

# Wechselkurseinflüsse in der deutschen Elektroindustrie

## Herausforderungen und Handlungsmöglichkeiten

**IKB Deutsche Industriebank AG**  
**ZVEI - Zentralverband Elektrotechnik- und Elektronikindustrie e. V.**

Dr. Klaus Bauknecht  
+49 211 8221 4118  
[klausdieter.bauknecht@ikb.de](mailto:klausdieter.bauknecht@ikb.de)

Dr. Carolin Vogt  
+49 211 8221 4492  
[carolin.vogt@ikb.de](mailto:carolin.vogt@ikb.de)

Dr. Andreas Gontermann  
+49 69 6302 273  
[gontermann@zvei.org](mailto:gontermann@zvei.org)

Jochen Schäfer  
+49 69 6302 332  
[schaeferj@zvei.org](mailto:schaeferj@zvei.org)

## Zusammenfassung

- Wechselkursänderungen sind eine wichtige Einflussgröße für realwirtschaftliche und geldpolitische Entwicklungen und gehören zum Alltag vieler exportorientierter Unternehmer. Aufgrund der weltweiten Vernetzung der Finanz- und Gütermärkte wird es immer ehrgeiziger, mittelfristige Trends in der Wechselkursentwicklung zu erkennen. Entsprechende Risiken bleiben eine Herausforderung für Unternehmen – nicht nur in Bezug auf Schwellenländer, sondern grundsätzlich.
- Die deutsche Elektroindustrie ist wie kaum eine andere Branche in die Globalisierung und die internationale Arbeitsteilung eingebunden. Wechselkursentwicklungen spielen für den zweitgrößten industriellen Arbeitgeber hierzulande, der für ein Siebtel aller gesamtwirtschaftlichen deutschen Exporte steht, eine wichtige Rolle.
- Die vorliegende Analyse untersucht den Einfluss des Euro/US-Dollar-Wechselkurses auf die deutschen Elektroexporte. Seit 2000 sind Euro-Abwertungen mehrheitlich mit einem überdurchschnittlichen Exportanstieg einhergegangen und umgekehrt. Doch für den Exporterfolg spielen neben dem Preis auch etliche andere Aspekte wie Qualitätsfragen oder Service eine Rolle. Ein möglicher Wechselkurseinfluss zeigt sich nicht nur in der Exportdynamik, sondern mittelfristig vor allem auch in den strategischen Entscheidungen der Unternehmen.
- Um Wechselkursrisiken zu reduzieren, bieten sich oftmals Absicherungen an. Das können Forward-Geschäfte sein, Optionen oder Kombinationen solcher Produkte. Für eine optimale Absicherung ist jedoch eine genau definierte Risiko- und Absicherungsstrategie des Unternehmens notwendig.

# Inhalt

<b>1. Einleitung: Wechselkurse und globale Geldpolitik</b>	<b>3</b>
<b>2. Profil und Internationalität der deutschen Elektroindustrie</b>	<b>5</b>
<b>3. Wechselkurseinfluss auf Preise und „ZVEI-Elektro-Euro“</b>	<b>9</b>
<b>4. Einfluss des Euro/Dollar-Wechselkurses auf die deutschen Elektroexporte</b>	<b>11</b>
<b>5. Strategien zur Risikoversorge</b>	<b>15</b>
<b>6. Ausblick auf Währungsmärkte</b>	<b>19</b>

## 1. Einleitung: Wechselkurse und globale Geldpolitik

**Wechselkurse als Instrument der geldpolitischen Steuerung**

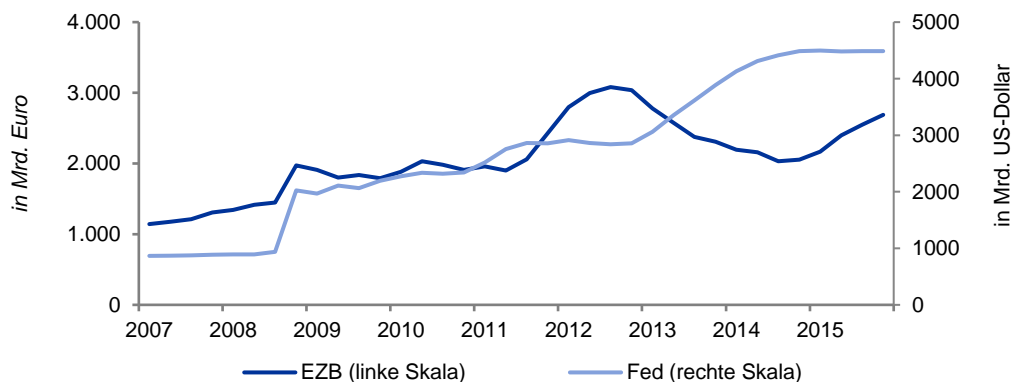
Seit dem Ende des Systems fester Wechselkursbindungen zum US-Dollar Anfang der 70er Jahre gehören Überlegungen zu möglichen Wechselkursänderungen zum Alltag vieler exportorientierter Unternehmen. Doch die Volatilität von Devisenkursen hat sich stark erhöht. Wechselkurse sind seither auch oftmals von Notenbanken als Instrument der geldpolitischen Steuerung benutzt worden, was zu nennenswerten Korrekturen der Kurse und damit zu Handlungsdruck bei global agierenden Unternehmen geführt hat. So sind Wechselkursveränderungen zu einer wichtigen Einflussgröße für realwirtschaftliche sowie geldpolitische Entwicklungen geworden.

Länder erhoffen sich von einer Abwertung der heimischen Währung Wettbewerbsvorteile, die ihren Export stützen. Der Versuch, durch eine schwache Währung preisliche Wettbewerbsvorteile zu sichern und durch steigende Importpreise lokale Industrien zu schützen, ist vor allem eine bei Schwellenländern weit verbreitete geldpolitische Maßnahme, auch wenn ihre Wirkung oftmals nur kurzfristig anhält. Denn eine Abwertung verbessert zwar die preisliche Wettbewerbsfähigkeit für den Exporteur, führt aber zu höheren Importpreisen und damit zu einem höheren Preisniveau in der Wirtschaft, was wiederum die Kosten steigen und den Wettbewerbsvorteil erodieren lassen kann. Dennoch können die realwirtschaftlichen Einflüsse einer Abwertung grundsätzlich als positiv bewertet werden, vor allem wenn sie durch zusätzliche Reformen und Flexibilisierung der Wirtschaft unterstützt werden und somit auch Investitionsentscheidungen beeinflussen.

**Mittelfristige Trends der Wechselkursentwicklung sind schwer zu identifizieren**

Aufgrund der weltweiten Vernetzung der Finanz- und Gütermärkte wird es immer schwerer, mittelfristige Trends in der Wechselkursentwicklung zu erkennen. Die Lockerung der EZB-Geldpolitik und die Zinsanhebung durch die Fed sind erste Indikationen dafür, dass die Geldpolitik der wichtigen Notenbanken in Zukunft wieder weniger gleichlaufend, sondern etwas differenzierter ausfallen könnte, was deutlichere Wechselkurs-trends mit sich bringen würde. Allerdings scheint eine klare Divergenz und damit eine anhaltende US-Dollar-Aufwertung aufgrund des US-Konjunkturbildes im Jahr 2016 eher unwahrscheinlich.

**Abb. 1: Entwicklung der Bilanzsummen von EZB und Fed**



Quellen: EZB; Fed; IKB

**Expansive Geldpolitik der Notenbanken soll Aufwertung der eigenen Währung verhindern**

Seit der Finanzkrise von 2008/09 fokussieren sich die Notenbanken der Industrienationen bei zunehmenden Deflationssorgen verstärkt auf den Außenwert ihrer Währungen. So hat die Finanzkrise neue Dynamiken auf den Finanz- und insbesondere auf den Wechselkursmärkten eingeleitet. Die Notenbanken haben als Folge der Krise ihre Bilanzen ausgeweitet und somit die Geldmenge deutlich erhöht. Dies gilt nicht nur für Fed und EZB, sondern auch für alle anderen Notenbanken bedeutender Industrieländer wie Japan, Großbritannien und der Schweiz. Die meisten Industrieländer haben als Folge der ambitionierten US-Geldmengenausweitung eine ähnliche Politik verfolgt, um eine deutliche Aufwertung ihrer Währung, Deflationsgefahren und Wettbewerbsnach-

**Gefahr von deutlichen Wechselkurskorrekturen hat sich erhöht, ...**

teile zu verhindern. Auch die chinesische Notenbank hat ihre Geldmenge durch Devisenaufkäufe, vor allem nach der Finanzkrise, deutlich angehoben.

Die Geldmengenausweitung, insbesondere der Fed, hat in den letzten Jahren die Gefahr von deutlichen Wechselkurskorrekturen erhöht. Das Risiko von größeren Schwankungen besteht insbesondere dann, wenn eine Notenbank im Vergleich zu anderen Notenbanken einen divergierenden geldpolitischen Weg einschlägt. Doch solch ein Korrekturpotenzial gab es auch schon früher. Ein ausweitendes Zinsdifferenzial als Folge einer geldpolitischen Straffung führt zu einer Aufwertung der Währung, deren Notenbank eine Zinsanhebung und damit eine restriktive Geldpolitik umgesetzt hat. Was sich allerdings seit der Finanzkrise geändert hat, ist das Ausmaß der Korrekturen als Folge von geldpolitischen Änderungen.

Dies kann auf die übermäßige Geldmengenausweitung zurückgeführt werden. So hat zum Beispiel allein die Ankündigung einer möglichen Beendigung des Fed-Aufkaufprogramms im Jahr 2013 zu deutlichen Korrekturen auf den Zins- und damit Wechselkursmärkten geführt, insbesondere in Schwellenländern, die bis dahin von Investoren als attraktive Märkte in einem generellen Niedrigzinsumfeld gegolten hatten. Auch im Jahr 2015 haben Erwartungen einer bevorstehenden US-Zinswende zum Teil für drastische Wechselkursverwerfungen in den Schwellenländern gesorgt. Nach einer Phase deutlicher Aufwertungen zum US-Dollar als Folge der Fed-Geldmengenausweitung haben diese Währungen aufgrund der bloßen Erwartung, dass die Fed ihre Geldpolitik ändert, einen regelrechten Absturz erlebt. Außerdem wurde der Einfluss fallender Rohstoffpreise auf verschiedene Wechselkurse durch die US-Geldmengenausweitung und daraus resultierender Kapitalbewegungen wie durch einen Katalysator massiv erhöht.

