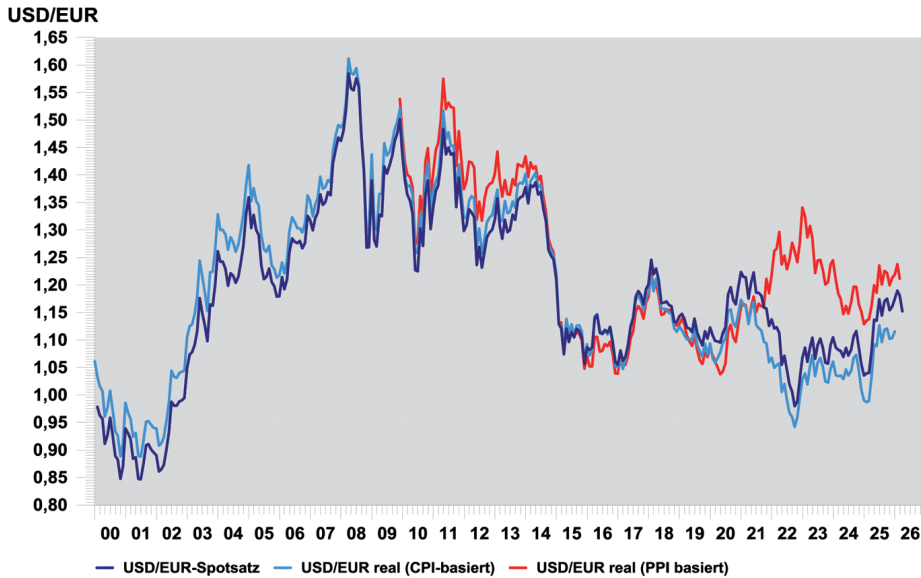


Abbildung 2: Entwicklung des realen und nominalen USD/EUR-Wechselkurses

Datenquelle: LSEG Datastream (2026) und eigene Berechnungen.

Obwohl die meisten internationalen Organisationen (IWF, OECD, BIZ) auf CPI-basierte effektive Wechselkurse zurückgreifen, bleibt zu konstatieren, dass die Wechselkursentwicklung stark von den verwendeten Preisindizes abhängig ist. Damit stellt sich aus Sicht der praktischen Wirtschaftspolitik auch die Frage, welche Preisindizes und welcher REER die zuverlässigsten Aussagen für die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaft liefern. Da Konsumentenpreise häufig sehr rasch reagieren, bieten sie sich für die Analyse kurzfristiger Zeiträume (bis zu einem Jahr) an. Für die mittlere Frist (1 bis 5 Jahre) dürften Produzenten- oder Exportpreisindizes deutlich aussagekräftiger in Bezug auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit sein. Für langfristige Gleichgewichtsanalysen sollte schließlich auf BIP-Deflatoren oder Deflatoren des Gesamtabsatzes zurückgegriffen werden. Letztere berücksichtigen neben der inländischen Wertschöpfung die Preise der importierten Waren und Dienstleistungen und spiegeln damit die Preis- und Kostensituation noch breiter wider. Importierte Vorleistungen machen einen immer größeren Teil der inländischen Produktion aus (*Deutsche Bundesbank* 2016a und 2023, S. 15f.).

Die beiden Abbildungen bestätigen andererseits die Ergebnisse vieler empirischer Studien (siehe z.B. *Ca'Zorzi et al* 2021 oder *Boundi-Chraki* und *Mateo Tomé* 2022). Diese Analysen verwerfen auch unter Berücksichtigung von nichtlinearen Anpassungsverfahren die Gültigkeit der (absoluten) KKPT, da die realen effektiven Wechselkurse in aller Regel durch ein nicht-stationäres Zeitreihenverhalten geprägt sind. Diese Ergebnisse legen nahe, dass Strukturbrüche, Preisanpassungsverzögerungen und Marktfriktionen

Abweichungen von der KKPT verursachen und zusätzliche Einflussfaktoren auf den REER berücksichtigt werden müssen.

Aus Sicht einer aktivistischen Geld- und Währungspolitik, mit deren Hilfe Wechselkurse, Preise und Kapitalströme verändert werden sollen, um sowohl die kurz- und mittelfristige Konjunkturentwicklung als auch die längerfristige Wirtschaftsentwicklung zu beeinflussen und damit die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaft zu verbessern, ergeben sich also durchaus Handlungsoptionen. Ob und inwieweit derartige Eingriffe im Sinne einer rationalen Wirtschaftspolitik allerdings hinreichend steuer- bzw. kontrollierbar sind, ist damit noch nicht beantwortet.

3. Aktivistische Geld- und Währungspolitik zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit

Die Erfolgsaussichten einer aktivistischen Geld- und Währungspolitik hängen von der Identifikation der relevanten Transmissionskanäle geldpolitischer Impulse ab, über die Zinsen, Wechselkurse und Preise verändert werden. Dabei ist zu klären, ob diese Übertragungsmechanismen im Zeitablauf stabil sind, also ob und inwieweit sich ihre Wirksamkeit verändert und welche Faktoren dafür verantwortlich sind.

3.1. Der Wechselkurskanal

Bei den traditionellen monetären Übertragungsmechanismen unterscheidet man zwischen dem Zinskanal (*interest rate channel*), der die direkten und indirekten Zinswirkungen auf die Binnenwirtschaft infolge geldpolitischer Impulse erfasst, und dem Wechselkurskanal (*exchange rate channel*), der die wechselkursbedingten Reaktionen identifiziert (Görgens et al. 2014). Reagieren die nominalen Wechselkurse aufgrund von geldpolitischen Maßnahmen, ohne dass die Preisniveaus der beteiligten Länder die Wechselkurseffekte im Zeitablauf vollständig neutralisieren, würde sich der REER und damit die Wettbewerbsfähigkeit nicht nur kurz-, sondern auch längerfristig verändern.

Mithilfe geldpolitischer Impulse versuchen Notenbanken die inländische Zins- bzw. Renditestruktur zu verändern, um die Binnennachfrage und damit die Konjunkturentwicklung bzw. die Inflation zu beeinflussen. Die praktische Geldpolitik erfolgt dabei im Wesentlichen über Leitzinsanpassungen. Im Fall einer Leitzinsreduktion sinken im Idealfall die Zinsen bzw. Renditen über alle Laufzeitsegmente, sodass Investoren c.p. künftig geringere Erträge erzielen können und mit steigenden Kapitalexporten bzw. sinkenden Kapitalimporten reagieren. Die korrespondierenden Anpassungen von Devisenangebot und -nachfrage bewirken sowohl eine rasche nominale Abwertung der Inlandswährung als c.p. auch entsprechende Veränderungen des REER. Infolge der Abwertung verbilligen sich die Exporte und verteuern sich Importe, sodass sich das

Ausgabeverhalten der Marktteilnehmer anpasst (*expenditure switching*). Die Anpassungsreaktionen hängen ihrerseits wiederum vom Grad der Substitutionsmöglichkeiten zwischen in- und ausländischen Gütern respektive Vorprodukten ab. Sofern die Substitutionseffekte (in der kurzen Frist) begrenzt sind, treten J-Kurveneffekte auf. Während die Wechselkurswirkungen unmittelbar greifen, reagieren Export- und Importmengen zeitlich verzögert und schwächen bei einer Abwertung der Inlandswährung zunächst die Handels- und Leistungsbilanz. Die negative Entwicklung der Handels- und Leistungsbilanzsalden kann die Abwertung der Währung kurzfristig nochmals verstärken, bis sukzessive die „Drehung“ des Ausgabeverhaltens aufgrund der gewonnenen Wettbewerbsfähigkeit einsetzt.

