

ECONOMICS

DER EURO KANN DIE POLITISCHEN FEHLER DER USA NICHT NUTZEN

Dr. Jörn Quitzau und Steffen Killmaier, 05. August 2026

- **US-Dollar unter Druck.** Während sich die Welt wirtschaftlich und politisch neu ordnet, fallen die Verschiebungen auf den Währungsmärkten bisher moderat aus. Der Wechselkurs des US-Dollars stand im vergangenen Jahr zwar deutlich unter Druck, konnte sich aber stabilisieren und schaffte in diesem Jahr sogar eine moderate Gegenbewegung.
- **Als sicherer Anlagehafen weiter gefragt.** Der Iran-Krieg zeigt, dass die amerikanische Währung ihre Rolle als sicherer Anlagehafen trotz aller Unwägbarkeiten der US-Politik noch nicht eingebüsst hat. Direkt nach Kriegsbeginn verzeichnete der US-Dollar am Devisenmarkt Kursgewinne.
- **Status als Leitwährung vorerst nicht gefährdet.** Als Reservewährung bleibt der US-Dollar mit grossem Abstand vor dem Euro die Nummer 1. Daran dürfte sich kurz- und mittelfristig wenig ändern. Die USA haben über Jahrzehnte eine herausragende politische, wirtschaftliche und finanzielle Bedeutung erlangt. Der US-Dollar steht im Zentrum des Weltfinanzsystems und ist kurz- und mittelfristig kaum zu ersetzen.
- **Neuer Fed-Vorsitzender als positives Signal.** Nach den massiven Attacken des US-Präsidenten auf die Zentralbank Fed wirkte die Ernennung von Kevin Warsh zum neuen Vorsitzenden der amerikanischen Zentralbank für den Dollar stabilisierend. Warsh gilt als seriöser Geldpolitiker alter Prägung, für den die Geldwertstabilität eine zentrale Bedeutung hat. Bei seiner ersten Pressekonferenz im Juni trat Kevin Warsh entschlossen, dynamisch, innovativ und sachkundig auf. Er betonte mehrfach, die amerikanische Zentralbank werde Preisstabilität liefern – was die Märkte zunächst beeindruckte.
- **Worte ersetzen nur bedingt Taten.** Warshs rein verbale Ankündigung, die Inflation unter Kontrolle zu bringen, verfiel schon auf der zweiten Pressekonferenz nicht mehr wie noch im Monat zuvor. Eine gewisse Inflationstoleranz dürfte die Fed trotz aller Beteuerungen auch unter Kevin Warsh an den Tag legen.
- **Der Euro kann die Gunst der Stunde nicht nutzen.** Die Währungsunion leidet an strukturellen Problemen. Das Wachstumspotenzial ist schwach, die Konstruktionsfehler des Euro bestehen fort, das politische Gewicht Europas ist gering und bei der Verteidigung und Energieversorgung steht Europa nicht auf eigenen Beinen. Trotz der strukturellen Nachteile könnte der Euro zum US-Dollar leicht aufwerten, wenn die geopolitischen Spannungen etwas nachlassen.

Die Welt ist im Umbruch. An den Finanzmärkten wird die (ungewisse) Zukunft neu bewertet. Eine der zentralen Fragen ist: Was geschieht mit der globalen Führungsrolle der Vereinigten Staaten von Amerika. Können die USA politisch wie wirtschaftlich die Weltmacht Nr. 1 bleiben?

US-Dollar unter Druck

Die möglichen Antworten auf diese Frage bewegt auch den Devisenmarkt. Gleichwohl fallen die Antworten bisher keineswegs eindeutig aus. Nach dem Amtsantritt von US-Präsident Donald Trump geriet die amerikanische Währung unter massiven Druck. In der ersten Jahreshälfte verlor der handelsgewichtete Dollarkurs drastisch an Wert (Abbildung 1). Trumps disruptive und sprunghafte Art, seine fehlgeleitete Handelspolitik, der Druck auf die amerikanische Zentralbank und Trumps Missachtung von (internationalen) Institutionen zerstörten nicht nur in der Öffentlichkeit, sondern auch bei Investoren viel Vertrauen.

Abb. 1: Handelsgewichteter US-Dollar



Quelle: Macrobond

Der US-Präsident machte praktisch vor nichts Halt. Auf internationaler Ebene verstörte seine unklare Haltung im Russland-Ukraine-Krieg. Der vor den Augen der Weltöffentlichkeit ausgetragenen Disput mit dem ukrainischen Präsidenten Selenski im Weissen Haus machte dies sehr deutlich. Im weiteren Verlauf zerschlug Donald Trump weiteres Porzellan, indem er immer wieder auf Distanz zur NATO ging und sogar mit einer Annexion Grönlands drohte.