**Abb. 2: US-Dollar Index (Anstieg bedeutet Dollar-Aufwertung)**



Quellen: Bloomberg; IKB

**... nicht nur für Schwellenländer, sondern auch für Industrieländer**

Auch die Bilanzausweitung einer einzelnen Notenbank kann zu Wechselkurssturbulenzen führen, wie das Beispiel der Schweizer Nationalbank zeigt. Als Folge der angekündigten EZB-Bilanzausweitung von rd. 1 Billion € musste die Schweizer Notenbank Anfang des Jahres 2015 nach einer bedeutenden Bilanzausweitung ihrerseits ihr Ziel aufgeben, eine Aufwertung des Franken unter 1,20 Franken je Euro zu verhindern. Diese Entwicklung hat gezeigt, dass Notenbanken von kleineren Volkswirtschaften limitiert sind, ihre Währung nicht nur zu stärken, sondern auch zu schwächen. Bis zur Finanzkrise herrschte grundsätzlich die Einschätzung, dass eine anhaltende Währungsschwächung durch die jeweilige Notenbank sehr wohl möglich ist, da sie das Monopol der Geldschöpfung besitzt, also die Geldmenge unbegrenzt ausweiten und damit ihre Währung schwächen kann. Doch die Erfahrungen der Schweizer Notenbank haben gezeigt, dass es in Zeiten weltweit überschüssiger Liquidität hierfür Grenzen gibt, vor allem für kleinere Volkswirtschaften, da eine Notenbank nicht unbegrenzt ihre Bilanz relativ zur Wirtschaftsleistung ausweiten kann. Somit ist jegliches Wechselkursziel einer Notenbank im aktuellen Umfeld mit Skepsis zu betrachten, insbesondere, wenn Gegenreaktionen anderer Notenbanken zu erwarten sind. Dies gilt auch für China, das bei einer Abwertung seiner Währung eine Gegenreaktion von Fed und anderer Noten-

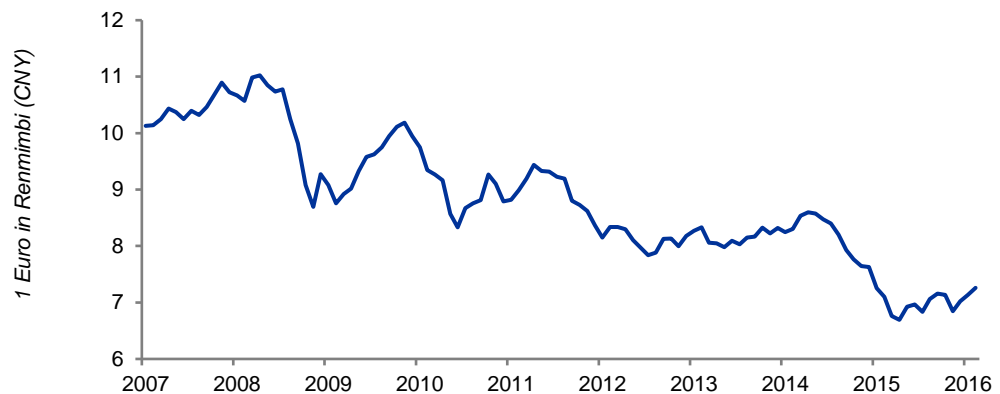
**Politische Entwicklungen beeinflussen ebenfalls Wechselkurse und sind kaum zu prognostizieren**

banken provozieren würde.

Die seit der Finanzkrise vollzogene Geldmengenausweitung sowie der Versuch einiger Notenbanken, den realwirtschaftlichen Pfad ihrer Volkswirtschaften verstärkt beeinflussen zu wollen, deuten für die Zukunft auf erhöhte Wechselkursvolatilitäten hin. Ein Abwertungswettlauf zwischen den industrialisierten Ländern ist hingegen nicht zu erwarten. Seit der Finanzkrise synchronisieren bedeutende Notenbanken ihre Geldpolitik, um Aufwertungsdruck zu verhindern. Mit der US-Zinswende sowie den Maßnahmen der EZB ist allerdings mehr Raum für eine divergierende Geldpolitik geschaffen worden. Wie das Beispiel der Schweiz zeigt, sind es vor allem kleinere Volkswirtschaften, die durch eine Geldflut besonders angreifbar sind.

Globalisierung beinhaltet insbesondere auch eine starke realwirtschaftliche Verflechtung, die eine nachhaltige und extrem divergierende Geldpolitik als Folge von nennenswerten konjunkturellen Unterschieden zwischen den großen Volkswirtschaften eher unwahrscheinlich macht. Somit sind drastische Wechselkurskorrekturen zukünftig vor allem auf andere Faktoren zurückzuführen, etwa auf politische Entwicklungen. Politische oder wirtschaftliche Krisen sind jedoch noch weniger prognostizierbar als volkswirtschaftliche Bestimmungsfaktoren. Wechselkursrisiken bleiben somit eine Herausforderung für Unternehmen – nicht nur in Bezug auf Schwellenländer, sondern grundsätzlich.

**Abb. 3: Wechselkursentwicklung: Euro zum Renmimbi (CNY)**



Quellen: Bloomberg; IKB

Im Folgenden steht die Bedeutung von Wechselkursentwicklungen für die deutsche Elektroindustrie im Fokus. Es folgen mögliche Handlungsalternativen und ein kurzer Ausblick auf die Devisenkurse, die für die Elektroindustrie besonders relevant sind.

## 2. Profil und Internationalität der deutschen Elektroindustrie

Die Elektroindustrie ist mit rund 850.000 Beschäftigten der zweitgrößte industrielle Arbeitgeber in Deutschland. 2015 erwirtschaftete die Branche einen Umsatz von insgesamt 178,9 Mrd. € bzw. etwa 10 % des Industrieumsatzes hierzulande. 78 % der Erlöse wurden dabei mit Industriegütern (beispielsweise aus den Bereichen Automation, Energietechnik, Elektroinstallation oder Medizintechnik) erzielt, 12 % mit Vorleistungsgütern (elektronische Bauelemente, insbesondere Halbleiter) und 10 % mit Gebrauchsgütern (Elektrohaushaltsgeräte, Unterhaltungselektronik, Licht). Zum heimischen Bruttoinlandsprodukt (BIP) trägt die Elektroindustrie rund 3 % bei.

### Internationalisierungsgrad der Elektroindustrie sehr hoch

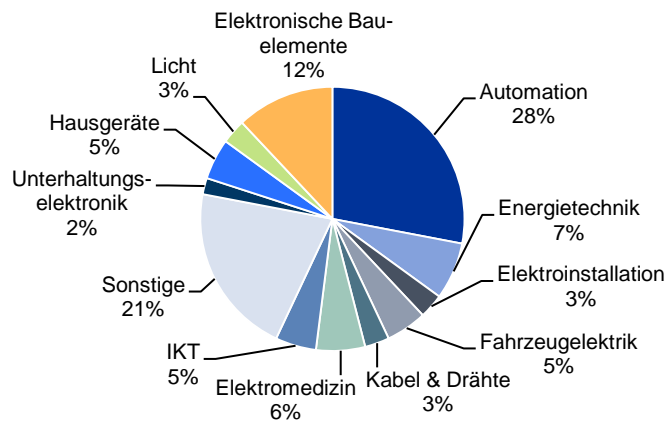
Die deutsche Elektroindustrie ist wie kaum eine andere Branche in die Globalisierung und internationale Arbeitsteilung eingebunden. Dies zeigt sich besonders eindrucksvoll

**Elektroindustrie – eine bedeutende Branche in Deutschland, ...**

**... die stark in die Globalisierung und die internationale Arbeitsteilung eingebunden ist**

im Außenhandel. Die Elektroexporte (inklusive der Re-Exporte) erreichten 2015 ein Volumen von 174,1 Mrd. €. Damit steht die Elektroindustrie für ein Siebtel aller gesamtwirtschaftlichen deutschen Ausfuhren. Deutschland ist der weltweit viertgrößte Exporteur elektrotechnischer und elektronischer Erzeugnisse. Höhere Ausfuhren konnten zuletzt nur China (2014: 662 Mrd. €), Hongkong (223 Mrd. €) und die USA (204 Mrd. €) erzielen. Zu den wichtigsten Exportgütern zählen vor allem Produkte und Systeme aus den Fachbereichen Automation (Anteil an den gesamten Branchenexporten 2015 von 20,6 %), Informations- und Kommunikationstechnik (16,6 %), elektronische Bauelemente (14,2 %), Energietechnik (8,0 %) oder Elektromedizin (7,2 %). Die Einfuhren elektrotechnischer und elektronischer Erzeugnisse nach Deutschland beliefen sich 2015 zudem auf 161,5 Mrd. €.

**Abb. 4: Umsatz der deutschen Elektroindustrie (inkl. Dienstleistungen und Software) Gesamtumsatz 2015: 178,9 Mrd. €**



Quellen: Destatis; ZVEI

### Internationale Abnehmerstruktur: Bedeutung der Euro-Länder sinkt

Auswirkungen von Wechselkurseinflüssen spielen für die deutsche Elektroindustrie im Zuge ihrer immer tieferen Einbettung in das internationale Wirtschaftsgeschehen eine stetig wachsende Rolle. Die für die Anfälligkeit für Wechselkursschwankungen relevante regionale Aufgliederung der Branchenexporte ist dabei zuerst einmal durch eine starke Konzentration auf Europa gekennzeichnet, wohin knapp zwei Drittel aller Ausfuhren geliefert werden. Allerdings haben sich die Gewichte der einzelnen Regionen seit der Jahrtausendwende zum Teil deutlich verschoben. So ist vor allem die Bedeutung Asiens als Abnehmerraum stark gestiegen, während Europa an relativer Bedeutung verloren hat. Darüber hinaus gewinnen die Schwellenländer trendmäßig zunehmend an Relevanz. Sie nehmen heute bereits mehr als ein Drittel der deutschen Elektroexporte – und damit fast doppelt so viel wie noch 2000 – auf. Getrieben worden ist diese Entwicklung insbesondere vom rasanten Aufstieg Chinas, das die USA 2014 vorübergehend als größten Abnehmer ablösen konnte.

Die Herkunft der Importe weicht von der räumlichen Exportstruktur zum Teil erheblich ab. Zwar hat Europa auch hier mit einem Anteil von 45,6 % die größte Bedeutung, Asien rangiert mit 44,4 % allerdings nur knapp dahinter. Amerika (7,9 %) spielt eine deutlich geringere Rolle. Auf Länderebene ist China mit einem Gewicht von 25,6 % der bei weitem wichtigste Lieferant für den deutschen Elektromarkt.

**Asien hat als Abnehmermarkt an Bedeutung gewonnen**

Tab. 1: Abnehmerstruktur deutscher Elektroexporteure, Anteile in %

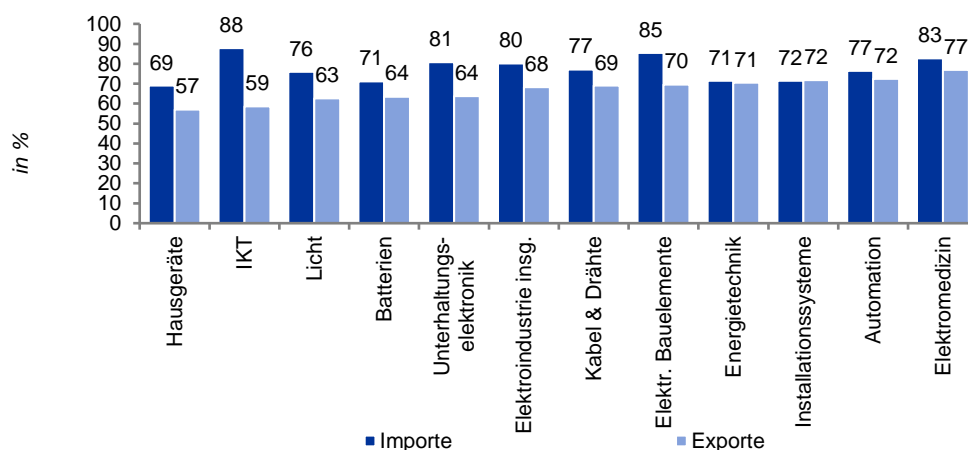
Region bzw. Land	2000	2015
Industrieländer	81,6	65,8
Schwellenländer	18,4	34,2
BRICS <sup>1)</sup>	5,4	13,0
Europa	73,1	63,5
Euro-Zone	40,8	30,6
Asien	13,6	21,4
China	2,3	8,6
Amerika	10,8	12,4
USA	8,4	9,1

1) Brasilien, Russland, Indien, China, Südafrika  
 Quellen: Destatis; ZVEI

**Wechselkurs-schwankungen spielen im Elektro-Außenhandel eine zunehmend größere Rolle**

Der Anteil der Ex- und Importe, der unmittelbar von Wechselkursschwankungen betroffen ist, hat sich in den letzten Jahren tendenziell erhöht, obgleich auch der Euro-Raum selbst gewachsen ist. 2000 waren noch 40,8 % der Ausfuhren in die Euro-Zone geliefert worden, in der Wechselkurse keine direkte Rolle spielten. 2015 waren es – trotz der zwischenzeitlich umfangreichen Erweiterung des gemeinsamen Währungsraums von ursprünglich 11 auf aktuell 19 Mitglieder – ganze 10,2 Prozentpunkte weniger. Außerdem hat sich vor allem die Gewichtung der Schwellenländer und damit die Bedeutung der Exportmärkte mit vergleichsweise hohen Wechselkursvolatilitäten nennenswert erhöht.