Die steigende Güternachfrage im Inland führt schließlich zu einer Konjunkturbelebung und mit zunehmender Kapazitätsauslastung zu Preisniveaueffekten, die durch steigende Importpreise verstärkt werden. Das erhöhte Inlandspreisniveau spiegelt sich wiederum in einem Anstieg des REER wider. Da die steigenden Inlandspreise zudem die inländischen Zinssätze erhöhen, dürfte sich der REER-Effekt über einen Anstieg des NEER verstärken. Mit welcher Geschwindigkeit und in welchem Umfang die beschriebenen REER-Effekte auftreten, hängt einerseits vom Ausmaß der Preisträgheiten und andererseits von der Erwartungsbildung der Marktteilnehmer und deren Antizipation ab (Overshooting-Modell, *Dornbusch* 1976).

3.2. Die Bedeutung wechselkursbedingter Importpreiseffekte

Welche Effekte die wechselkursbedingten Importpreissteigerungen auf das inländische Preisniveau ausüben (*exchange rate pass-through*, ERPT), hängt ebenfalls von vielen Faktoren ab und variiert folgerichtig im hohen Maße (*Forbes et al.* 2018, 2020). Neben dem Offenheitsgrad der Volkswirtschaft, der inländischen Fertigungstiefe sowie den Substitutionsmöglichkeiten zwischen in- und ausländischen Gütern sind weitere Einflussfaktoren empirisch evident. Dabei spielt die Fakturierungswährung von Im- und Exporten für den Grad und die Geschwindigkeit der auftretenden Effekte eine gewichtige Rolle.

Wenn Importe in Inlandswährung fakturiert werden (*local currency pricing*, LCP), bleiben die Importpreise kurzfristig stabil, selbst wenn sich der Wechselkurs ändert. Der Wechselkursschock wird demzufolge zunächst nicht an die Verbraucher weitergegeben. Werden Importe dagegen in Fremdwährung fakturiert (*producer currency pricing*, PCP), was für die meisten Länder zutrifft, dann schlagen die Wechselkursschwankungen direkt auf die Importpreise durch und können sich rasch auf das inländische Preisniveau übertragen.

Unternehmen, die in ihrer eigenen Währung fakturieren, neigen dazu, die Preise in ihrer Währung längerfristig konstant zu halten. Das dämpft die unmittelbare Reaktion auf Wechselkursschwankungen – aber nur, wenn diese Währung auch verwendet wird. Auf vielen Märkten wird nicht in einer der lokalen Währungen von Exporteur oder

Importeur fakturiert, sondern in US-Dollar (*dominant currency pricing*, DCP; Gopinath und Itskhoki 2022). In diesen Fällen hängt die Importpreisdynamik vom bilateralen Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar und nicht direkt vom bilateralen Kurs der beiden Landeswährungen ab. Nach Daten von Eurostat wurden 2024 52 % der EU-Exporte in Euro und 31 % in US-Dollar fakturiert. Auf der Importseite liegt der Anteil des US-Dollar bei 51 % und der des Euro bei 40 % (Eurostat 2025). Global sind der US-Dollar und der Euro die mit Abstand wichtigsten Fakturierungswährungen, die zusammen mehr als 80 % der Außenhandelsrechnungen ausmachen. Dabei spielt der US-Dollar weltweit die größte Rolle, während der Euro in Europa und Teilen Afrikas eine große Bedeutung hat (European Central Bank 2025a).

Ferner lässt sich empirisch feststellen, dass sich Wechselkursänderungen nicht linear auf das Preisniveau bzw. die Inflation auswirken; größere Wechselkursbewegungen werden schneller weitergegeben als kleinere. Geringere Wechselkursbewegungen schlagen sich dann mehr in einer Veränderung der Gewinnmargen im Außenhandel nieder. Dies steht im Einklang mit der Vorstellung, dass größere Schocks die Unternehmen eher dazu veranlassen, ihre Preise zu ändern, was den Grad der Preisflexibilität erhöht. Der Pass-Through verstärkt sich zudem in einem Umfeld höherer Inflationsraten und bei einer höheren Inflationsvolatilität, was darauf hindeutet, dass die Häufigkeit der Preisanpassung von Bedeutung ist. Im Gegenzug wird die „Durchlässigkeit des Wechselkurses“ in einem Umfeld mit niedriger und stabiler Inflation schwächer ausfallen, und wenn die Inflationserwartungen am Inflationsziel gut verankert sind (Taylor 2000).

3.3. Effekte bei unkonventionellen geldpolitischen Impulsen

In Phasen, in denen die Zinsen nahe Null liegen, greifen Notenbanken auf unkonventionelle Maßnahmen wie das *Quantitative Easing* (QE) zurück. Im Rahmen von Offentmarktoperationen werden in großem Umfang Staats- oder Unternehmensanleihen aufgekauft, um die langfristigen Zinsen zu senken und Liquidität bereitzustellen. Diese Maßnahmen wirken über mehrere Kanäle: Sie senken Renditen am Kapitalmarkt und verschieben Portfolioentscheidungen in risikoreichere Anlagen. Inländische und ausländische Investoren strukturieren ihre Portfolios zu Lasten des Inlands um, d.h. Kapitalexporte steigen, während die Kapitalimporte sinken. Die einsetzende nominale Abwertung der Inlandswährung kann zu einer Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit führen, sofern keine unmittelbare Preisreaktion erfolgt, die den realen Effekt neutralisiert. Die QE-Maßnahmen können zu ähnlichen Effekten wie Leitzinssenkungen führen und sollen kurzfristig die Konjunktur über erhöhte Exporte stimulieren.

QE wird allerdings meist in einer Situation eingesetzt, in der ein Vertrauensverlust der Marktteilnehmer gegenüber der Notenbank oder staatlichen Schuldnern oder der Stabilität des gesamten Finanzsystems existiert und die traditionellen geldpolitischen Instrumente nicht mehr greifen. QE kann in dieser Phase das Vertrauen wiederher-

stellen, sodass sich die Währung stabilisiert oder sogar Aufwertungseffekte entstehen. Die Reaktionen hängen dabei stark von den Erwartungen über die Dauer der QE-Maßnahmen ab. Wenn die Notenbank signalisiert, dass sie QE-Maßnahmen in absehbarer Zeit zurückfahren wird, erwarten die Märkte eine Aufwertung, sodass entsprechende Kapitalzuflüsse entstehen, die zu einem NEER-Anstieg führen und damit die preisliche Wettbewerbsfähigkeit entgegen der ursprünglichen Absicht wieder verschlechtern

3.4. Zwischenfazit

Zur Verbesserung der internationalen preislichen Wettbewerbsfähigkeit müsste der reale effektive Wechselkurs zuverlässig mithilfe der Geld- und Währungspolitik steuerbar sein. Weisen bereits die inländischen Übertragungskanäle monetärer Impulse einen hohen Komplexitätsgrad auf, der eine zuverlässige Aussteuerung makroökonomischer Zielgrößen erschwert und die Forderung nach einer weitgehenden Regelbindung der Geldpolitik begründet, ergeben sich beim Wechselkurskanal weitere Unwägbarkeiten. Betrachtet man die einzelnen Komponenten des REER bleibt festzuhalten, dass die Geldpolitik nur einen indirekten Einfluss auf den NEER und das Preisniveau ausübt. Die Reaktionen auf den Finanz- und Gütermärkten hängen nicht nur von den eigenen geldpolitischen Entscheidungen, sondern auch vom Verhalten bzw. den Gegenreaktionen anderer Notenbanken und damit von relativen Zins- und Preisanpassungen und Erwartungen zur künftigen Ausgestaltung der nationalen Politiken ab.