Für die internationalen Finanzmärkte war der politische Druck auf die Zentralbank von herausragender Bedeutung. Donald Trump hat nicht nur Druck auf die Fed als Institution ausgeübt,

sondern auch einzelne Personen des Zentralbankrates attackiert. So verkündete er – aus fadenscheinigen Gründen – die Entlassung der Fed-Gouverneurin Lisa Cook. Cook akzeptierte die Ansage des US-Präsidenten nicht, blieb im Amt und klagte mit Erfolg gegen ihre Entlassung. Der bis Mai 2026 amtierende Fed-Vorsitzende Jerome Powell wurde von Donald Trump zunächst über Monate verspottet. Anfang 2026 nahm der Druck auf Powell erneut zu. Trump beschuldigte den Fed-Vorsitzenden, für die ausufernden und ungeplanten Kosten der Renovierungsarbeiten am Fed-Hauptsitz in Washington D.C. verantwortlich zu sein. Es folgten strafrechtliche Ermittlungen gegen Jerome Powell, die im April allerdings (vorläufig) eingestellt wurden. Auch wenn Trump in beiden Fällen letztlich keinen Erfolg hatte, bleibt der Eindruck bestehen, dass die Führung der Fed ihre Arbeit unter erheblichem politischem Druck machen muss.

Zudem nutzte Donald Trump im August 2025 den Rücktritt der Gouverneurin Adriana Kugler, um die freiwerdende Position mit seinem Vertrauten und wirtschaftspolitischen Berater Stephen Miran zu besetzen. Miran steht für eine unorthodoxe Wirtschaftspolitik. Mirans handelspolitischen Vorstellungen lesen sich wie eine Blaupause für die Zollpolitik unter Donald Trump. Zudem sympathisierte Miran mit der Idee des sogenannten Mar-a-Lago-Accords, wonach andere Länder gezwungen werden sollen, amerikanische Staatspapiere zu niedrigen Zinsen zu kaufen. Wie zu erwarten war, stimmte Miran während seiner Amtszeit (September 2025 bis Mai 2026) bei allen geldpolitischen Sitzungen der Fed für eine lockerere Geldpolitik als die übrigen stimmberechtigten Mitglieder des Offenmarktausschusses.

Aufwind für den Euro

Da die Welt über den Kurs der Trump-Regierung zunehmend irritiert war und internationale Investoren begannen, nach Alternativen zu den USA und zum US-Dollar zu suchen, bekamen Europa und der Euro wieder Aufwind. Die Europäische Gemeinschaftswährung legte nicht nur gegenüber dem US-Dollar, sondern auf breiter Front zu (Abbildung 2).

Während Donald Trump die über Jahrzehnte aufgebaute Reputation und internationale Rolle der USA nach und nach beschädigte, wirkte Europa mit seiner Rechtsstaatlichkeit und im Vergleich hohen Verlässlichkeit plötzlich wie die natürliche Alternative zu den USA. Der bilaterale Wechselkurs legte von rund 1,02 US-Dollar je Euro am Jahresbeginn 2025 auf 1,18 US-Dollar je Euro im September 2025 zu. Der Anstieg des Euro war gemessen an den handelsgewichteten Wechselkursen zu rund einem Drittel eine Eurostärke und zu zwei Dritteln eine Dollarschwäche.

US-Dollar: Totgesagte leben länger

Wer nun glaubte, es würde zu einem regelrechten Dollar-Absturz kommen, sah sich getäuscht. Trotz aller Schreckensmeldungen aus den USA kratzte der EUR/USD-Kurs zwar noch kurz an der Marke von 1,20, doch dann stabilisierte sich der US-Dollar und im Laufe des Jahres 2026 kam es zu einer Gegenbewegung bis zu einem Kurs von 1,13 US-Dollar je Euro.

Beim Ausbruch des Iran-Krieges zeigte sich, dass die amerikanische Währung in Krisenzeiten immer noch als sicherer Hafen gesucht wird. Die USA verfügen trotz aller politischen Eskapaden noch über viele strukturelle Vorteile. Als grösster Ölproduzent der Welt verkräfteten die USA den Ölpreisschock besser als die europäischen Staaten. Zudem gilt das Land insgesamt als energieunabhängig. Mit den grossen Technologiekonzernen haben viele der zukunftssträchtigen Unternehmen ihren Sitz in den USA. Die Wirtschaft zeigt sich widerstandsfähig und das

Wachstumspotenzial liegt weiterhin bei rund 2 Prozent – ganz so, als würde es die fehlgeleitete (Zoll-)Politik von US-Präsident Donald Trump nicht geben. Die politische und militärische Macht der USA ist immer noch sehr gross, sodass die Vereinigten Staaten weiterhin vielfach die Spielregeln bestimmen können. Der US-Dollar ist als Reservewährung immer noch unverzichtbar. Eine Abkehr von der US-Währung ist aus Mangel an Alternativen nur nach und nach und kurzfristig nur in engen Grenzen möglich.