Abb. 5: Anteile der Länder außerhalb der Euro-Zone an den Ex- und Importen ausgewählter Fachbereiche 2015, in %



Quellen: Destatis; ZVEI

Der Anteil der deutschen Elektroimporte aus dem Euro-Raum betrug zuletzt noch 18,8 % gegenüber 25,0 % anderthalb Jahrzehnte zuvor. Bei genauerer Betrachtung wird deutlich, dass sich die einzelnen Fachbereiche der Elektroindustrie hinsichtlich ihrer Ex- und Importstruktur teilweise deutlich unterscheiden. So ist der Anteil der Aus-



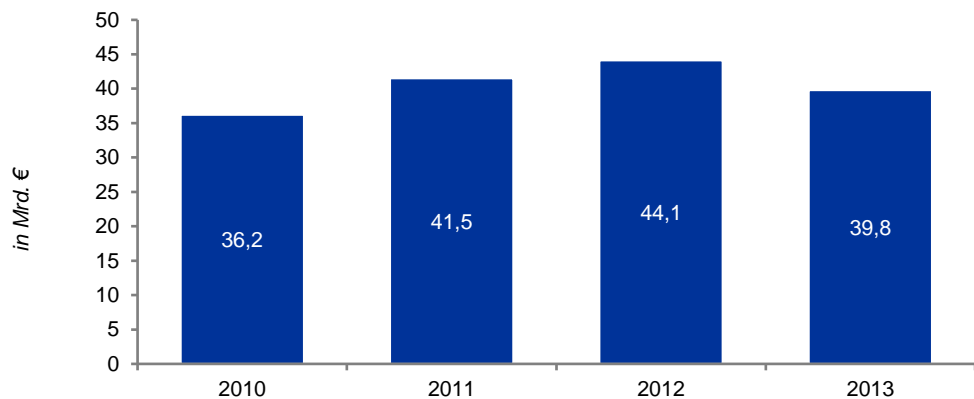
führen in Länder außerhalb des Euro-Raums beispielsweise in den Fachbereichen Elektromedizin und Automation besonders hoch, während er in den Segmenten Informations- und Kommunikationstechnik (IKT) oder Elektro-Hausgeräte – vergleichsweise – niedrig ausfällt. Ein besonders hohes Gewicht der Einfuhren aus Drittländern gibt es etwa bei den elektronischen Bauelementen, der IKT und der Elektromedizin.

### Lokale Produktion verringert Wechselkursrisiken

Neben der Markterschließung oder Kostenersparnis ist auch die Verringerung von Wechselkursrisiken durch das Bedienen wichtiger Märkte aus lokaler Produktion ein wichtiges Motiv für das Betreiben von Produktionsstandorten außerhalb Deutschlands. Der Bestand an Direktinvestitionen der deutschen Elektroindustrie im Ausland betrug 2013 39,8 Mrd. €. Der Anteil der Branche am gesamten ausländischen Direktinvestitionsbestand des Verarbeitenden Gewerbes hierzulande liegt damit bei einem Sechstel. Das bedeutet im Vergleich der großen Industriebranchen Position zwei – hinter der Automobilindustrie (Bestand von 118,4 Mrd. €) sowie vor der Chemischen Industrie (34,0 Mrd. €) und dem Maschinenbau (24,3 Mrd. €). Das Ranking der bedeutendsten Investitionsstandorte der deutschen Elektrounternehmen im Ausland wird inzwischen von China angeführt. Der Bestand erreichte dort zuletzt 5,8 Mrd. € bzw. einen Anteil von 14,6 % an den gesamten Direktinvestitionen der Branche. In den USA kam der Bestand auf 4,9 Mrd. € bzw. 12,3 %. Der gemessen am Volumen wichtigste ausländische Standort in Europa war 2013 Großbritannien auf Position drei (2,7 Mrd. €, Anteil von 6,8 %). Die Zahl der Beschäftigten in den ausländischen Unternehmen, in die von Deutschland aus investiert wurde, stieg 2013 auf insgesamt 677.000 Personen. Die Erlöse dieser Unternehmen summierten sich auf 133,8 Mrd. €. Weltweit hat die deutsche Elektroindustrie damit mehr als 1,5 Millionen Beschäftigte und macht Umsätze von über 300 Milliarden €. Aber auch hier sind Wechselkurse für die Unternehmen relevant: Zwar nicht unbedingt bezogen auf den Handel, aber für die GuV-Rechnung.

**Die Elektroindustrie steht für ein Sechstel des Bestands aller ausländischen Direktinvestitionen des Verarbeitenden Gewerbes**

**Abb. 6: Bestand an Direktinvestitionen der deutschen Elektroindustrie im Ausland**



Quellen: Deutsche Bundesbank; ZVEI

### Hochwertiges Produktportfolio dämpft Wechselkursanfälligkeit

Die Wechselkursanfälligkeit der Elektroindustrie wird nicht nur von der regionalen Außenhandelsstruktur, sondern auch von anderen Faktoren bestimmt. Eine herausgehobene Rolle hat beispielsweise die Zusammensetzung des Produktportfolios, das in der Elektroindustrie vor allem durch qualitativ hochwertige Industrie-, Vorleistungs- und Gebrauchsgüter charakterisiert ist. Ein ausländischer Kunde dürfte eine (wechselkursbedingte) Preiserhöhung eher akzeptieren, wenn er davon ausgeht, dieses Produkt nicht in einer vergleichbar hohen Qualität bei einem Mitbewerber des Anbieters zu finden. Ähnlich verhält es sich bei auf den Kunden zugeschnittenen Individuallösungen und Dienstleistungen, auf die sich viele Elektrounternehmen hierzulande spezialisiert haben. Hier ist der Preis bei der Kaufentscheidung ebenfalls nicht immer das entscheidende Kriterium. 16 % der sogenannten *Hidden Champions* in Deutschland stammen

**Preise sind bei der Kaufentscheidung nicht immer das entscheidende Kriterium**



aus der Elektroindustrie. Weltweite Marktführerschaft sowie ein Produkt, dessen Nachfrage weniger preissensitiv ist, spricht für ein grundsätzlich reduziertes Wechselkursrisiko für die Elektroindustrie. Allerdings mag dies für das einzelne Unternehmen, das oftmals bis zur Lieferung der Güter eine Preisgarantie abgeben muss, nicht unbedingt gelten. Dies ist vor allem für den Handel mit Schwellenländern von Relevanz, deren Wechselkursvolatilität selbst kurzfristig sehr hoch sein kann.

### 3. Wechselkurseinfluss auf Preise und „ZVEI-Elektro-Euro“

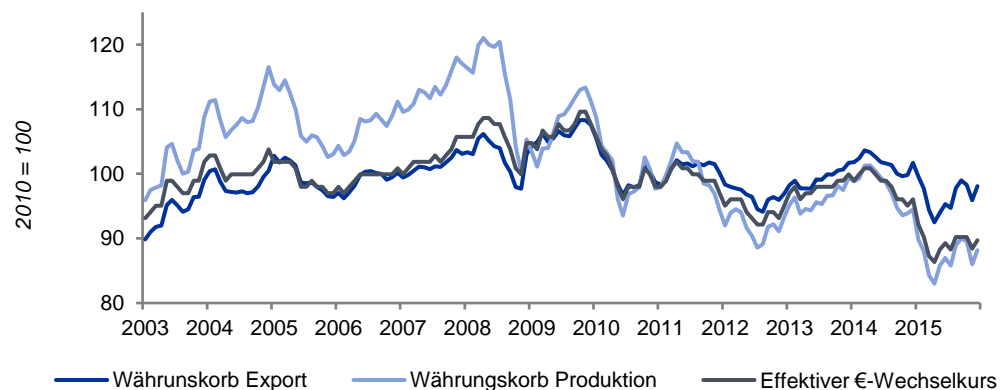
Als Folge der tiefen Integration in das internationale Wirtschaftsgeschehen spielt die Entwicklung des Euro-Wechselkurses für die deutsche Elektroindustrie eine bedeutende Rolle. Die Hälfte ihres Umsatzes erwirtschaftet die Branche heute unmittelbar im Ausland und weite Teile des Inlandsumsatzes sind am Ende auch für ausländische Märkte bestimmt, indem inländische Kunden der Branche ihre Endprodukte dort absetzen. Aus diesem Grund beobachtet der ZVEI regelmäßig die Wertentwicklung der europäischen Einheitswährung gegenüber (1) einem Korb mit den Währungen der zehn wichtigsten Abnehmerländer deutscher Elektroexporte außerhalb des Euro-Währungsgebietes (USA, China, Großbritannien, Schweiz, Russland, Tschechien, Polen, Schweden, Ungarn, Türkei) sowie (2) einem Korb mit den Währungen der zehn größten Produktionsländer für elektrotechnische und elektronische Erzeugnisse (und damit der größten Konkurrenten) außerhalb des Euro-Raums (China, Japan, USA, Südkorea, Taiwan, Brasilien, Singapur, Russland, Malaysia, Mexiko). Dieses „Elektro-Euro“ genannte Maß ist eine auf die deutsche Elektroindustrie zugeschnittene Ergänzung zum Konzept des nominalen effektiven Euro-Wechselkurses. Letzterer spiegelt die Euro-Entwicklung gegenüber einem Korb von Währungen der größten Handelspartner der Euro-Zone und damit die Auswirkungen von Wechselkursschwankungen auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Euro-Raums wider. Sowohl beim effektiven Wechselkurs, als auch beim „Elektro-Euro“ des ZVEI bedeutet ein Kursanstieg eine Aufwertung des Euro und somit eine wechselkursbedingte Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands gegenüber Ländern außerhalb des gemeinsamen Währungsraums.

„ZVEI-Elektro-Euro“  
 als Ergänzung zum  
 nominalen effektiven  
 Euro-Wechselkurs

#### Wechselkurse beeinflussen preisliche Wettbewerbsfähigkeit

Wie Abbildung 7 zeigt, lässt sich insbesondere zwischen dem exportgewichteten „Elektro-Euro“ und dem nominalen effektiven Euro-Wechselkurs im Zeitablauf der vergangenen knapp anderthalb Jahrzehnte ein deutlicher Gleichlauf beobachten. Dies ist insofern nicht überraschend, als sich beide Konzepte eines ähnlichen Gewichtungsschemas bedienen und es größere Überschneidungen bei der Zusammensetzung des Währungskorbs gibt. Darüber hinaus hat sich seit 2009 die Entwicklung des produktionsgewichteten „Elektro-Euro“ dem Verlauf der beiden anderen Wechselkurse angeglichen.