Im Extremfall kann es zu einem Abwertungswettlauf (*competitive devaluation, currency war*) zwischen den Ländern kommen. Nach dem Börsencrash 1929 und der darauffolgenden Großen Depression kam es zu massiver Arbeitslosigkeit, Nachfragerückgang und Deflation. Großbritannien löste sich 1931 vom Goldstandard, die USA folgten 1933 und werteten den US-Dollar ab, worauf weitere Länder entsprechende Schritte einleiteten, um ihre Exportwirtschaft zu stützen. Die Spirale der einsetzenden Abwertungen führte zu internationalen Handelsbarrieren und der Protektionismus nahm zu. Der Welthandel schrumpfte zwischen den Jahren 1929 und 1933 um etwa zwei Drittel.

Auch nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems und dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen versuchten einige Länder eine gezielte Abwertungs politik zu betreiben (z.B. Japan, Großbritannien, Italien, Frankreich), was zu einer verstärkten Wechselkursvolatilität und Handelsungleichgewichten führte. Zugleich verschärfen sich die wirtschaftspolitischen Spannungen zwischen den USA, Japan und den europäischen Ländern. Nach der globalen Finanzkrise 2008 setzten die USA und andere Länder auf eine ultraexpansive Geldpolitik (QE), was indirekt zu USD-Abwertungen führte. Schwellenländer wie Brasilien, Indien und China beklagten, dass ihre Währungen unter Aufwertungsdruck gerieten und ihre Exporteinnahmen litten. China selbst hielt den Wechselkurs des Renminbi (Yuan) lange künstlich niedrig, um Exportvorteile zu sichern.

4. Fallstudie Eurozone

Die EZB begann ihr QE-Programm im März 2015 unter anderem mit dem Ziel, über Wechselkurseffekte zu wirken (*Deutsche Bundesbank* 2016b, S. 38ff), allerdings in einem Umfeld globaler expansiver Geldpolitik. Der REER reagierte in dieser Phase nur moderat (siehe Abb. 1), da die nominale Abwertung durch niedriges Preisniveauwachstum und parallele Abwertungen anderer Währungen kompensiert wurde. Demzufolge war auch die Wirkung auf die Leistungsbilanz und die preisliche Wettbewerbsfähigkeit vergleichsweise schwach und die Exportimpulse blieben hinter den Erwartungen zurück. Die Wirkung des QE-Programms auf die reale Wettbewerbsfähigkeit war begrenzt. Der Euroraum profitierte vor allem von Zinssenkungen und verbesserten Kreditbedingungen. Der Wechselkurskanal trat gegenüber anderen Transmissionskanälen in den Hintergrund.

Allerdings kam es gegenüber dem US-Dollar zu einer starken nominalen Abwertung des Euro von Mitte 2014 bis zum März 2015, in der Zeit vor Ankündigung und Start des umfangreichen QE-Programms der EZB (siehe Abb. 2). Der Euro wertete in diesem Zeitraum um 20 % gegenüber dem US-Dollar ab (von 1,35 USD/EUR auf 1,08 USD/EUR) und notierte noch bis Ende 2024 relativ schwach (bei 1,05 USD/EUR). Die EZB begründete ihr QE-Programm vor allem mit der Gefahr einer Deflation, was unter Ökonomen zu geteilten Reaktionen führte. Gleichzeitig wollte sie aber auch die Konjunktur der Eurozone stützen, wozu die Abwertung des Euro durchaus willkommen war. Sie führte zu einer starken Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der Eurozone gegenüber den USA und dürfte neben anderen Faktoren zu einer Verschlechterung der bilateralen Handelsbilanz der USA gegenüber der Eurozone beigetragen haben (Abb. 3 beschreibt die kumulierten Salden der jeweils letzten 4 Quartale).

Seit seinem Amtsantritt im Januar 2025 kritisiert US-Präsident Trump fortlaufend das hohe Handelsbilanzdefizit seines Landes gegenüber der Eurozone und verfolgt eine Politik der Abwertung des US-Dollar. Die Leistungsbilanz der USA gegenüber der Eurozone war 2024 dagegen nahezu ausgeglichen (siehe Abb. 3), da dem Handelsbilanzdefizit ein Überschuss im Handel mit Dienstleistungen und bei den Einkommen aus Direktinvestitionen gegenüberstand (*European Central Bank* 2025b). Trumps Politik der Schwächung der eigenen Währung, u.a. durch Angriffe auf die Unabhängigkeit der Notenbank und die Aufforderung zu deutlichen Zinssenkungen, ist jedoch sehr kurzfristig. Unter anderem berücksichtigt sie nicht, dass die USA einen großen Teil ihrer Importe in Dollar fakturieren können. Eine Schwächung des Dollar verteuert z.B. notwendige Rohstoffimporte und treibt damit die Inflation an. Etwa ein Drittel des bilateralen Handelsbilanzdefizits ist zudem mit Importen von Niederlassungen amerikanischer Unternehmen in der Eurozone zu erklären, die aber auch schätzungsweise 90 % des Überschusses im Dienstleistungshandel der USA mit der Eurozone beitragen (*European Central Bank* 2025b).

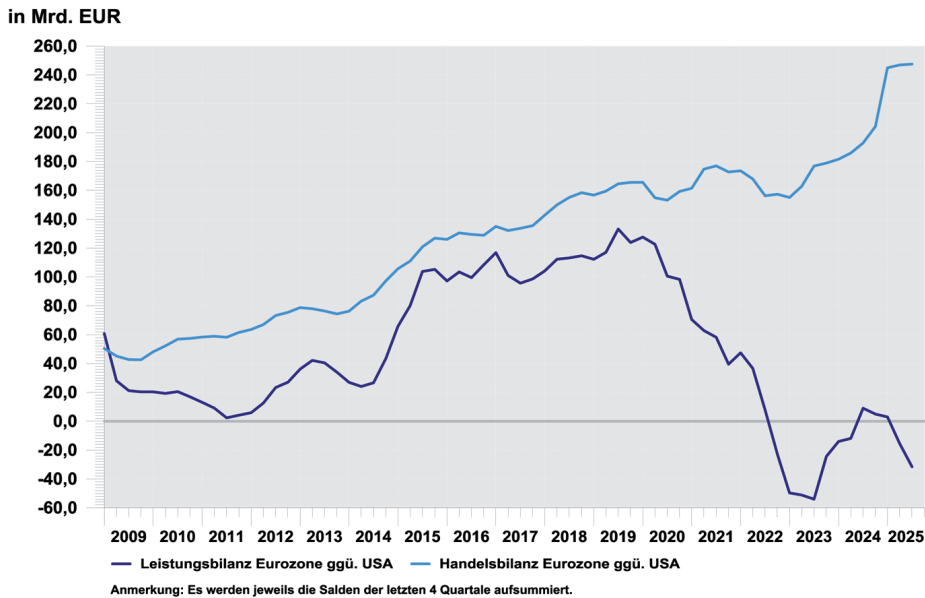


Abbildung 3: Bilaterale Leistungs- und Handelsbilanzsalden der Eurozone ggü. den USA

Datenquelle: *Macrobond* (2026) und eigene Berechnungen.