Abb. 2: Handelsgewichteter Euro



Quelle: Macrobond

Für den Devisenmarkt spielte auch die Ernennung von Kevin Warsh zum Vorsitzenden der amerikanischen Zentralbank eine wichtige Rolle. Die Sorge vieler Marktteilnehmer, der Nachfolger von Jerome Powell könne lediglich eine Marionette des US-Präsidenten sein und losgelöst von den makroökonomischen Daten eine lockere Geldpolitik exerzieren, konnte mit der Ernennung von Kevin Warsh zu den Akten gelegt werden. Warsh gilt als seriöser Geldpolitiker alter Prägung, für den die Geldwertstabilität eine zentrale Bedeutung hat. Ihm wird aber auch ausreichend Flexibilität und Pragmatismus nachgesagt, was den Umgang mit Präsident Donald Trump erleichtern dürfte.

Gleich bei seiner ersten Pressekonferenz im Juni trat Kevin Warsh entschlossen, dynamisch, innovativ, sachkundig und sehr eloquent auf. Er betonte mehrfach, die amerikanische Zentralbank werde Preisstabilität (im Sinne ihres 2-Prozent-Ziels) liefern – nachdem die Inflation bereits seit März 2021 durchgehend in jedem Monat über dem 2-Prozent-Ziel der Fed liegt. Zudem kündigte Warsh die Bildung von fünf Arbeitsgruppen an, um die Geldpolitik der Fed einer gründlichen Revision zu unterziehen.

Abb. 3: Wechselkurs EUR/USD



Quelle: Macrobond

Die Finanzmärkte zeigten sich beeindruckt. Ohne dass die Fed den Leitzins angehoben hatte, stieg der US-Dollar gegenüber dem Euro an den Tagen nach der Zinsentscheidung im Juni um rund zweieinhalb Cent. Die Finanzmärkte preisten die zuvor befürchtete Politisierung der Fed wieder aus. Nun machte die Erwartung einer strafferen Geldpolitik die Runde.

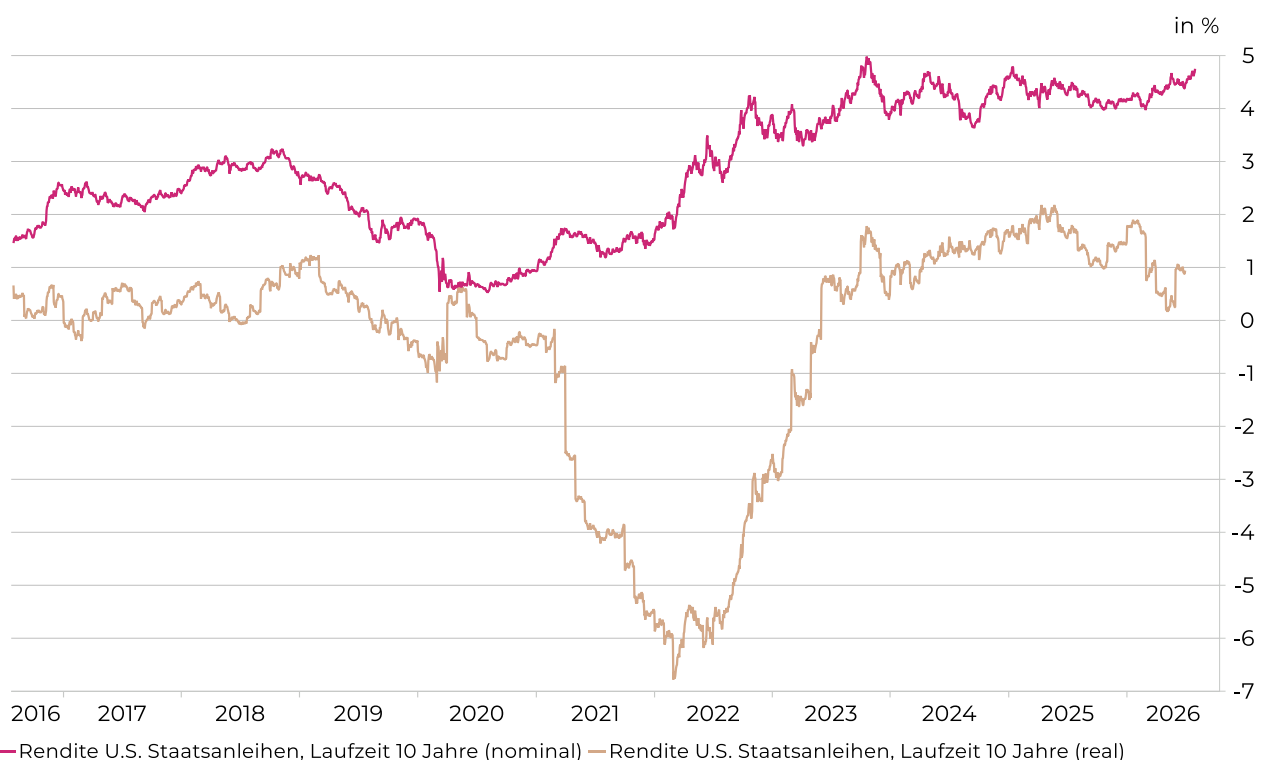
Auf der Pressekonferenz nach der Zentralbanksitzung im Juli präsentierte sich Kevin Warsh ähnlich entschlossen und eloquent wie im Juni. Erneut sagte er, die Fed werde Preisstabilität liefern. Und erneut hielt die Fed den Leitzins konstant, obwohl die Inflationsrate weiterhin deutlich zu hoch war. Daran lässt sich eine gewisse Inflationstoleranz der Fed auch unter Kevin Warsh ableiten, der persönlich – im Gegensatz zu drei anderen Mitgliedern des «Federal Open Market Committee» (FOMC) – für die Beibehaltung des gegenwärtigen Leitzinsniveaus und nicht für eine Zinserhöhung gestimmt hat.