**Abb. 7: „ZVEI-Elektro-Euro“ und nominaler effektiver Euro-Wechselkurs**



Anmerkung: Gegenüber einem Korb mit den Währungen der zehn größten Handelspartner/Elektroproduzenten  
 Quellen: Deutsche Bundesbank; ZVEI

**Regelmäßig hohe Wechselkursvolatilität**

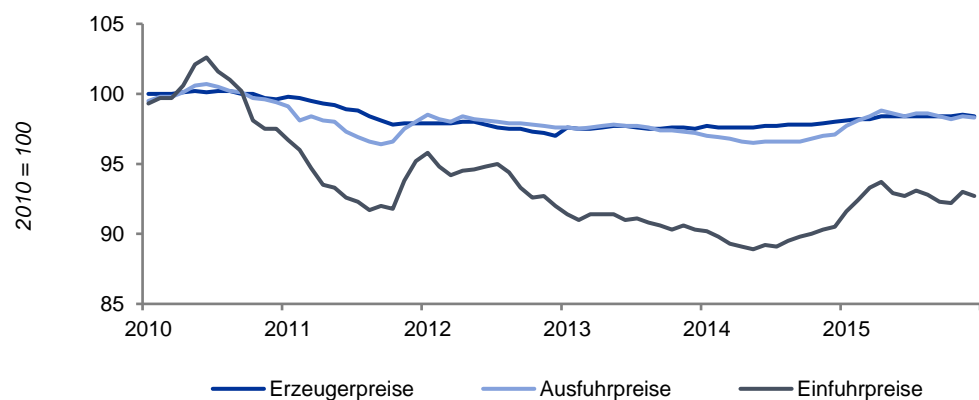
Einige Beispiele zeigen, dass der „Elektro-Euro“ in der jüngeren Vergangenheit von einer hohen Volatilität geprägt war. Bis zum Frühjahr 2014 hatte er beispielsweise über einen Zeitraum von knapp zwei Jahren nahezu ununterbrochen aufgewertet. Exportgewichtet gewann er zwischen Juni 2012 und März 2014 10,1 % an Wert, produktionsgewichtet betrug die Aufwertung sogar 13,6 %. Dies war mit einer entsprechenden Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Elektroindustrie verbunden. Tatsächlich lagen die deutschen Elektroexporte im Gesamtjahr 2013 1,4 % unter dem Wert des Vorjahres. Im Anschluss folgte allerdings eine kräftige Abwertung. Innerhalb der folgenden zwölf Monate gab der „Elektro-Euro“ um 10,4 % (Währungskorb Export) bzw. 18,1 % (Währungskorb Produktion) nach. Dies entsprach ungefähr der Entwicklung des effektiven Euro-Wechselkurses, der um 17,8 % an Wert verlor, und bedeutete eine deutliche Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Mitbewerbern außerhalb des Euroraums. 2014 stiegen die Branchenexporte dann auf 163,2 Mrd. €. Bemerkenswerterweise konnte diese Marke 2015 mit 174,1 Mrd. € nochmals überboten werden, obwohl seit Beginn dieses Jahres wieder eine gewisse Gegenbewegung beim „Elektro-Euro“ und beim nominalen Euro-Wechselkurs eingesetzt hatte.

### Einfuhrpreise sind stark wechselkursabhängig

**Elektroindustrie hat über Jahre sinkende Preisindizes verzeichnet**

Wechselkursschwankungen spielen vor allem auch für die Entwicklung der Einfuhrpreise, die u. a. ein Maß für die Importkonkurrenz in der Elektroindustrie sind, eine wichtige Rolle. Eine Euro-Aufwertung auf breiter Front führt beispielsweise – unter sonst gleichen Bedingungen – zu einem Rückgang der Einfuhrpreise in heimischer Währung. Ausländische Elektroprodukte von außerhalb des Euroraums, die mit heimischen Erzeugnissen konkurrieren, werden hierdurch preiswerter, was die relative Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Hersteller verschlechtert, gleichzeitig aber auch den Einkauf von ausländischen Vorprodukten günstiger macht. Die deutsche Elektroindustrie hat über Jahre neben sinkenden Einfuhrpreisen auch fallende Erzeuger- und Ausfuhrpreise verzeichnet, nicht zuletzt, weil viele Produkte mit hohem Technikanteil vom technologischen Fortschritt profitieren und Qualitätsverbesserungen sich in der hedonischen Preismessung preissenkend niederschlagen. Diese Preisentwicklung hat 2014 allerdings ein vorläufiges Ende gefunden. Noch im Zeitraum von Juni 2012 bis März 2014, der von einer ausgeprägten relativen Euro-Stärke gekennzeichnet gewesen war, hatten die Einfuhrpreise um insgesamt 5,8 % nachgegeben, während die Erzeugerpreise mehr oder weniger unverändert geblieben waren. Dies hatte zu einem erhöhten Wettbewerbsdruck auf dem deutschen Markt geführt. Seit Frühjahr 2014 lässt sich bei allen Indizes eine leichte Trendwende mit in der Tendenz steigenden Preisen beobachten.

**Abb. 8: Preisindizes für die deutsche Elektroindustrie**



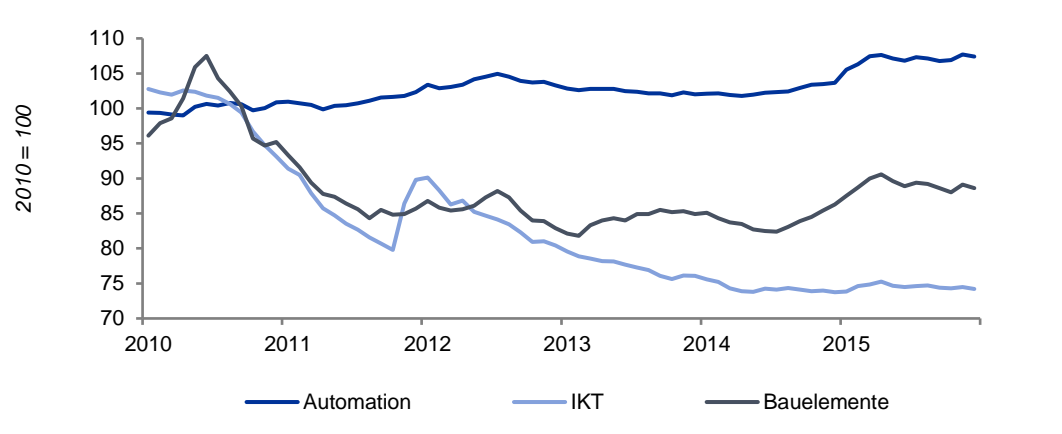
Quellen: Destatis; ZVEI

Auf Ebene der einzelnen Teilbranchen der deutschen Elektroindustrie zeigen sich erwartungsgemäß sehr unterschiedliche Preisentwicklungen. So sind die Einfuhrpreise im Bereich Automation in den letzten Jahren gestiegen (seit 2010 um insgesamt 7,4 %).

**Unterschiedliche Preisentwicklungen auf Ebene der Teilbranchen**

Ein fast ununterbrochener Einfuhr-Preisverfall lässt sich hingegen bei der Informations- und Kommunikationstechnik (IKT) beobachten. Hier sind die Importpreise seit 2010 um mehr als ein Viertel gesunken. Der Bereich der elektronischen Bauelemente (vor allem das Halbleiter-Segment) verzeichnet nach Jahren mit erhöhtem Preisdruck seit einiger Zeit wieder tendenziell steigende Einfuhrpreise, vor allem auch in Relation zu den entsprechenden Erzeugerpreisen.

**Abb. 9: Einfuhrpreise nach Fachbereichen**



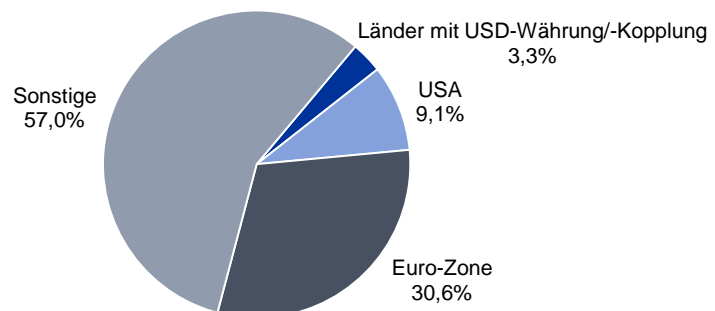
Quellen: Destatis; ZVEI

**4. Einfluss des Euro-US-Dollar-Wechselkurses auf die deutschen Elektroexporte**

**USA sind größter Abnehmer der Branche**

2015 gingen 12,4 % (21,7 Mrd. €) der deutschen Elektroexporte in Länder, die den US-Dollar – das weltweit bedeutendste Zahlungsmittel – als offizielle Währung verwenden bzw. die ihre Landeswährung an den US-Dollar gekoppelt haben. Die USA nahmen davon Ausfuhren in Höhe von 15,9 Mrd. € auf und waren damit vor China das gemessen am Volumen größte Abnehmerland der Elektroindustrie. Nichtsdestotrotz erscheint die Relevanz des Euro-Dollar-Wechselkurses für die Branche angesichts eines Exportwertes im Jahr 2015 von insgesamt 174,1 Mrd. € auf den ersten Blick vergleichsweise gering. Betrachtet man die Struktur der Elektroexporte jedoch aus einer anderen Perspektive, kommt dem Euro-Dollar-Kurs eine – zumindest potenziell – weitaus größere Bedeutung zu.

**Abb. 10: Abnehmerstruktur deutscher Elektroexporte nach Währungsräumen, 2015**



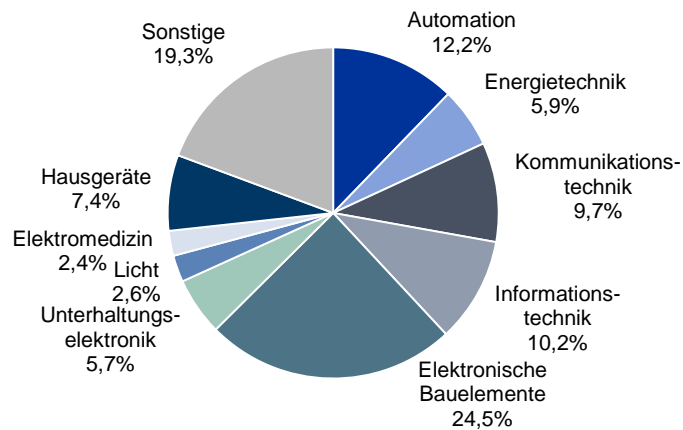
Quellen: Destatis; ZVEI

## „Dollar-Märkte“ für die Elektroindustrie von großer Relevanz

**Knapp ein Drittel der deutschen Elektroexporte wird auf „Dollar-Märkten“ abgesetzt**

Heute sind mehr als 40 % des globalen Elektromarktes, der mit einem Volumen von 3.701 Mrd. € (2014) zu den größten Produktmärkten der Welt gehört, so genannte „Dollar-Märkte“. Diese zeichnen sich dadurch aus, dass hier fast ausschließlich in der US-Währung fakturiert wie auch kalkuliert wird. In der Elektroindustrie gilt dies insbesondere für die Bereiche elektronische Bauelemente (Anteil am Weltmarkt 2014: 24,5 %), Informations- (10,2 %) und Kommunikationstechnik (9,7 %). Knapp ein Drittel der deutschen Elektroexporte wird auf eben diesen „Dollar-Märkten“ abgesetzt, wodurch der Euro-Dollar-Wechselkurs für die Branche verstärkt in den Mittelpunkt rückt. Da die Fakturierung in Fremdwährung stets mit Risiken und zusätzlichen Kosten verbunden sein kann, sind in diesen Segmenten vor allem jene Mitbewerber deutscher Unternehmen begünstigt, die nicht nur ihre Erlöse, sondern auch ihre Kosten auf Dollarbasis abrechnen können. Die Schärfe der Importkonkurrenz wird dadurch auch vom Euro-Dollar-Wechselkurs mitbestimmt.