5. Wechselkursregime

Das Wechselkursregime – also die institutionelle Festlegung, wie der Wechselkurs einer Währung gegenüber anderen bestimmt wird – spielt eine zentrale Rolle für die Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft. Die Regimewahl beeinflusst sowohl die preisliche Wettbewerbsfähigkeit als auch das Investitionsklima, die Krisenresilienz und die langfristige Positionierung der Wirtschaft im globalen Wettbewerb.

5.1. Flexible versus feste Wechselkurse

Feste Wechselkurse bieten Unternehmen bei der preislichen Wettbewerbsfähigkeit eine höhere Planungssicherheit, da sich Export- und Importpreise nicht durch Wechselkurschwankungen verändern. Gleichzeitig entsteht jedoch der Nachteil, dass bei steigenden Produktionskosten oder Löhnen eine Abwertung nicht möglich ist. Wenn eine Volkswirtschaft in einem festen Wechselkursregime an Wettbewerbsfähigkeit verliert, bleibt nur die „interne Abwertung“ – also Lohn- und Preissenkungen –, die wirtschafts- und sozialpolitisch schwer durchzusetzen ist. Demgegenüber ermöglichen flexible Wechselkurse eine automatische Anpassung an Wettbewerbsprobleme. Verliert eine Volkswirtschaft an preislicher Wettbewerbsfähigkeit, wertet die Währung tendenziell ab. Da-

durch werden Exporte günstiger und Importe teurer, was die Handelsbilanz verbessert. Der Preis für diese Flexibilität ist allerdings eine höhere Wechselkursvolatilität, die Unternehmen bei grenzüberschreitenden Geschäften belasten kann.

Bei der Frage der nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit wirkt das Wechselkursregime eher indirekt. Feste Wechselkurse können Stabilität signalisieren und ausländische Direktinvestitionen fördern. Flexible Wechselkurse hingegen setzen Unternehmen einem verstärkten Wettbewerbsdruck aus, da politisch initiierte, aber fundamental nicht gerechtfertigte Abwertungen dauerhaft nicht haltbar sind. Dies kann langfristig Innovationsanreize stärken.

Das Wechselkursregime beeinflusst auch die Attraktivität einer Volkswirtschaft für internationale Investoren bzw. Kapitalanleger. Feste Wechselkurse schaffen Vertrauen und erleichtern Investitionsentscheidungen, sofern die Stabilität des Systems glaubwürdig ist. Allerdings bergen feste Wechselkurse erhebliche Risiken, wenn sie nicht durch ausreichende Devisenreserven oder politische Stabilität abgesichert sind. Die Asienkrise von 1997 zeigte, wie anfällig unhaltbare Peg-Systeme für spekulative Attacken sind.

Flexible Wechselkurse können für Investoren ebenfalls attraktiv sein, insbesondere wenn die makroökonomischen Fundamentaldaten solide sind. Sie reduzieren das Risiko einer abrupten Abwertung, da Anpassungen kontinuierlich durch Marktkräfte erfolgen.

Ein zentraler Vorteil flexibler Wechselkurse liegt in ihrer Schockabsorptionsfähigkeit. Bei negativen externen Schocks – etwa einem Einbruch der Weltmarktnachfrage oder stark schwankenden Rohstoffpreisen – kann eine automatische Abwertung die Wettbewerbsfähigkeit der Exportwirtschaft stabilisieren. Bei festen Wechselkursen ist diese Anpassung blockiert, sodass Volkswirtschaften stattdessen auf die interne Anpassung (siehe Griechenland während der Staatsschuldenkrise) setzen müssen.

5.2. Die Wettbewerbsfähigkeit innerhalb der Eurozone

Mit der Einführung des Euro sind nominale Wechselkursanpassungen zwischen Mitgliedsländern ausgeschlossen. Innerhalb der Eurozone kann kein Land mehr seine preisliche Wettbewerbsfähigkeit durch eine Abwertungsstrategie erhöhen. Bestehende Wettbewerbsunterschiede lassen sich nur durch Lohn- und Preisanpassungen („interne Abwertung“), Produktivitätssteigerungen oder fiskalische Instrumente (Steuern, Subventionen, Strukturreformen) beseitigen.

Durch die gemeinsame Währung entfielen die Wechselkursrisiken im Binnenhandel. Unternehmen profitierten von geringeren Transaktionskosten und höherer Planungssicherheit. Länder wie Spanien, Portugal oder Griechenland konnten in den ersten Jahren nach Einführung des Euro zudem die deutlich niedrigeren Zinsen nutzen. Die auftretende Zinskonvergenz hat Investitionen erleichtert und kurzfristig die Wettbewerbsfähigkeit der bisherigen Hochzinsländer verbessert.

Andererseits sind die Risiken eines festen Wechselkursregimes innerhalb der Eurozone erheblich, weil sich die Mitgliedsländer wirtschaftlich stark unterscheiden. Länder

wie Deutschland, die Niederlande oder Österreich haben seit Einführung des Euro zunächst ihre Lohnstückkosten moderat gehalten und ihre Produktivität kontinuierlich gesteigert. Länder wie Griechenland, Italien, Spanien oder Portugal hingegen verzeichneten teils stark steigende Lohnstückkosten bei gleichzeitig stagnierender Produktivität. Da nominale Abwertungen ausgeschlossen sind, führte dies langfristig zu strukturellen Wettbewerbsnachteilen in den südlichen Euro-Ländern.

Staaten mit sinkender Wettbewerbsfähigkeit müssen ihre Kostenstruktur anpassen, um wieder konkurrenzfähig zu werden. Dies geschieht über Lohn- und Preissenkungen, Abbau von Sozialleistungen oder Senkung von Unternehmenssteuern. Solche Anpassungen sind entweder für die Marktteilnehmer schmerzhaft oder schränken den politischen Gestaltungsspielraum ein und sind deshalb politisch nur schwer durchsetzbar. Das Fehlen nationaler geldpolitischer Instrumente erschwert zudem eine flexible Anpassung an auftretende externe Schocks. Der dauerhafte Ausschluss nominaler Abwertungen zwingt die Mitgliedsstaaten grundsätzlich zu strukturellen Reformen, sofern nicht die EZB oder die EU den Anpassungsdruck mit ihren Eingriffen „absorbieren“ und im Ergebnis vergemeinschaften. Dies erhöht nicht nur die Wettbewerbsfähigkeit innerhalb der Eurozone, sondern auch gegenüber Drittländern.