Der Devisenmarkt reagierte anders als im Juni. Nach der Pressekonferenz geriet der US-Dollar gegenüber dem Euro unter Druck (wobei auch positive Konjunkturdaten aus der Eurozone dem Euro zugutekamen). Schon während der Pressekonferenz stellten Journalisten kritische Nachfragen. Sie wollten wissen, mit welchen Massnahmen die Fed die Inflationsraten senken wolle. Die rein verbale Ankündigung, die Inflation unter Kontrolle zu bringen, verfiel schon auf der zweiten Pressekonferenz von Kevin Warsh nicht mehr wie noch im Monat zuvor. Es scheint sich bereits die Einschätzung breit

zu machen, dass Worte nur bedingt Taten ersetzen. Die gute Absicht reicht nicht, auch wenn sie eloquent vorgetragen wird.

Die amerikanische Zentralbank hat ein duales Mandat. Sie soll für Preisstabilität und für maximale Beschäftigung sorgen. Eine zentrale Vorbedingung dafür ist aber ein stabiler Finanzmarkt. Angesichts der immensen US-Staatsverschuldung bei inzwischen wieder höheren Zinsen muss der US-Finanzminister einen immer grösseren Teil des Budgets für Zinszahlungen ausgeben. Sollte die Regierung in Finanzierungsschwierigkeiten geraten und die Zinsen für amerikanische Staatsanleihen abrupt steigen, wäre für die Zentralbank die Erfüllung ihres dualen Mandats gefährdet. Deshalb muss die Fed auch die Entwicklung der Marktzinsen im Blick haben. Hierbei zeigt sich der entlastende Effekt der Inflation. Während die nominalen Renditen amerikanischer Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit derzeit bei gut 4,7 Prozent liegen, reduziert die Inflation die realen Renditen markant auf aktuell knapp ein Prozent (Abbildung 4). Eine etwas höhere Inflation hat also nicht nur für den amerikanischen Finanzminister positive Nebenwirkungen, weil sie die Steuereinnahmen sprudeln lässt, sondern auch für die Zentralbank, weil sie zumindest kurzfristig den Finanzierungsdruck für den amerikanischen Staat etwas senkt.

Abb. 4: Nominal- vs. Realzins (10-jährige US-Staatsanleihen)



Quelle: Macrobond

Es ist noch zu früh, über den künftigen Kurs der Fed unter Kevin Warsh zu urteilen. Besonders interessant dürften die Ergebnisse und Empfehlungen der fünf Arbeitsgruppen werden, die bis Jahresende vorliegen sollen. Hierbei sind Überraschungen, die die bisherige Praxis der Geldpolitik spürbar verändern können, nicht ausgeschlossen.

Alternative Euro?

Der Euro erlebte im vergangenen Jahr mit seinen Kursgewinnen eine Scheinblüte. Vorübergehend wurden am Devisenmarkt einige Fakten ausgeblendet, die den Euro und die Wirtschaft der Eurozone strukturell belasten. Das Wachstumspotenzial in der Eurozone ist mit rund einem Prozent nur ungefähr halb so hoch wie in den USA. Vor allem Deutschland, die grösste Volkswirtschaft der Eurozone, kommt mit einem Wachstumspotenzial von 0,3 Prozent kaum vom Fleck. Die wirtschaftspolitischen Reformen, die die Bundesregierung Anfang Juli vorgestellt hat, dürften zumindest dazu beitragen, dieses magere Wachstumspotenzial für die nächsten Jahre aufrecht zu erhalten. Ohne Reformen würde das Wachstumspotenzial gemäss Schätzungen der Wirtschaftsforschungsinstitute bis zum Ende des Jahrzehnts auf null Prozent sinken.