**Abb. 11: Globaler Elektromarkt nach Fachbereichen, 2014**



Quellen: Nationale statistische Ämter; ZVEI

## Euro-Abwertung geht mehrheitlich mit Exportplus einher

Ausgehend von dieser Beobachtung stellt sich die Frage, ob sich die Entwicklung des Euro-Dollar-Wechselkurses seit Einführung der Gemeinschaftswährung tatsächlich positiv oder negativ auf die deutschen Elektroexporte insgesamt und diejenigen auf Ebene der Fachbereiche ausgewirkt hat. Angenähert wird sich dem Zusammenhang an dieser Stelle, indem die (nominale) Exportentwicklung (in Euro) in einem Jahr – dargestellt als Differenz (in Prozentpunkten) zwischen dem Ausfuhrwachstum in eben diesem Jahr und dem durchschnittlichen jährlichen Exportanstieg im Zeitraum 2000 bis 2015 – der prozentualen durchschnittlichen Auf- bzw. Abwertung des Euro gegenüber dem Vorjahr gegenübergestellt wird. Betrachtet werden sowohl die gesamten Ausfuhren der Elektroindustrie bzw. ausgewählter Fachbereiche, als auch die Lieferungen nur in jene Länder, die den US-Dollar als Zahlungsmittel verwenden bzw. die ihre Landeswährungen an den Dollar gekoppelt haben („Dollar-Länder“). Unter der Annahme, dass die Wechselkursentwicklung die Branchenexporte bedeutend beeinflusst, sollten in den Jahren des Beobachtungszeitraums eine deutlichere Euro-Abwertung (Euro-Aufwertung) und eine überdurchschnittliche (unterdurchschnittliche) Ausfuhrentwicklung tendenziell zusammenfallen – zumindest bei Lieferungen in die „Dollar-Länder“. Entsprechend sollten Jahre, in denen etwa eine Euro-Aufwertung auf eine vergleichsweise starke Exportentwicklung trifft, nicht die Regel sein.

**Euro-Abwertung befördert tendenziell die Elektroexporte**

Tatsächlich zeigt der erste Teil von Abbildung 12 bereits für die gesamten Branchenausfuhren, dass eine Euro-Abwertung tendenziell jeweils mit einer für den Beobachtungszeitraum überdurchschnittlichen Zunahme der Elektroausfuhren einherging und umgekehrt. Allerdings gab es auch mehrere Jahre, in denen sich die Exporte besser bzw. schlechter entwickelten, als es die Wechselkursentwicklung hätte vermuten las-

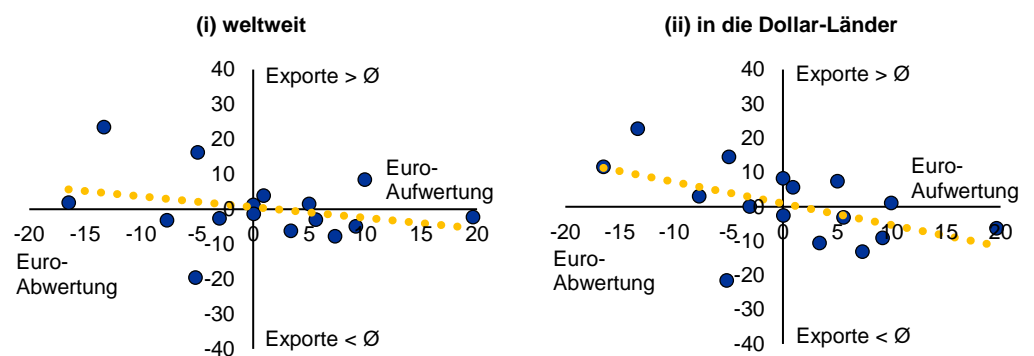
sen. Etwas deutlicher wird der Trend, wenn anstatt der weltweiten Exporte ausschließlich die Ausfuhren der deutschen Elektroindustrie in die „Dollar-Länder“ betrachtet werden (rechtes Diagramm).

### Kein einheitliches Bild auf Fachbereichsebene

**Ergebnisse für Fachbereiche der Elektroindustrie sehr unterschiedlich**

Auf Ebene ausgewählter Fachbereiche der Elektroindustrie zeigt sich ein differenziertes Bild. Bei den gesamten Exporten der mit Abstand größten Teilbranche Automation lässt sich für den Zeitraum von 2000 bis 2015 im ersten Teil von Abbildung 13 optisch kein klarer Zusammenhang zwischen Wechselkursentwicklung und Ausfuhrwachstum erkennen. Werden allerdings nur die Exporte in jene Länder betrachtet, die den US-Dollar als Währung verwenden bzw. die ihre nationalen Währungen an den US-Dollar gekoppelt haben, erscheint die Sensibilität für den Wechselkurs ausgeprägter.

**Abb. 12: Exporte der gesamten deutschen Elektroindustrie**



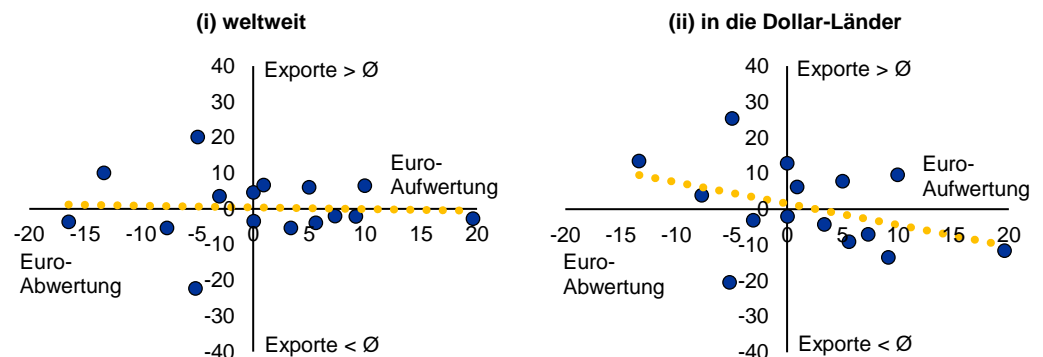
Anmerkung: Jahresdurchschnittliche Wechselkursänderung Euro/Dollar in % (X-Achse), Wachstumsdifferenz zwischen Jahresexportwert und entsprechendem Durchschnitt 2000-2015 in %-Punkten (Y-Achse), 1 Datenpunkt = 1 Jahr

Quellen: Destatis; ZVEI

**Exporte von Bauelementen und IKT tendenziell wechsellkursreagibler**

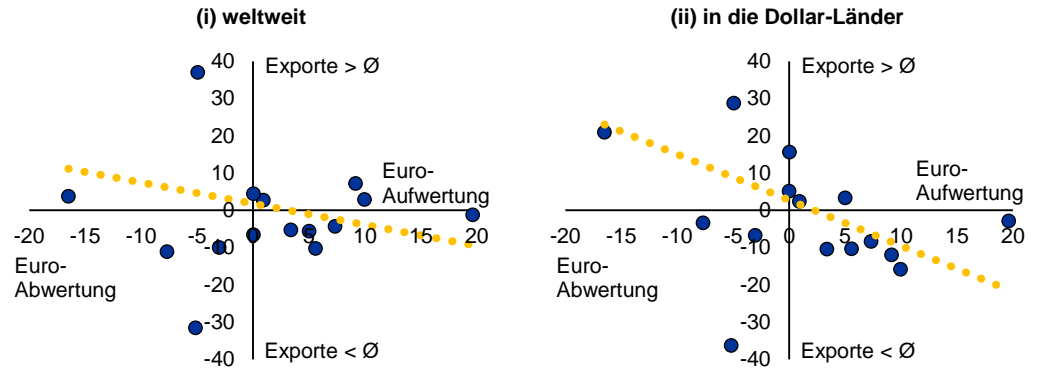
Im Bereich der elektronischen Bauelemente ist ein solches Muster nicht nur bei den Ausfuhren in die „Dollar-Länder“, sondern – obgleich etwas schwächer – auch bei den gesamten Ausfuhren des Fachbereichs zu erkennen (Abbildung 14). Letztere Beobachtung kann als Beleg dafür interpretiert werden, dass hier mittlerweile ein beträchtlicher Anteil des Marktes in Dollar fakturiert wird.

**Abb. 13: Exporte des Fachbereichs Automation**



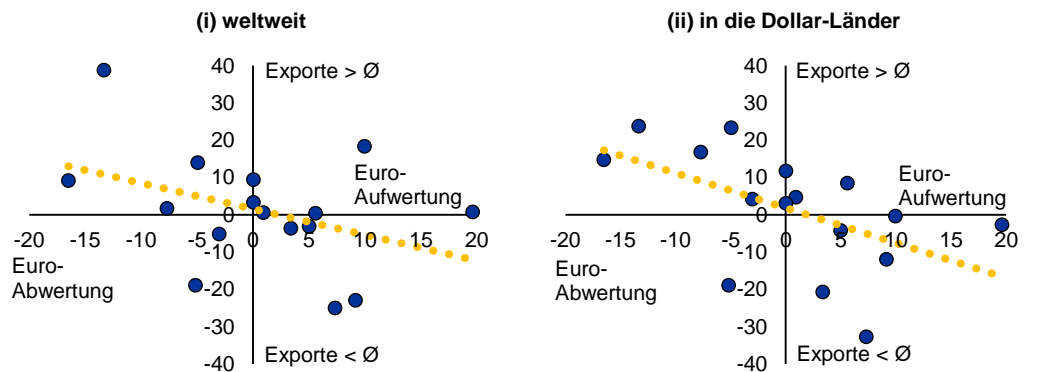
Anmerkung: Jahresdurchschnittliche Wechselkursänderung Euro/Dollar in % (X-Achse), Wachstumsdifferenz zwischen Jahresexportwert und entsprechendem Durchschnitt 2000-2015 in %-Punkten (Y-Achse), 1 Datenpunkt = 1 Jahr

Abb. 14: Exporte des Fachbereichs Elektronische Bauelemente



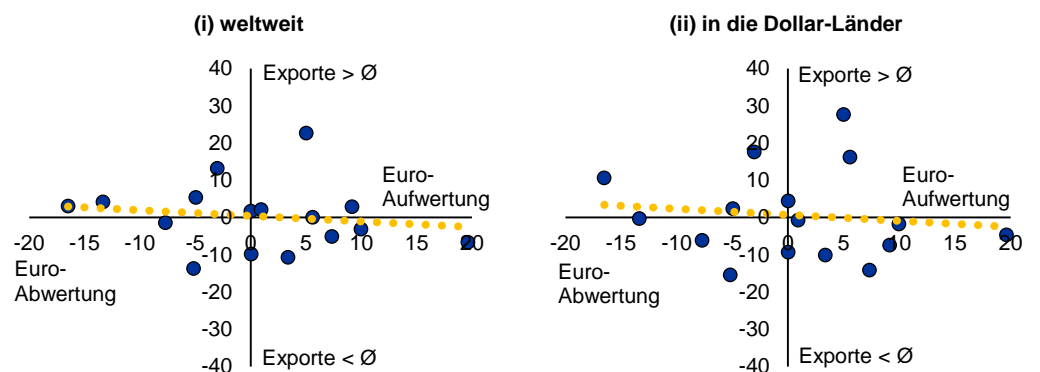
Anmerkung: Jahresdurchschnittliche Wechselkursänderung Euro/Dollar in % (X-Achse), Wachstumsdifferenz zwischen Jahresexportwert und entsprechendem Durchschnitt 2000-2015 in %-Punkten (Y-Achse), 1 Datenpunkt = 1 Jahr

Abb. 15: Exporte des Fachbereichs Informations- und Kommunikationstechnik



Anmerkung: Jahresdurchschnittliche Wechselkursänderung Euro/Dollar in % (X-Achse), Wachstumsdifferenz zwischen Jahresexportwert und entsprechendem Durchschnitt 2000-2015 in %-Punkten (Y-Achse), 1 Datenpunkt = 1 Jahr

Abb. 16: Exporte des Fachbereichs Elektromedizin



Anmerkung: Jahresdurchschnittliche Wechselkursänderung Euro/Dollar in % (X-Achse), Wachstumsdifferenz zwischen Jahresexportwert und entsprechendem Durchschnitt 2000-2015 in %-Punkten (Y-Achse), 1 Datenpunkt = 1 Jahr



Die Ergebnisse für den Hardwarebereich der Informations- und Kommunikationstechnik (Abbildung 15) fallen sehr ähnlich aus wie für die elektronischen Bauelemente. Abschließend lässt sich für den Fachbereich Elektromedizin aus Abbildung 16 kein erkennbarer tendenzmäßiger Zusammenhang zwischen Wechselkurs und Ausfuhrfähigkeit ablesen, und zwar weder bei den gesamten Ausfuhren noch beim Geschäft mit Kunden aus den „Dollar-Ländern“.