5.3. Wahl des Wechselkursregimes

Es lässt sich festhalten, dass es grundsätzlich kein optimales Wechselkursregime gibt. Die Wahl hängt maßgeblich von der Struktur der Volkswirtschaft, ihrem Integrationsgrad in den Welthandel und den politischen Rahmenbedingungen ab.

Für kleine, stark exportorientierte Länder wie die Schweiz oder Singapur kann ein festes Wechselkursregime Vorteile bringen, da stabile Wechselkurse die Planungssicherheit erhöhen. Insbesondere im Fall der Schweiz führen die hohen Kapitalimporte zu einem permanenten Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken, der wiederum die internationale Wettbewerbsfähigkeit von vielen Unternehmen außerhalb des Finanzsektors massiv belastet. Gleichzeitig sind diese Volkswirtschaften jedoch oft stark von externen Schocks abhängig, sodass vollständig feste Wechselkurse riskant wären. Im Fall der Schweiz bleibt ferner zu beachten, dass die Devisenmarktinterventionen in der Vergangenheit zum Aufbau hoher und aus Sicht der Schweizer Nationalbank unerwünschter Devisenreserven führte. In der Praxis bevorzugen viele Länder daher ein gelenktes flexibles Regime (*managed floating*, *dirty floating*), bei dem die Zentralbank bei übermäßigen Schwankungen eingreift.

Schwellenländer wie Brasilien, Indien oder Südafrika sind oft stark von externen Faktoren abhängig, etwa Rohstoffpreisen oder globalen Kapitalströmen. Feste Wechselkurse bergen hier hohe Risiken, weil spekulative Attacken wahrscheinlicher sind und Devisenreserven schnell erschöpft sein können. Für diese Länder ist ein gelenktes flexibles Regime häufig ebenfalls die präferierte Lösung: Der Wechselkurs folgt grundsätzlich den Marktkräften, doch die Zentralbank interveniert bei extremer Volatilität.

Große Volkswirtschaften mit einer relativ starken Binnenorientierung, wie die USA oder China, profitieren tendenziell von flexibleren Wechselkursen. Die USA nutzen seit Jahrzehnten ein weitgehend flexibles Wechselkurssystem ohne Devisenmarktinterventionen, das angesichts der weltweiten Nachfrage nach dem US-Dollar stabil bleibt. China hingegen verfolgt einen Sonderweg mit einem stark gemanagten Wechselkurs, um gezielt die Wettbewerbsfähigkeit seiner Exportwirtschaft zu fördern. In ähnlicher Form hat Japan über die letzten Dekaden agiert. Obwohl der japanische Yen seit den frühen 1970er Jahren formal frei floatet, interveniert die Bank of Japan regelmäßig und teils massiv bis in die jüngste Zeit, um übermäßige Auf- oder Abwertungen zu verhindern und die Wettbewerbsfähigkeit der exportorientierten japanischen Wirtschaft zu schützen. Japan verfolgt dabei eine exportorientierte Strategie, bei der eine zu starke Yen-Aufwertung vermieden wird.

Bei anhaltend großen Verschiebungen flexibler Wechselkurse, wie in den 1980er Jahren, kam es auch zu Versuchen einer international koordinierten Wechselkurssteuerung durch Devisenmarktinterventionen und andere koordinierte Maßnahmen der Geld- und Fiskalpolitik. Im *Plaza-Agreement* von 1985 vereinbarten die G7-Länder koordinierte Politiken zur Abwertung des US-Dollar. Als der US-Dollar dann nach einer deutlichen Abwertung in die andere Richtung überschoss, kam es 1987 zum *Louvre-Accord* mit dem Ziel des Stopps der Dollar-Abwertung. Aufgrund der praktischen Probleme solcher koordinierten Maßnahmen, wie z.B. die Einigung auf ein geeignetes makroökonomisches Modell (Jost 1990), kam es in der Folgezeit nie mehr zu ähnlichen international abgesprochenen makropolitischen Maßnahmen.

5.4. Handelspolitische Aspekte der Geld- und Währungspolitik: Aktuelle Entwicklungen

Die hohen bilateralen Handelsbilanzdefizite der Vereinigten Staaten gegenüber China und der Eurozone führen seit vielen Jahren immer wieder zu Klagen der US-Regierung über eine „unfaire“ Geld- und Wechselkurspolitik der Handelspartner. In der ersten Amtszeit von US-Präsident Trump wurde China der Wechselkursmanipulation beschuldigt. China würde den Wechselkurs des Yuan gegenüber dem US-Dollar künstlich unterbewerten, um dadurch preisliche Wettbewerbsvorteile gegenüber den Vereinigten Staaten zu erlangen (*U.S. Department of Treasury* 2019). China ist im Jahr 2005 von einem fixen Wechselkurssystem, mit einer Fixierung seiner Währung gegenüber dem US-Dollar zu einem System des Managed Floating übergegangen.² Der Internationale Währungsfonds klassifiziert das Wechselkurssystem Chinas als „Other Managed Floating“ (*International Monetary Fund* 2026). In den vergangenen 20 Jahren hat China

² Vgl. dazu die ausführliche Analyse der Entwicklung des chinesischen Wechselkursregimes durch Das (2019).

schrittweise Kapitalverkehrsbeschränkungen aufgehoben und die Konvertibilität des Yuan erhöht. Es gibt jedoch immer noch eine große Zahl von Regulierungen für den Devisenmarkt, die regelmäßig vom IWF evaluiert und beurteilt werden.

Nach den IWF-Regeln ist es einem Mitgliedsland nicht erlaubt, seinen Wechselkurs zur Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit zu manipulieren (*International Monetary Fund* 2020).³ Allerdings hat der IWF kein scharfes Sanktionsinstrument, um dies zu verhindern (Zhelev 2022, S. 3). Der IWF konnte jedoch im Hinblick auf die Anschuldigungen der US-Regierung keine offensichtliche Wechselkursmanipulation Chinas erkennen. In seinem jährlichen „Staff Report for the Article IV Consultations“ attestierte der IWF 2019, dass Chinas außenwirtschaftliche Bilanz und der effektive reale Außenwert der chinesischen Währung im Einklang mit den fundamentalen Daten Chinas stünden (*International Monetary Fund* 2019; Zhelev 2022, S. 7).

Abb. 4 zeigt die Entwicklung des bilateralen Wechselkurses des chinesischen Yuan gegenüber dem US-Dollar. Nach der Aufhebung der festen Wechselkursbindung gegenüber dem US-Dollar (bei einem Kurs von 8,2765 Yuan/1 US-Dollar) wertete der Yuan in den folgenden 10 Jahren um rund 37 % gegenüber dem US-Dollar auf. Seit Mitte 2014 dagegen hat der Yuan unter Schwankungen bis Anfang 2026 um rund 10 % gegenüber dem US-Dollar abgewertet.