Es hat sich auch nichts daran geändert, dass die Länder Europas weitaus abhängiger von Energieimporten sind als die USA. Zudem liegt Europa geografisch dicht am Kriegsgebiet bzw. an Russland und ist ohne den Beistand der USA nur bedingt verteidigungsfähig. Insgesamt leidet Europa international auch an einer zu geringen politischen Bedeutung. All diese Defizite lassen sich nicht im Handumdrehen beheben.

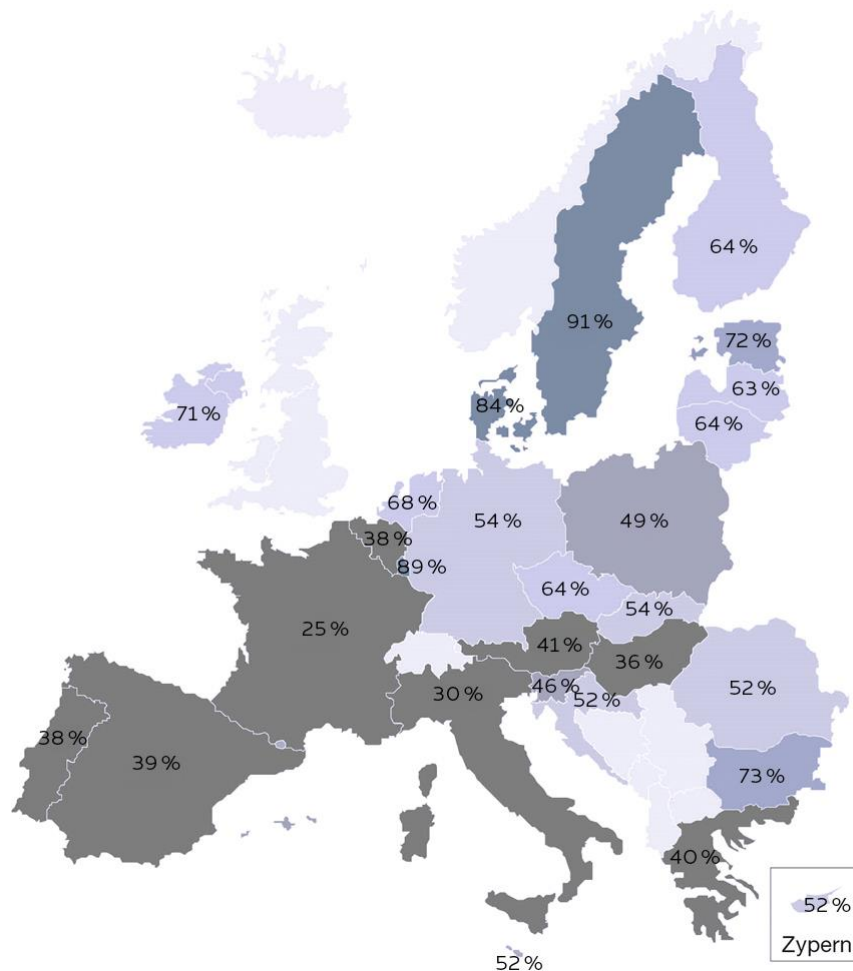
Über die sicherheitspolitischen Risiken und die Wachstumsschwäche hinaus leidet der Euro zudem noch immer an seinen Konstruktionsfehlern. Die Eurozone ist aus mehreren Gründen kein optimaler Währungsraum. In der Eurozone ist die Geldpolitik vereinheitlicht bzw. zentralisiert. Die Finanzpolitik ist dagegen weiterhin dezentral und wird von den Nationalstaaten gemacht. Im Wissen um diese Konstruktionsschwächen haben die Väter der Währungsunion den Teilnehmerländern vor dem Start der Währungsunion zunächst ein Konvergenzprogramm verordnet, um die makroökonomischen Unterschiede einzuebnen. Darüber hinaus hatten sie für die Eurozone ein geld- und fiskalpolitisches Regelwerk geschaffen, um mögliche Probleme, die aus der Unterschiedlichkeit der Mitgliedsländer entstehen könnten, im Keim zu ersticken.