## Wechselkurs von Bedeutung, aber auch andere Faktoren spielen eine Rolle

Die dargestellten Entwicklungen lassen auf keinen einheitlichen Effekt des Euro-Dollar-Wechselkurses auf die deutschen Elektroexporte schließen. Zwar sind größere Wechselkursveränderungen in etlichen Jahren mit der jeweils daraus zu erwartenden Exportentwicklung einhergegangen. Vor allem auf Ebene der Fachbereiche waren die Ergebnisse jedoch stellenweise nicht eindeutig. Dies kann mehrere Gründe haben. Zum einen unterscheiden sich die Märkte der verschiedenen Fachbereiche hinsichtlich der Bedeutung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit teilweise deutlich. So spielen Preisfragen beim Exportgeschäft in manchen (aber gerade nicht allen) Segmenten eine eher geringere, Qualitäts- und Individualisierungsfragen dagegen eine größere Rolle. Wie in Abschnitt 2 bereits beschrieben, kann dies die Wechselkursanfälligkeit dämpfen.

Zum anderen ist es stets möglich, dass ökonomische Entwicklungen in den entsprechenden Segmenten und Weltregionen den vom Wechselkurs vorgegebenen Rahmenbedingungen entgegenlaufen. So sind beispielsweise die Importe eines Landes nicht nur wechselkurs-, sondern vor allem auch einkommensabhängig. Zudem ist der Nutzen einer Abwertung der eigenen Währung für Exporteure im Zuge der voranschreitenden Globalisierung immer fraglicher, weil inzwischen ein bedeutender Teil der Vorleistungen für Ausfuhrgüter zuerst aus dem Ausland zugekauft wird. Die Einfuhren elektrotechnischer und elektronischer Erzeugnisse nach Deutschland beliefen sich 2015 auf 161,5 Mrd. €. Entsprechende Effekte lassen sich in der vorliegenden Analyse aufgrund einer eingeschränkten Datenlage jedoch nicht ohne weiteres abgrenzen.

Alles in allem deutet die Untersuchung auf einen durchaus vorhandenen, wenn auch nicht außergewöhnlich starken Einfluss des Euro-Dollar-Wechselkurses auf die deutschen Elektroexporte hin. Während sich von den betrachteten Fachbereichen die Automation und die Elektromedizin in der Vergangenheit weniger oder kaum betroffen zeigten, waren die Auswirkungen auf die Ausfuhren von elektronischen Bauelementen und IKT-Erzeugnissen ausgeprägter. Nicht zuletzt haben es die deutschen Elektronunternehmen in der Vergangenheit immer wieder geschafft, etwaigen ungünstigen Wechselkursentwicklungen mit Produktivitätsfortschritten zu begegnen. So zeigt sich ein möglicher Wechselkurseinfluss nicht nur in der Exportdynamik, sondern mittelfristig vor allem in den strategischen Entscheidungen der Unternehmen, insbesondere, wenn Wechselkursverläufe Trendwenden oder nachhaltige Korrekturen aufweisen. So ist der überschaubare Einfluss des Wechselkurses auch begründet durch die Tatsache, dass Unternehmen durch verschiedenste Reaktionen und Strategien das Wechselkursrisiko soweit gemanagt haben, dass der alleinige Einfluss für den Erfolg des Unternehmens eher weniger bedeutend ist. Dies reicht von kurzfristiger Absicherungen (siehe unten) bis hin zu strategischen Entscheidungen über globale Produktionsvernetzung und Standortsuche.

## 5. Strategien zur Risikovorsorge

Devisen werden weltweit sehr aktiv in verschiedensten Kombinationen gehandelt. So lag das Volumen an Devisenmarkt-Transaktionen 2014 um ein Vielfaches höher als das weltweite Handelsvolumen mit Gütern und Dienstleistungen. Der Grund dafür sind extrem liquide Märkte, die bedeutende Notenbanken durch ihr Monopol der Geldschöpfung beeinflussen können. So können Fed oder EZB durch ihre Geldpolitik maßgeblich auf Wechselkurse einwirken bzw. den Handlungsspielraum anderer Notenbanken einengen. Dies gilt weniger für die Notenbanken der Schwellenländer, deren Währungen oftmals von Leistungsbilanzungleichgewichten, politischen Unruhen oder drastischen Rohstoffpreisveränderungen bestimmt werden.

**Faktoren wie Qualitätsanforderungen oder länderspezifische Rahmenbedingungen von Bedeutung**

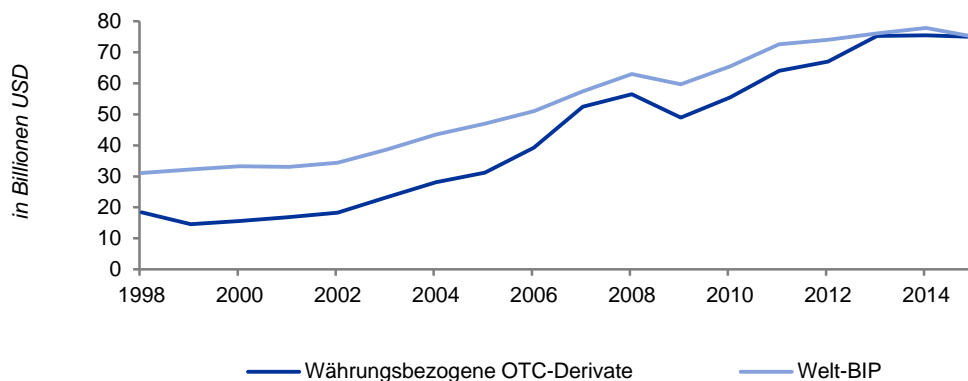
**Nutzen einer Abwertung in einer globalisierten Welt oft unklar**

**Wechselkurseinfluss zeigt sich auch in strategischen Entscheidungen der Unternehmen**

**Devisen werden in sehr liquiden Märkten gehandelt**



Abb. 17: Währungsbezogene Derivate und Welt-BIP



2015: geschätzte Werte

Quellen: Bloomberg; IKB

**Wechselkursabsicherung, um das Wechselkursrisiko auszuschalten**

Zur Reduzierung von Wechselkursrisiken werden oftmals Absicherungen vorgeschlagen. Das können Forward-Geschäfte sein, Optionen oder Kombinationen solcher Produkte. Bei einem klassischen Absicherungsgeschäft sichert ein Unternehmen ein bestimmtes Wechselkursniveau über eine gewisse Laufzeit ab, meistens nicht länger als 24 Monate. Dies kann für eine Unternehmensplanung sinnvoll sein, um eine Konvergenz zwischen angenommenen und eingetretenen Devisenkursen sicherzustellen und somit ein Wechselkursrisiko auszuschalten.

Tab. 2: Veränderung nominaler effektiver Wechselkurse, in %

	Jan. 2015 – Dez. 2015	Jan. 2016 – März 2016
China	+2,3	-0,8
USA	+8,6	-0,9
Argentinien	-9,3	-8,8
Indonesien	-4,0	+1,4
Brasilien	-26,6	+2,4
Mexiko	-10,7	-2,9
Australien	-5,4	+0,6
Neuseeland	-6,2	+0,3
Malaysia	-12,0	+2,8
Kanada	-9,4	+2,6
Norwegen	-6,6	+1,2
Euro-Zone	-1,0	+1,3

Quellen: BIS; IKB-eigene Berechnung

Doch bei mancher Kursabsicherung gibt das Unternehmen auch die Möglichkeit auf, bei positiven Wechselkursveränderungen Gewinne zu erwirtschaften. Beispiel: Ein Exporteur in Deutschland profitiert von einem schwachen Euro. Verkauft das Unternehmen US-

**Ziel ist, extreme Devisenkurse auszuschließen**

Dollar (Kauf von Euro mit US-Dollar) durch ein Devisentermingeschäft (Forward), so bedeutet eine Abwertung des Euro unter das abgeschlossene Niveau ein verlorenes Erlöspotenzial bzw. eine Ausgleichszahlung durch das Unternehmen. Wertet der Euro hingegen stark auf, so ist das Unternehmen vor den negativen Konsequenzen geschützt, da der festgelegte Wechselkurs gilt, und es zum festgelegten Kurs die Dollar in Euro konvertiert bzw. eine Ausgleichszahlung empfängt.

Unternehmen wollen durch Absicherungsgeschäfte oftmals weniger einen konkreten Wechselkurs für sich sicherstellen, als vielmehr die Gefahr ausschließen, dass der Devisenkurs extreme Werte erreicht. So mag eine gewisse Volatilität im Devisenkurs einem Unternehmen zwar zusätzliche Kosten oder Gewinne generieren, hat aber in den meisten Fällen keine existenziellen Auswirkungen, was bei großen Wechselkurskorrekturen allerdings sehr wohl der Fall sein kann. Deshalb wird oftmals eine Schmerzgrenze (Worst-Case) definiert, die ein Devisenkurs nicht über- oder unterschreiten darf.

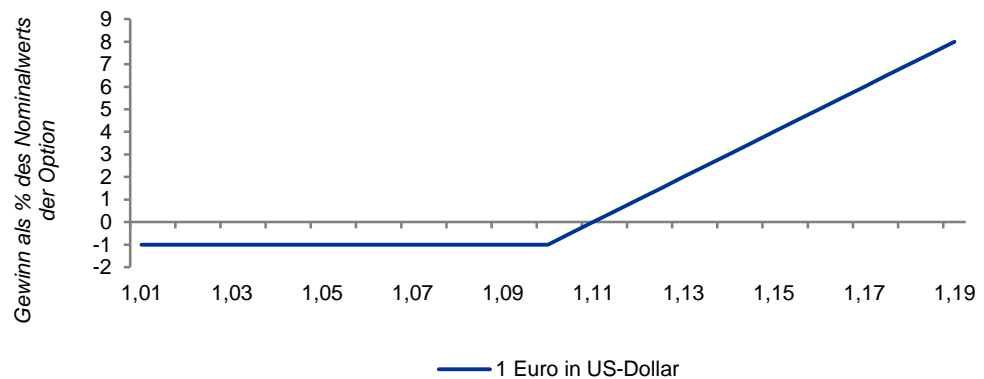
**Zur Absicherung von Worst-Case-Entwicklungen bieten sich Optionen an**

Die Möglichkeit, dass solch eine Schmerzgrenze gebrochen wird, wird oftmals als eher unwahrscheinlich eingeschätzt. Doch haben diverse Krisen (Asien 1997, Russland 1998 sowie Banken 2009) und die expansive Geldpolitik vieler Notenbanken den Glauben an eine belastbare Risikoeinschätzung reduziert. Dazu trugen auch die Erfahrungen von 2015 bei, als rohstoffexportierende Länder zweistellige Abwertungen zum US-Dollar erfahren mussten. Zudem können unvorhergesehene Entscheidungen von Notenbanken (wie im Januar 2015 in der Schweiz) zu großen Kurssprüngen oder -stürzen führen. Die Eintrittswahrscheinlichkeit von extremen Wechselkurskorrekturen wurde in der Vergangenheit oftmals unterschätzt. Wechselkurseinschätzungen bleiben mit großer Unsicherheit behaftet. Und dies gilt nicht nur für Wechselkurse von Schwellenländern.

Zur Absicherung vor möglichen Worst-Case-Entwicklungen bieten sich insbesondere Optionen an. Hierbei wird ein Kurs nur dann abgesichert, wenn er ein definiertes Niveau über- oder unterschreitet. Dies bedingt aber eine Prämienzahlung, die von der Laufzeit, dem zu sichernden Kursniveau und der Volatilität abhängig ist. So kann ein Unternehmen extreme Wechselkursbewegungen durch Optionen absichern und sich trotzdem Opportunitäten weiter offenhalten.