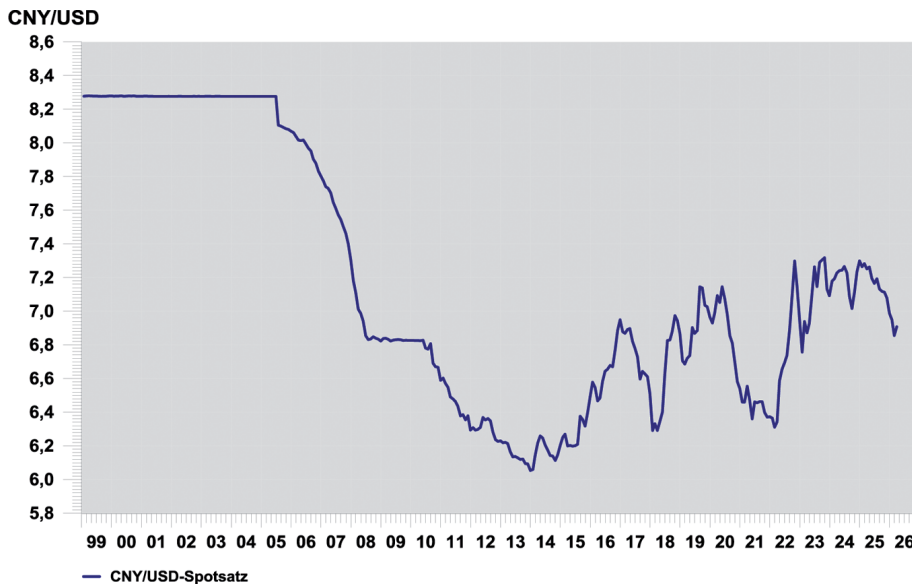


Abbildung 4: Entwicklung des nominalen CNY/USD-Wechselkurses

Datenquelle: LSEG Datastream (2026).

³ General obligations of members, section I (iii), members should „avoid manipulating exchange rates or the international monetary system in order to prevent effective balance of payments adjustment or to gain an unfair competitive advantage over other members“ (*International Monetary Fund* 2020, S. 6).

Folgt man einfachen merkantilistischen Vorstellungen und der Kaufkraftparitätentheorie in Verbindung mit dem hohen Handelsbilanzdefizit der USA gegenüber China, so könnte man aus US-Sicht eine stärkere Aufwertung des Yuan bzw. eine deutliche Abwertung des Dollar gegenüber dem Yuan fordern. Der IWF beurteilt das Wechselkursregime und die Frage der Angemessenheit der Wechselkursentwicklung jedoch auf der Grundlage einer breiteren Sichtweise und verwendet dazu u.a. den effektiven realen Außenwert einer Währung. Wie die Abb. 5 zeigt, hat China von 2005 bis 2022 gemessen am effektiven realen Außenwert des Yuan um fast 60 % aufgewertet.

Seit Mitte 2022 ergab sich jedoch bis Mitte 2025 eine reale Abwertung des Yuan gegenüber den Währungen der Haupthandelspartner Chinas, was mit deutlichen niedrigeren Inflationsraten in China in den vergangenen drei Jahren zu erklären ist, in denen die Inflationsraten und damit das Preisniveau in den meisten Ländern im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie und den Folgen des russischen Angriffskriegs gegen die Ukraine sehr stark anstiegen.

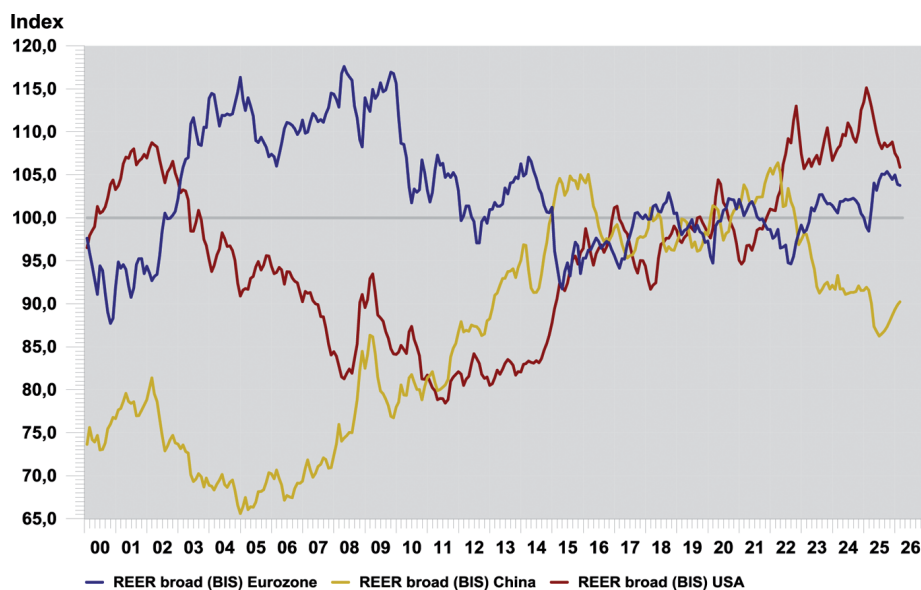


Abbildung 5: Entwicklung der realen effektiven Wechselkurse (USA, China und Eurozone)
Datenquelle: LSEG Datastream (2026).

Der jüngste „Report to Congress on Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States“ vom Januar 2026 kommt zum Schluss, dass kein Haupthandelspartner der Vereinigten Staaten seinen Wechselkurs gegenüber dem Dollar manipuliert, um unfaire Wettbewerbsvorteile zu erlangen. Gleichwohl beklagt das U.S. Finanzministerium einen Mangel an Transparenz auf Seiten Chinas bezüglich seiner Wechselkurspolitiken und -praktiken (*U.S. Department of the Treasury* 2026).

Gleich zu Beginn seiner zweiten Amtszeit Anfang 2025 griff US-Präsident Trump jedoch das Thema des hohen Handelsbilanzdefizits gegenüber China wieder auf. Er verfolgt seitdem eine Politik der Schwächung des US-Dollar, die sich auch in seinen Angriffen auf die Unabhängigkeit der amerikanischen Zentralbank widerspiegelt. Durch wiederholte Forderungen nach Zinssenkungen erhofft sich der Präsident neben einem geldpolitischen Konjunkturimpuls für die US-Wirtschaft einen schwächeren US-Dollar und damit verbesserte Exportchancen. Da diese Politik aufgrund des Widerstands der Federal Reserve bislang weitgehend gescheitert ist, hat Trump gleich zu Beginn seiner Amtszeit und in anhaltenden Schritten mehrfach und drastisch die Zölle gegenüber chinesischen Importen erhöht. Diese Politik würde für sich genommen allerdings eher zu einer Aufwertung des US-Dollars führen.

Hohe Zölle hat der US-Präsident auch gegenüber der EU eingeführt. Ähnlich wie im Falle der Handelsbeziehungen der USA zu China stuft die US-Administration den Handel mit der EU als unfair ein. Dabei geht es auch um den Wechselkurs des Dollar gegenüber dem Euro, wie in Kapitel 4 schon angedeutet wurde. Der Euro hat 2014/15 im Zusammenhang mit dem Beginn des umfangreichen Programms des Quantitative Easing und der Nullzinspolitik der Europäischen Zentralbank deutlich gegenüber dem US-Dollar abgewertet (um mehr als 20 %) (siehe Abb. 2). Seit dem Amtsantritt Trumps im Januar 2025 bis zum Februar 2026 hat jedoch der US-Dollar gegenüber dem Euro um 12 % an Wert verloren (und der Euro hat um 14 % aufgewertet).