Drei zentrale Elemente sollten die Währungsunion vor Inflation und Schuldenkrisen schützen:

1. Der europäische Stabilitätspakt: Über einen Konjunkturzyklus hinweg sollte der Haushalt eines Landes ausgeglichen sein. In Konjunkturabschwüngen waren Defizite von maximal 3 Prozent des Bruttoinlandsproduktes (BIP) erlaubt, die Schuldenstandsquote sollte maximal 60 Prozent des BIP betragen.
2. Das sogenannte Bailout-Verbot (Art. 125 AEUV) besagt, dass weder die Europäische Union noch ein einzelner Mitgliedstaat für die Schulden und Verbindlichkeiten eines anderen Staates haften oder eintreten darf. Damit sollten Handlung und Haftung in Einklang gebracht werden – jedes Euro-Teilnehmerland sollte für etwaige finanzpolitische Verfehlungen selbst geradestehen und sich nicht auf fremde Hilfe verlassen können.
3. Die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank (EZB) sollte sicherstellen, dass die Währungshüter sich allein auf die Wahrung der Geldwertstabilität konzentrieren können und nicht von hochverschuldeten Regierungen unter Druck gesetzt werden können, die Geldpolitik unangemessen zu lockern.

Alle drei Elemente sind mehr als brüchig. Die Fiskalregeln des Stabilitäts- und Wachstumspakt wurden von den Regierungen nie besonders ernst genommen, sonst wäre es nicht zur Euro-Schuldenkrise ab 2010 gekommen. Die ursprünglichen Fiskalregeln sowie die später hinzugekommenen Regeln wurden von den Euro-Teilnehmerländern eher wie Empfehlungen behandelt, aber nicht wie verbindliche Vorgaben (Abbildung 5). Gemäss dem EU Compliance Tracker hat Frankreich die Regeln zwischen 1998 und 2025 in nur rund einem Viertel der Fälle eingehalten. Mit anderen Worten: Meist hat Frankreich die Regeln der Währungsunion verletzt. Heute steht Frankreich mit einem Schuldenstand von 115 Prozent des BIP – also fast doppelt so viel wie gemäss Stabilitätspakt maximal zulässig – am Rande einer Schuldenkrise. Griechenland, Auslöser der Schuldenkrise ab 2010, hat die Regeln zwischen 1998 und 2025 in rund 40 Prozent der Fälle eingehalten. Und selbst Deutschland, das als finanzpolitisch solide gilt, hat die Regeln nur zu 54 Prozent eingehalten. Echte Strafen für Regelverstösse hat es bisher übrigens nicht gegeben, was die Glaubwürdigkeit der Regeln massiv beschädigt.

Abb. 5: Geringe Einhaltung der Fiskalregeln



Quelle: Europäischer Fiskalausschuss, eigene Darstellung.

Durchschnittliche Einhaltungquote der Fiskalregeln von 1998 bis 2025.

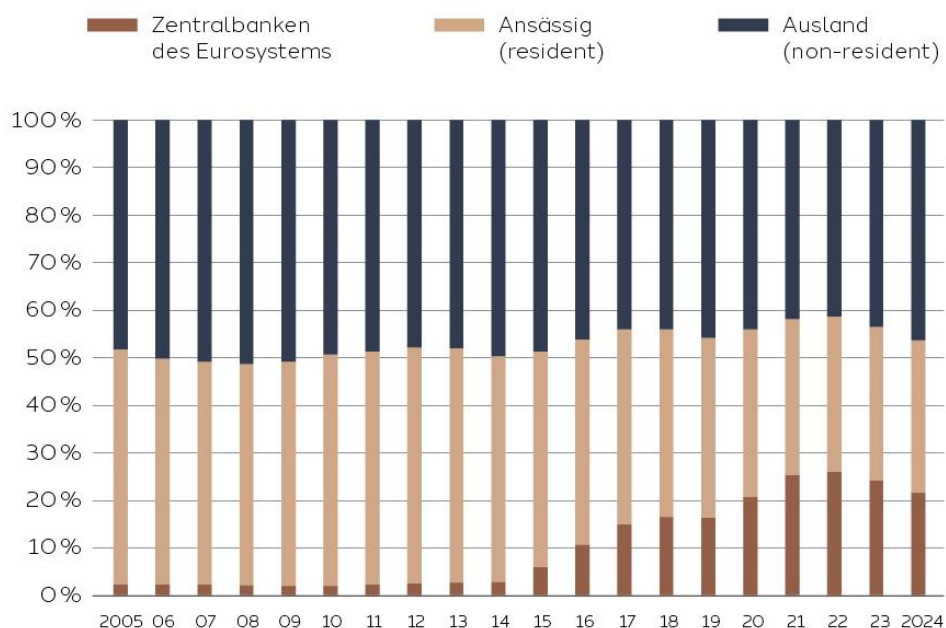
Compliance Tracker: https://commission.europa.eu/european-fiscal-board-efb/compliance-tracker_en

Griechenland geriet wegen der Missachtung der Fiskalregeln in eine hausgemachte Schuldenkrise. Die europäische Staatengemeinschaft entschied sich in dieser Situation dafür, den zweiten Baustein der Währungsunion – das Bailout-Verbot – zu umgehen, indem sie Griechenland zur Hilfe kam und diese Hilfe und wirtschaftspolitischen Anpassungsprogramme nicht allein dem Internationalen Währungsfonds überliess.