Bei einer Option wird das Recht, Devisen zu einem vorher vereinbarten Kurs (Strike Price) zu kaufen (Call-Option) oder zu verkaufen (Put-Option), erworben bzw. veräußert. Für dieses Recht hat der Käufer beim Abschluss des Optionsgeschäftes eine Optionsprämie zu zahlen. Der Verkäufer erhält hingegen eine Optionsprämie. Abbildung 18 illustriert beispielhaft das Konzept einer gekauften Euro-Call/Dollar-Put-Option. Die Option gewinnt an Wert, sobald der Kassakurs über dem Basispreis liegt. Dies bedeutet für die Euro-Call/Dollar-Put-Option: Je mehr der Euro aufwertet, desto größer der Wert der Option, da der Halter das Recht hat, Euros bei dem vorbestimmten Niveau zu kaufen bzw. US-Dollar zu verkaufen. Das Verlustpotenzial für den Käufer ist auf die gezahlte Prämie begrenzt.

**Abb. 18: Beispiel einer Euro-Call/Dollar-Put-Option**



Quelle: IKB

**Kombinationen verschiedener Optionen sichern Wechselkurse nach unten und oben ab**

Durch Kombination verschiedener Optionen können sehr spezielle Risiko- bzw. Absicherungsprofile erstellt werden. Möchte sich ein Unternehmen zum Beispiel einen Korridor möglicher Devisenkurschwankungen sichern, also lediglich Überreaktionen nach oben und unten eliminieren, kann dies durch eine Kombination von zwei Optionen stattfinden. Steigt der Devisenkurs über oder unter die jeweiligen Schwellenwerte, erhält das Unternehmen eine Ausgleichzahlung. Somit ist dem Unternehmen die Bandbreite der möglichen Wechselkurschwankungen bekannt.

Ein klassisches Forward-Geschäft verursacht beim Abschluss keine direkten Kosten. Diese ergeben sich eher indirekt durch verloren gegangene Gewinne, die aufgrund der Kursbindung nicht realisiert werden können. Bei Optionen ergeben sich zu Anfang konkrete Kosten (Prämienzahlung) bzw. Einnahmen im Falle eines Verkaufs, da ein Unternehmen das Recht kauft/verkauft, im Falle einer Über- oder Unterschreitung des Zielwerts eine Gegenzahlung einzufordern oder zu leisten. Neben diesen direkten Kosten können sich auch Marktpreisveränderungen ergeben. Abbildung 18 zeigt, dass der Wert einer gekauften Kaufoption von Euros bei einem aufwertenden Euro steigt. Bei einem klassischen Forward-Geschäft ist dies ähnlich. Ist der Euro-Dollar Kurs gesichert, so hat eine nachhaltige Aufwertung des Euro einen steigenden (Markt)Wert der Absicherung zur Folge, da sich aus dem Forward-Geschäft alle Kursänderungen negieren. Für das Unternehmen, das die Absicherung bis zum vereinbarten Laufzeitende hält, hat dies keine wirtschaftliche Bedeutung. Wird die Absicherung allerdings vor Laufzeitende aufgelöst, kann sich, je nach Marktwert, ein Gewinn oder Verlust ergeben.

**Derivate als Spekulationsgeschäft sind relevant für GuV-Rechnung**

Solange die Absicherung einem konkreten Geschäft des Unternehmens unterliegt, haben Marktpreisschwankungen im Allgemeinen keine Bedeutung für die GuV-Rechnung des Unternehmens. Wird ein Derivat allerdings unabhängig von einem zu erwartenden Geschäft gekauft, handelt es sich um eine Spekulation. In diesem Fall müssen Marktpreisveränderungen in der Gewinn- und Verlustrechnung des Unternehmens berücksichtigt werden. Exportiert ein Unternehmen zum Beispiel in die USA und tätigt deshalb US-Dollar-Absicherungsgeschäfte, haben Marktpreisschwankungen des Derivates keinen spekulativen Charakter, da die Absicherung und die zu erwartenden US-Dollar-Export Erlöse als eine Bewertungseinheit gesehen werden. Dem Derivat unterliegt ein Geschäft, dem es zugeordnet werden kann. Kauft das Unternehmen hingegen Optionen auf den japanischen Yen, obwohl es keine Handelsbeziehungen mit Japan unterhält, wäre dies als spekulatives Geschäft zu betrachten, da dieses Derivat kein Geschäft des Unternehmens absichert. Der Gesetzgeber hat in den letzten Jahren die Rahmenbedingungen für die Nutzung und Bewertung von Derivaten zum Schutz des Kunden und des gesamten Marktes (MiFID und EMIR) konkretisiert. Somit ist eine kompetente Beratung über Nutzung, Anwendung und Bewertung von Absicherungsgeschäften unabdingbar geworden.

**International tätige Unternehmen müssen eine Vielzahl von Wechselkursen berücksichtigen**

Wie oben erläutert, sind Unternehmen in der Elektroindustrie in vielen Ländern aktiv. Sie bedienen unterschiedliche Absatzmärkte, während die Produktion mitunter ebenfalls breit gestreut ist. Auch wenn der US-Dollar immer noch die primäre Währung für die Elektroindustrie darstellt, so bieten sich für global agierende Unternehmen oftmals verschiedene Wechselkursgeschäfte an. Mitarbeiter wollen zum Beispiel mit türkischer Lira oder russischen Rubeln bezahlt werden, der Kunde zahlt in US-Dollar, während das Unternehmen in Euro bilanziert. Im Falle mehrerer Wechselkursrisiken sind deshalb auch die Abhängigkeiten zwischen den Währungen zu berücksichtigen, was oftmals zu einer gesamtheitlichen Absicherung in Form eines Makrohedge führt. Denn häufig ergeben sich Gegenbewegungen, die das gesamtheitliche Wechselkursrisiko reduzieren. Allerdings sind diese Verhältnisse meistens über einen längeren Zeitraum nicht stabil und benötigen eine genaue Analyse und begleitende Adjustierung.

**Absicherung kann zu preislichem Wettbewerbsnachteil führen**

Der Erfolg einer Absicherung für ein Unternehmen hängt nicht nur von der Entwicklung des Wechselkurses ab, sondern auch vom Verhalten der Wettbewerber. Bei einer Kursabsicherung kann ein exportorientiertes Unternehmen nicht mehr von einer Abwertung profitieren, was einen möglichen preislichen Wettbewerbsnachteil bedeutet – vor allem, wenn die Konkurrenz keine Absicherungen vorgenommen hat. In einer wettbewerbsintensiven Industrie kann dies zu Verlusten von Marktanteilen führen. Ähnliche Überlegungen ergeben sich beim Einkauf von Rohstoffen, die primär in US-Dollar gehandelt werden, wobei hier oftmals die Furcht vor stark steigenden Rohstoffpreisen im Vordergrund steht. Dies kann durch eine Absicherung vermieden werden.

**Langfristige Absicherung erfordert strategische Überlegungen**

Derivate zur Absicherung von speziellen Kursen oder Wort-Case-Szenarien sind kurz- bis mittelfristig und je nach Unternehmenssituation sinnvoll, wenn eine eingehende Analyse zur Wahl der richtigen Produkte führt. Für eine langfristige Absicherung des Wechselkursrisikos eines Unternehmens sollten aber eher strategische Überlegungen eine Rolle spielen. Eine generelle Kongruenz von Einnahmen und Kosten je Währungsraum ist gleichbedeutend mit einer natürlichen Absicherung des Unternehmens. Dadurch lassen sich Netto-Devisenpositionen zwischen Einnahmen und Ausgaben des Unternehmens reduzieren. Globalisierung der Produktionskette sowie Produktion vor Ort sind weitere Möglichkeiten der Devisenabsicherung. Beide Strategien verfolgen Unternehmen in der deutschen Elektroindustrie.

## 6. Ausblick auf Währungsmärkte

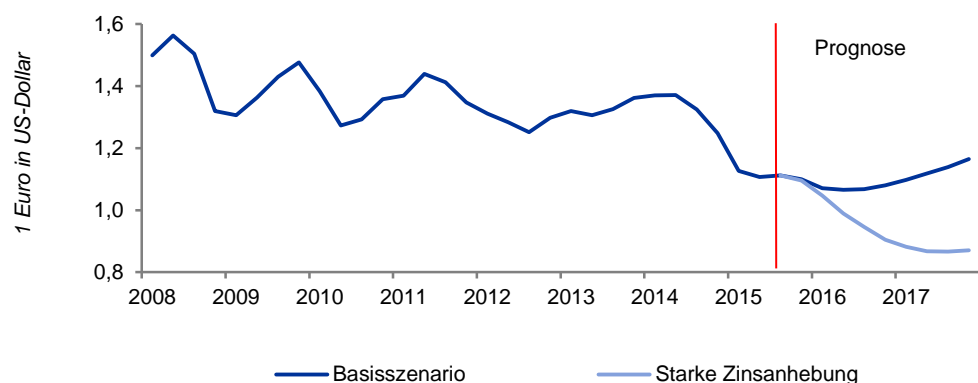
### US-Dollar

**Dollar-Entwicklung hängt von US-Geldpolitik ab**

Die letzten Jahre haben gezeigt, dass Versuche von Notenbanken, ein Wechselkursziel zu verfolgen, nur dann erfolgreich sind, wenn diese durch volkswirtschaftliche Daten und Entwicklungen fundamental gestützt werden und die Notenbankbilanz genug Spielraum für Interventionen zulässt. Zudem ist etwa der Versuch der EZB, den Euro durch ihr Aufkaufprogramm zu schwächen, vom Verhalten anderer Notenbanken abhängig, wie etwa der Fed. Nur wenn die Geldpolitik der Fed zur Geldpolitik der EZB divergiert, kann die EZB dieses Ziel nachhaltig erreichen. Ein anhaltend schwacher Euro zum US-Dollar benötigt also nicht nur eine expansive europäische Geldpolitik, sondern auch eine überzeugende US-Wirtschaft bzw. die Schützenhilfe der Fed.

So könnten eine unerwartete Eintrübung der US-Konjunktur und ein damit verbundener Kurswechsel der Fed eine Wende im Abwertungsprozess des Euro zur Folge haben. Erste Tendenzen dafür sind seit Jahresanfang bereits zu erkennen, denn bedeutende weitere Zinsanhebungen der Fed sind keinesfalls sicher. So ist das mittelfristige Risiko einer enttäuschenden US-Wirtschaft und einer zunehmend expansiven Fed-Geldpolitik nicht zu unterschätzen. Das durchschnittliche US-Wachstum beträgt seit der Finanzkrise 1,4 % verglichen mit Wachstumsraten von 2,5 % zwischen 2001 und 2007 oder 3,4 % in den 90er Jahren. Zwar hat sich der US-Arbeitsmarkt größtenteils erholt, doch die US-Wirtschaft zeigt auch weiterhin keine Tendenz zu einer deutlichen Wachstumsbeschleunigung.

**Abb. 19: Euro/Dollar-Wechselkurs – zwei Szenarien**



Quellen: Bloomberg; IKB

Die Fed hat mit der Zinsanhebung im Dezember 2015 eine geldpolitische Wende eingeleitet. Doch auch, wenn die Zinsen in diesem Jahr weiter steigen sollten, so ist angesichts der verhaltenen US-Konjunktur nur mit moderaten Zinsanhebungen zu rechnen. Zusammen mit einer sich weiter erholenden Euro-Zone deutet dies auf eine relativ stabile Entwicklung des Euro/Dollar-Wechselkurses hin; vorausgesetzt, die EZB weitet ihre expansive Geldpolitik nicht weiter massiv aus oder verfolgt eine noch aggressivere

**Für den Verlauf des US-Dollar sind unterschiedliche Szenarien möglich**

geldpolitische Strategie als sie bereits im Dezember 2015 bzw. März 2016 angekündigt wurde. Das Korrekturpotenzial für den Euro/Dollar-Wechselkurs ist deshalb nicht zu unterschätzen und selbst ein Wechselkurs unter Parität ist nicht auszuschließen, auch wenn die US-Geldpolitik dies aktuell als höchst unwahrscheinlich erscheinen lässt.