Der Blick auf die längerfristige Entwicklung des effektiven realen Außenwerts des Euro (siehe Abb. 5) zeigt, dass der Euro in den Jahren 2005 bis 2010 um rund 10 % abgewertet hat (vor allem bedingt durch die Entwicklungen 2009/10), was die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Eurozone gegenüber ihren Haupthandelspartnern verbesserte. Seit 15 Jahren schwankt der effektive reale Außenwert des Euro in einem relativ engen Band, im Gegensatz zu den Währungen der USA und Chinas, die in diesem Zeitraum real deutlich aufwerteten (vor allem der US-Dollar).

Im wiederkehrenden wirtschaftspolitischen Disput zwischen den großen Handelsblöcken und insbesondere in den Angriffen der US-Regierung auf die Handelspartner der USA wird der Blickwinkel oft sehr eingeschränkt auf einzelne unerwünschte Entwicklungen, wie hohe Handelsbilanzdefizite. Diese haben jedoch nicht allein oder überwiegend ihren Ursprung in Veränderungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit infolge von Wechselkursveränderungen. Ein hohes Handels- und Leistungsbilanzdefizit auf der einen Seite und hohe Überschüsse auf der anderen Seite hängen mit den Spar- und Investitionsentscheidungen eines Landes zusammen. Die hohe Sparquote in China und die geringe Sparquote in den USA sind die wesentlichen Ursachen des Leistungsbilanzdefizits der USA und des Leistungsbilanzüberschusses Chinas. 2024 und 2025 profitierte China nach Einschätzung des IWF jedoch auch von einer realen Abwertung, die die Exporte Chinas förderte, sodass der Leistungsbilanzüberschuss Chinas von 1,4 % in Relation zum BIP im Jahr 2023 auf über 3 % im Jahr 2025 anstieg (*International Monetary Fund* 2026, S. 4).

6. Ordnungspolitische Aspekte: Regelbindung und Zentralbankunabhängigkeit

Die ordnungspolitische Ausgestaltung der Geldpolitik beeinflusst maßgeblich ihre Wirksamkeit im Hinblick auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit. Eine regelgebundene Geldpolitik erhöht die Vorhersehbarkeit und Stabilität geldpolitischer Entscheidungen. Sie reduziert Unsicherheit, verankert Inflationserwartungen und stabilisiert die Wechselkurse. Zentralbanken, die solchen Regeln folgen, genießen in der Regel ein höheres Maß an Glaubwürdigkeit, was wiederum die Erwartungen der in- und ausländischen Marktteilnehmer beeinflusst und positiv auf Konsum- und Investitionsausgaben sowie Anlageentscheidungen einwirkt.

Zentralbankunabhängigkeit gilt als weiteres Schlüsselement. Unabhängige Notenbanken sind weniger anfällig für politische Einflussnahme und können eine konsistente Politik der Preisniveaustabilität verfolgen. Dies wirkt sich positiv auf die langfristigen Kapitalströme, die Bonität der öffentlichen Hand und die Attraktivität des Wirtschaftsstandorts aus. Zahlreiche Studien (Alesina und Summers 1993, Jácome und Piencnagura 2026) bestätigen den Zusammenhang zwischen Unabhängigkeit und niedrigeren Inflationsraten sowie stabileren Wechselkursen. In seinem World Economic Outlook Update vom Juli 2025 mahnt der IWF im derzeitigen unsicheren makroökonomischen und politischen Umfeld die Bewahrung des historisch hohen Grades der juristischen Zentralbankunabhängigkeit seiner Länder an, vor allem auch in der praktischen Umsetzung (International Monetary Fund 2025).

Zudem wird durch eine glaubwürdige, langfristig orientierte Geldpolitik das Vertrauen in die wirtschaftspolitische Steuerungsfähigkeit gestärkt. Gerade in einer globalisierten Wirtschaft mit hoher Kapitalmobilität sind stabile Erwartungen ein zentrales Standortkriterium. Regelbindung verhindert darüber hinaus opportunistische Maßnahmen, wie etwa eine kompetitive Abwertung zum Zwecke kurzfristiger Exportgewinne (*beggar-thy-neighbour*-Politik), die auf lange Sicht kontraproduktiv sein können.

Im Ergebnis lassen sich folgende Handlungsempfehlungen zur Stärkung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit formulieren:

- **Regelbindung stärken:** Die Geldpolitik sollte auf das primäre Ziel der Preisniveaustabilität ausgerichtet bleiben und transparente Entscheidungsregeln berücksichtigen. Dies erhöht ihre Verlässlichkeit und reduziert politische Einflussnahme. Preisniveaustabilität verbessert langfristig und damit nachhaltig die internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Ländern mit einer inflationären geldpolitischen Ausrichtung.
- **Wechselkursentwicklungen beobachten, nicht manipulieren:** Zentralbanken sollten Wechselkursentwicklungen systematisch in ihre geldpolitischen Überlegungen einbeziehen, dabei jedoch nicht den Versuch unternehmen, diese dauerhaft zu steuern. Zielgerichtete Interventionen sollten Ausnahmen bleiben und nur dann ergriffen werden, wenn die Schockabsorptionsfähigkeit flexibler Preise nicht

mehr ausreicht. Eine durch eine kurzfristige Abwertungspolitik verbesserte Wettbewerbsfähigkeit birgt zudem die Gefahr nachlassender Innovationskraft und sinkender Produktivität aufgrund „leichter“ werdender Exporte. Eine stabile und starke Währung kann demgegenüber als „Produktivitäts- und Innovationspeitsche“ wirken und hat bei zunehmender Globalisierung mit internationaler Arbeitsteilung und Lieferketten den Vorteil eines günstigeren Bezugs von Importen und einer Verbesserung der Terms of Trade.

- **Zentralbankunabhängigkeit institutionell absichern:** Eine rechtlich abgesicherte Unabhängigkeit der Zentralbank stärkt ihre Glaubwürdigkeit und schützt vor politischer Vereinnahmung, insbesondere in wirtschaftlich angespannten Zeiten.
- **Langfristig ausgerichtete Wachstumspolitik:** Förderung und bessere Umfeldbedingungen für technischen Fortschritt, Stärkung und Förderung von Humankapital und Investitionen in physisches Kapital sind für Industrieländer die wichtigsten Treiber langfristigen Wirtschaftswachstums (*Barro und Sala-i-Martin* 2003). Sie verbessern die reale Wettbewerbsfähigkeit nachhaltig und reduzieren die Notwendigkeit geldpolitischer Kursanpassungen.
- **Makroökonomische Koordinierung in Währungsräumen fördern:** Insbesondere in Währungsunionen wie der Eurozone sollten nationale Wirtschaftspolitiken stärker aufeinander abgestimmt werden, um divergierende Entwicklungen bei Preisen, Löhnen und Produktivität zu vermeiden, die eine einheitliche Geldpolitik erschweren.
- **Handelsbilanz- und Leistungsbilanzsalden keine primären wirtschaftspolitischen Ziele:** Sowohl höhere Überschüsse als auch Defizite der Handels- oder Leistungsbilanzen können langfristig tragbar sein. Sie werden von den Spar- und Investitionsentscheidungen in einer Volkswirtschaft bestimmt, die u.a. auch von demographischen Entwicklungen abhängig sind.