Da die Finanzmärkte infragestellten, ob die EU-Länder über ausreichend finanzielle Mittel verfügen, um Griechenland und gegebenenfalls andere hochverschuldete Staaten ausreichend zu unterstützen, ging die Schulden- und Vertrauenskrise weiter. Letztlich sah sich die EZB gezwungen, einzuschreiten und potenzielle Unterstützung für angeschlagene Euro-Teilnehmerländer prinzipiell ohne Limit zuzusagen. Dafür brauchte es keine Weisung von Regierungsvertretern, sondern lediglich die ernsthafte Gefahr, die Währungsunion könnte unter der Last der zu hohen Staatsschulden auseinanderbrechen. Die EZB war zwar noch politisch unabhängig, aber sie war in ihrem Handeln nicht mehr unabhängig gegenüber den Marktrisiken, die sich wegen der finanzpolitischen Verfehlungen einiger Euro-Teilnehmerländer einstellten («fiskalische Dominanz»).

Nach der europäischen Staatsschuldenkrise wurde die geld- und fiskalpolitische Architektur im Zuge der «Aufräumarbeiten» überarbeitet. Allerdings sind die Staatsschulden nach wie vor zu hoch. Im Durchschnitt sind die Teilnehmerländer der Währungsunion mit mehr als 85 Prozent des BIP verschuldet. Die Eurozone als Ganze ist also deutlich höher verschuldet als die 60 Prozent des BIP, die das Schuldenstandskriterium zulässt. Einzelne grosse Volkswirtschaften wie Frankreich (115 Prozent) oder Italien (137 Prozent) sind überdurchschnittlich hoch verschuldet, sodass in der Währungsunion das Risiko einer neuen Staatsschuldenkrise latent schlummert.

Abb. 6: Gläubigerstruktur der Staatsschulden in der Eurozone



Quelle: Europäische Zentralbank, ECB Data Portal

Die EZB nimmt in der neuen Fiskalarchitektur der Währungsunion eine wichtige, und ihr ursprünglich nicht zugedachte, Rolle ein. Sie hat seit 2015 durch massive Staatsanleihekäufe (Abbildung 6) die Zinsen und damit die Finanzierungskosten der Staaten gesenkt. Sollten Frankreich oder Italien einmal das Vertrauen der Finanzmärkte verlieren, liesse sich die Lage ohne die Hilfe der EZB voraussichtlich nicht kontrollieren. Die EZB behält also ihre Rolle als Helfer in der Not.

Die skizzierten Probleme der Währungsunion haben zur Folge, dass der Euro die Rolle des US-Dollars als Weltleitwährung bisher nicht ernsthaft gefährden konnte. Der Euro ist inzwischen zwar eine etablierte Währung, er hat aber immer noch einen deutlichen Rückstand zum US-Dollar. So betrug der Anteil des US-Dollars an den globalen Devisenreserven im ersten Quartal 2026 rund 57 Prozent. Der Anteil des Euro lag wie seit Jahren bei rund 20 Prozent.

Euro-Reformen

Was wäre nötig, um die internationale Bedeutung des Euro zu erhöhen und ihn zukunftsfest zu machen?¹ Gelegentlich werden die USA als Vorbild genannt, weil sie trotz aller Probleme, die sich immer wieder auch in den USA eingestellt haben, vielen Beobachtern als Blaupause für eine funktionierende Wirtschafts- und Währungsunion (incl. Fiskalunion) gilt. Dabei darf aber nicht übersehen werden, wie lang, zäh und problembehaftet in den USA der Weg zur Fiskalunion war. Der Weg dauerte mehrere Jahrzehnte und war von zahlreichen Rückschlägen begleitet.

Auch die USA haben in ihrer Geschichte schlechte Erfahrungen mit Bailouts gemacht. Nach mehreren Bailouts von Bundesstaaten durch den Zentralstaat – d.h. der Zentralstaat übernahm die Schulden – machte sich unter den Einzelstaaten zunächst die Erwartung breit, in Haushaltsnotlagen vom Zentralstaat gerettet zu werden. In den 1840er Jahren durchkreuzte der Zentralstaat diese Erwartungen, indem er eine „No-Bailout-Klausel“ einführte und acht Staaten bankrott gehen liess. Damit wurde die fiskalische Eigenverantwortlichkeit der Einzelstaaten wieder etabliert.