Für einen Euro/Dollar-Wechselkurs um oder unter Parität bis Ende 2016 müssten die US-Zinsanhebungen im Verlauf von 2016 erkennbar stärker ausfallen als aktuell erwartet. Ebenso müssten die konjunkturellen Risiken der Euro-Zone in 2016 erneut zunehmen. Grundsätzlich dürfte die Fed eine weitere deutliche Aufwertung des US-Dollars nur bei einer boomenden US-Konjunktur billigen, was aktuell nicht der Fall ist. Enttäuscht die US-Wirtschaft im Verlauf von 2016, so ist selbst eine weitere Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar nicht auszuschließen.

### Japanischer Yen

**Japanische Notenbank wird versuchen, Yen-Aufwertung zu verhindern**

Das Aufkaufprogramm der japanischen Notenbank (BoJ) hatte die Schwächung des Yen zum Ziel und wird 2016 fortgesetzt. Die BoJ hat zusätzlich negative Zinsen eingeführt. Allerdings war der Erfolg des Programms bis dato doch eher gemischt. Wie beim Euro ist auch beim Yen in 2016 eigentlich nur bei einer boomenden US-Wirtschaft und deutlich steigenden Zinsen mit einem Abwertungstrend gegenüber dem US-Dollar zu rechnen. Allerdings ist davon auszugehen, dass die japanische Notenbank ihr Aufkaufprogramm noch auf Sicht fortsetzen und versuchen wird, jeglicher nachhaltigen Aufwertung des Yen gegenzusteuern. So deutet der Ausblick für die japanische Währung eher auf eine tendenzielle Schwäche hin, vor allem, wenn Wirtschaftsräume wie die USA und die Euro-Zone ihre Konjunkturerholung nachhaltig festigen können.

### Schweizer Franken

**Stärke des Schweizer Franken basiert auf Save-Haven-Status**

Der Schweizer Franken befand sich seit der Finanz-, aber insbesondere seit der Euro-Krise unter Aufwertungsdruck. Bei einem festen Wechselkurs von 1,20 Franken für einen Euro versuchte die Schweizer Notenbank, diesen Aufwertungsdruck durch direkte Interventionen zu neutralisieren, bis sie anlässlich der Ankündigung des EZB-Aufkaufprogramms und einer Bilanzsumme von rund 82 % des BIP Anfang 2015 an ihre Grenzen kam. Zwar scheint die SNB immer noch im Devisen-Markt zu intervenieren, und die Zinsen sind deutlich ins Negative gerutscht, doch hat die SNB es aufgegeben, eine explizite Zielgröße für den Schweizer Franken zu verfolgen.

Die Aufwertung des Schweizer Franken seit der Euro-Krise ist vor allem auf den Status der Schweiz als „sicherer Hafen“ zurückzuführen. Eine entscheidende Größe für die Einschätzung des Euro/Franken-Wechselkurses ist die Stimmungs- und Finanzlage in der Euro-Zone. Eine konjunkturelle Eintrübung und erneut steigende Schuldenquoten im Währungsraum würden nicht nur zu einer Euro-Schwäche führen, sondern auch den Franken stärken. Zusammen könnte dies den Franken nah an die Parität zum Euro führen. Mit einer anhaltenden konjunkturellen Erholung der Euro-Zone wäre perspektivisch mit einem schwächeren Franken zu rechnen. Dies könnte in diesem Jahr der Fall sein, vor allem, wenn die Konjunkturdaten für die Euro-Zone überzeugen.

### Ausgesuchte Schwellenländer Osteuropas

**Für osteuropäische Währungen ist anhaltender Aufwertungsdruck nicht auszuschließen**

Das Aufkaufprogramm der EZB hat viele osteuropäische Notenbanken unter Zugzwang gebracht. Die Volkswirtschaften von Polen oder Tschechien zum Beispiel sind eng mit der Euro-Zone verbunden. Deutschland ist der wichtigste Handelspartner. Die EZB-Bilanzausweitung hat die dortigen Notenbanken somit zu einer Anpassung ihrer Geldpolitik genötigt, um eine Aufwertung ihrer Währungen, und damit mögliche negative Konsequenzen für ihre Exportwirtschaft, zu verhindern. So hat die polnische Nationalbank ihren Leitzins im Verlauf des Jahres 2015 von 2 % auf 1,5 % gesenkt. Aktuell haben politische Entwicklungen den Zloty unter Druck gesetzt und somit den Handlungszwang der Notenbank reduziert. Die tschechische Notenbank versucht, den Aufwertungsdruck ihrer Krone durch einen offiziellen Mindestwert von 27 Euro/KRN zu verhindern. Der Leitzins liegt bereits schon länger bei 0 %, sodass Tschechien im Gegensatz zu Polen direkte Maßnahmen in Form einer Bilanzausweitung durch Deviseninterventionen ergreifen musste. Ob diese Maßnahmen Erfolg haben, hängt vor allem vom weiteren Vorgehen der EZB und der Entwicklung der europäischen Kon-

junktur ab. Um den Aufwertungsdruck der tschechischen Krone nachhaltig zu verhindern, ist eine anhaltende Konjunkturerholung der Euro-Zone erforderlich. Ein deutlicher Aufwertungsdruck osteuropäischer Währungen gegenüber dem Euro ist aufgrund existierender und weiterer Maßnahmen der EZB vor allem in 2016 nicht auszuschließen.

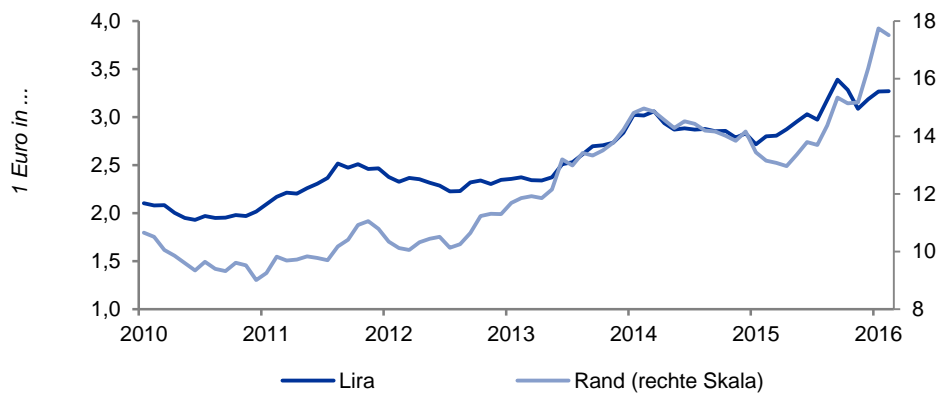
### Türkei

Die türkische Lira zeigte in den letzten Jahren einen erhöhten Volatilitäts- bzw. Abwertungstrend. Eingeleitet wurde dieser mit der Spekulation über die Geldpolitik der Fed im Jahr 2013. Der damalige Fed-Präsident Bernanke hatte angedeutet, dass das Aufkaufprogramm der USA mittelfristig beendet werden könnte. Das verursachte eine Korrektur der US-Renditen und damit deutliche Wechselkursabwertungen, vor allem von Schwellenländern, was den Begriff der „Fragile Five“ prägte. Dies sind Südafrika, die Türkei, Indien, Indonesien und Brasilien.

**Türkische Lira abhängig von innenpolitischer Stabilität**

Auch im Jahr 2015 kam die türkische Lira deutlich unter Druck, vor allem gegenüber dem US-Dollar. Doch die Abwertung und anhaltende Volatilität der türkischen Lira ist nur zum Teil auf externe Faktoren zurückzuführen. Auch die zunehmende innenpolitische Instabilität hat dazu beigetragen. Zudem haben die Türkei wie auch Südafrika ein chronisches Leistungsbilanzdefizit, was die Währungen besonders sensibel auf eine veränderte Risikoeinschätzung und damit relative Zinsunterschiede reagieren lässt. Erhöht sich nämlich die Sorge über die innenpolitische Stabilität, so ist mit Kapitalabflüssen zu rechnen. In Kombination mit einer negativen Leistungsbilanz erhöht dies den Druck auf die Währung und provoziert oftmals als Gegenmaßnahme drastische Zinsanhebungen. Diese sind allerdings in den meisten Fällen nicht haltbar, sodass Währungen wie die türkische Lira oder der südafrikanische Rand nicht nur wegen einer relativ hohen Inflation tendenziell an Wert verlieren.

**Abb. 20: Türkische Lira und südafrikanischer Rand zum Euro: 2010–2016**



Quellen: Bloomberg; IKB



## Disclaimer

Diese Veröffentlichung wurde ausschließlich für Ihren persönlichen Gebrauch erstellt. Die Inhalte, insbesondere auch Produktinformationen sowie Ausarbeitungen/Veröffentlichungen oder Einschätzungen zu Märkten, dienen ausschließlich Informationszwecken. Jede Form der Ermöglichung der Kenntnisnahme, Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe des Inhalts an nicht vorgesehene Adressaten ist unzulässig. Diese Veröffentlichung ist ausschließlich für Kunden und Geschäftspartner der IKB Deutsche Industriebank AG (nachfolgend „IKB AG“) mit Sitz bzw. Wohnort im Europäischen Wirtschaftsraum bestimmt und bezieht sich ausschließlich auf den Zeitpunkt ihrer Erstellung.

Alle veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen weder eine individuelle Anlageempfehlung und Beratung noch eine Aufforderung oder Einladung zum Kauf oder Verkauf oder Tätigen eines bestimmten Geschäftes dar, insbesondere nicht zur Zeichnung oder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten. Die Veröffentlichung wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information und sind als alleinige Basis einer Anlageentscheidung nicht geeignet. Meinungsäußerungen sind für einzelne Investoren möglicherweise nicht anleger- oder objektgerecht. Interessenten wird empfohlen, sich insbesondere über die rechtlichen, steuerlichen und bilanziellen Implikationen der in dieser Veröffentlichung benannten Produkte durch von ihnen beauftragte Fachleute beraten zu lassen.

Die Informationen in dieser Veröffentlichung basieren auf Quellen, die die IKB AG für zuverlässig erachtet. Die Richtigkeit der Daten, die aufgrund veröffentlichter Informationen in diesem Dokument enthalten sind, wird vorausgesetzt, wurde aber nicht unabhängig überprüft. Für die Vollständigkeit, die Zuverlässigkeit, die Richtigkeit und die Genauigkeit des Materials in dieser Veröffentlichung, wie aller sonstigen Informationen, die dem Empfänger im Zusammenhang mit diesem Dokument schriftlich, mündlich oder in sonstiger Weise übermittelt oder zugänglich gemacht werden, übernimmt die IKB AG keine Gewähr. Änderungen zu den Informationen und Meinungsäußerungen bleiben jederzeit und ohne vorherige Ankündigung vorbehalten. Haftungsansprüche aus der Nutzung der in der Veröffentlichung enthaltenen Informationen sind ausgeschlossen, insbesondere für Verluste einschließlich Folgeschäden, die sich aus der Verwendung dieser Veröffentlichung beziehungsweise des Inhalts ergeben. Genannte Konditionen sind als unverbindliche Indikatoren zu verstehen. Für einen eventuellen Abschluss gelten ausschließlich die aktuellen Konditionen, die vom Marktgeschehen zum Abschlusszeitpunkt abhängen.

Die Veröffentlichung oder Teile hieraus dürfen ohne Erlaubnis der IKB AG weder reproduziert noch weitergegeben werden.

Herausgeber IKB Deutsche Industriebank AG • Wilhelm-Bötzkens-Straße 1 • 40474 Düsseldorf • Telefon: +49 211 8221-4492

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick

Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann

Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz

(Stand: April 2016)