7. Fazit

Die Geld- und Währungspolitik kann in erheblichem Maße Einfluss auf die internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft nehmen. Allerdings löst eine aktivistische Politik nur indirekte und letztlich nicht zuverlässig kontrollierbare Effekte über Wechselkursänderungen aus. Die Wechselkursbildung ist ein Marktprozess. Angebot und Nachfrage nach Währungen hängen von vielen Faktoren und nicht allein von der Geldpolitik ab. Externe Schocks wie geopolitische Ereignisse, abrupte Anpassungen bei Rohstoffpreisen oder auftretende Krisen (Banken-, Schuldenkrisen etc.) lösen massive Verwerfungen auf den Devisenmärkten aus. Das gleichzeitige Agieren mehrerer Notenbanken verursacht zudem internationale Spillover-Effekte, sodass variierende Zins- und Inflationsspreads die Wechselkursentwicklung dominieren. Politische Faktoren wie die Ausgestaltung der Fiskalpolitik, das Schuldenniveau bzw. die Schuldentragfähigkeit einzelner Länder, Regulierungsunterschiede, etc. beeinflussen

ferner das Verhalten der internationalen Kapitalanleger und damit die Kapitalströme sowie letztlich die Wechselkurse.

Langfristig dominieren strukturelle Fundamentalfaktoren die internationale Wettbewerbsfähigkeit. Dazu zählen insbesondere technologische Innovationskraft, Effizienz öffentlicher Institutionen, Infrastrukturqualität, Bildungssysteme sowie der regulatorische Rahmen. Die Geldpolitik kann zur langfristigen Wettbewerbsfähigkeit beitragen, indem sie stabile makroökonomische Rahmenbedingungen gewährleistet. Eine dauerhaft expansive Geldpolitik allein kann den REER nicht auf einem wettbewerbsfähigen Niveau halten, da ihre kurzfristigen „positiven“ Effekte über Preisniveausteigerungen und Abwertungserwartungen neutralisiert werden. Die Geldpolitik kann also lediglich temporäre Impulse mit nicht ausreichend prognostizierbaren Effekten setzen und muss jederzeit mit Gegenreaktionen rechnen.

Literaturverzeichnis

- Alesina, Alberto und Lawrence H. Summers (1993), Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 25(2), 151–162.
- Bank for International Settlements* (2026), Data portal – effective exchange rates, <https://data.bis.org/topics/EER>.
- Barro, Robert und Xavier I. Sala-i-Martin (2003), *Economic growth*, 2nd ed., Cambridge/Ma. 2003.
- Boundi-Chraki, Fahd und Juan Pablo Mateo Tomé (2022), The purchasing power parity hypothesis tested once again. New empirical evidence for 28 OECD Countries, in: *Investigación Económica*, Vol. 81, No. 322, 3–26.
- Ca' Zorzi, M., Longaric P. A. und M. Rubaszek (2021), Prognosekraft von Modellen gleichgewichtiger Wechselkurse, in: *EZB Wirtschaftsbericht Juli 2021*, 83–101.
- Das, S. (2019), China's evolving exchange rate regime, IMF Working Paper, WP/19/50, March 2019.
- Deutsche Bundesbank* (2016a), Der Einfluss alternativer Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit auf den realen Güterexport, in: *Monatsbericht Januar 2016*, 13–31.
- Deutsche Bundesbank* (2016b), Zu den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der quantitativen Lockerung im Euro-Raum, Juni 2016, 29–54.
- Deutsche Bundesbank* (2023), Ist die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands und des Euroraums günstig?, in: *Monatsbericht Oktober 2023*, 13–39.
- Dornbusch, Rudiger (1976), Expectations and exchange rate dynamics, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 84 (6), 1161–1176.
- European Central Bank* (2025a), Global trade invoicing patterns, new insights and the influence of geopolitics, https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/ire/article/html/ecb.ireart202506_02~a8e66f5ea3.en.html.
- European Central Bank* (2025b), US Trade Policies and the activities of US multinational enterprises in the Eurozone, https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2025/html/ecb.eb-box202504_02~b993bf44eb.en.html.
- Eurostat* (2025), Statistics explained, Extra-EU Trade by invoicing currency, <https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Extra>.
- Forbes, Kristin, Hjortsoe, Ida und Tsvetelina Nenova (2018), The shocks matter: Improving our estimates of exchange rate pass-through, in: *Journal of International Economics*, Vol. 114(C), 255–275.

- Forbes, Kristin, Hjortsoe, Ida und Tsvetelina Nenova (2020), International evidence on shock-dependent exchange rate pass-through, in: *IMF Economic Review*, Vol. 68(4), 721–763.
- Görgens, E., Ruckriegel, K. und F. Seitz (2014), *Europäische Geldpolitik*, 6. Aufl., München 2014.
- Gopinath, Gita und Oleg Itskhoki (2022), Dominant currency paradigm: a review, in: *Handbook of International Economics*, Vol. 6, 45–90.
- International Monetary Fund* (2019), People's Republic of China: 2019 Article IV Consultation press release; staff report; staff statement and statement by the executive director for China, IMF Country Report 19/266, IMF August 2019.
- International Monetary Fund* (2020) Articles of Agreement of the International Monetary Fund, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/index.htm>.
- International Monetary Fund* (2025), World Economic Outlook Update, Global Economy: Tenuous resilience amid persistent uncertainty, July 2025, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2025/07/29/world-economic-outlook-update-july-2025>.
- International Monetary Fund* (2026), People's Republic of China, 2025 Article IV Consultation, press release; staff report; and statement by the executive director for the People's Republic of China; IMF Country Reports 26/044, IMF February 2026.
- Jácome, Luis I. und Samuel Pienknagura (2026), Central Bank Independence and Inflation in Latin America—Through the lens of history, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 58(1), 261–292.
- Jost, Thomas (1990), Zur internationalen Transmission makropolitischen Aktivitäten bei flexiblen Wechselkursen – Darstellung und wirtschaftspolitische Relevanz, Frankfurt u.a. 1990.
- Klau, Marc und San Sau Fung (2006), The new BIS effective exchange rate indices, *BIS Quarterly Review* March 2006, 51–65.
- Sachverständigenrat* (2023), Wettbewerbsfähigkeit in Zeiten geopolitischer Veränderungen, in: Jahresgutachten des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2022/23, Energiekrise, solidarisch bewältigen, neue Realität gestalten, Kapitel 7, 357–422. *Taylor, John B.* (2000), Low inflation, pass-through, and the pricing power of firms, *European Economic Review*, 44(7), 1389–1408.
- U.S. Department of the Treasury* (2019), Treasury designates China as a currency manipulator, press release, <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sm751>.
- U.S. Department of the Treasury* (2026), press releases – Treasury releases report on macroeconomic and foreign exchanges policies of major trading partners of the United States, <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sb0737>. *elev, Paskal* (2022), The foreign exchange policy of China – Is the country a „currency manipulator“?, MPRA Paper No. 116735, online at <https://mpra.ub.uni.muenchen.de/116735/>.