Die glaubwürdige No-Bailout-Regel gilt als wichtiger Bestandteil der amerikanischen Fiskalarchitektur, die im Ergebnis die Haushaltspolitik der Einzelstaaten stark diszipliniert. Die Einzelstaaten verordneten sich deshalb selbst Regeln – gleichwohl unterschiedlich scharfe –, die für ausgeglichene Haushalte Sorge tragen sollten. Diese „Schuldenbremsen“ gelten im Vergleich zu den europäischen Regeln als wirkungsvoller, weil sie nicht zentral angeordnet, sondern dezentral beschlossen und organisiert sind. Wenn ein einzelner Staat eine für alle Staaten geltende Regel bricht und dafür nicht sanktioniert wird, verliert die Regel insgesamt ihre Glaubwürdigkeit. Verstösst hingegen ein einzelner Staat gegen eine von ihm selbst gesetzte Haushaltsregel, die auch nur für diesen einen Staat gilt, dann bleibt die Glaubwürdigkeit der Haushaltsregeln aller anderen Staaten davon unberührt.

Realistisch betrachtet könnte die US-Fiskalarchitektur allenfalls in der sehr langen Frist ein Beispiel für Europa sein. Dabei darf auch nicht unberücksichtigt bleiben, dass der Zentralstaat in den USA inzwischen äusserst hoch verschuldet ist.

¹ Für eine detaillierte Analyse incl. Reformvorschlägen vgl. Kronberger Kreis (2026), [Ist der Euro zukunftsfest?](#)

Die nächsten Schritte der Europäischen Währungsunion sollten vorzugsweise darin bestehen, die Fiskalregeln wieder zu schärfen, sie glaubwürdig durchzusetzen und etwaige Verstösse zu sanktionieren. Die immer wieder diskutierten Gemeinschaftsanleihen sind abzulehnen, weil sie zwar kurzfristig die Finanzierungskosten der besonders hoch verschuldeten Länder reduzieren, aber gleichzeitig langfristige Fehlanreize setzen. Wenn die Anreize für eine solide Finanzpolitik für alle Euro-Teilnehmerländer gestärkt werden, wäre das auch eine Entlastung für die EZB, die dann nicht mehr als finanzpolitischer «Ausputzer» gebraucht würde.

Ausblick

Regierungen und Zentralbanken stehen untereinander im Wettbewerb. Normalerweise hat der Wettbewerb die Eigenschaften, aus allen Beteiligten das Beste herauszuholen und sie zu Höchstleistungen anzuregen. In den letzten Jahren hat sich aber eher ein Wettbewerb nach unten entwickelt. Je expansiver die Finanzpolitik, je höher die Staatsschulden, umso besser – so schien es zumindest. Und (nicht ganz unabhängig von der Schuldenpolitik der Regierungen) schienen die Zentralbanken viele Jahre nach dem Motto zu verfahren: je expansiver die Geldpolitik, umso besser.

Im bilateralen Wechselkurs machen sich solche Fehlentwicklungen kaum bemerkbar, wenn beide Wirtschaftsräume ähnliche Wege beschreiten. Würde einer der beiden Wirtschaftsräume – die USA oder die Eurozone – auf einen finanzpolitisch nachhaltigen Weg zurückkehren und damit die Zentralbank aus der impliziten Verantwortung entlassen, die Finanzierungskosten der Regierungen bei Bedarf zu senken, könnte sich das spürbar positiv auf den Wechselkurs der eigenen Währung auswirken.

Als leuchtendes Beispiel kann hier die Schweiz gelten. Mit einer Schuldenquote von unter 40 Prozent des BIP sind die Staatsfinanzen gesund. Dank weiterer Standortvorteile ist der Schweizer Franken eine starke Währung, die seit Jahren gegenüber dem US-Dollar und noch stärker gegenüber dem Euro aufwertet.

Da weder von den USA noch von der Eurozone eine schnelle Kehrtwende in der Finanzpolitik zu erwarten ist, dürften die Wechselkursänderungen eher graduell verlaufen. Wir erwarten auf Sicht von drei bis zwölf Monaten einen etwas stärkeren Euro. Wenn die geopolitischen Spannungen nachlassen, wird der US-Dollar als sicherer Anlagehafen weniger nachgefragt sein und etwas an Wert einbüßen. Zudem könnte sich die Anfangseuphorie um den neuen Fed-Vorsitzenden Kevin Warsh noch weiter legen, wenn Warsh versucht, das Inflationsproblem eher verbal als mit den klassischen Instrumenten der Geldpolitik zu bekämpfen. Insgesamt dürfte EUR/USD moderat steigen und den Kurs Richtung 1,20 US-Dollar je Euro einschlagen. Wenn sich die Rahmenbedingungen nicht deutlich ändern, sollte diese Schwelle vorerst schwer zu überwinden sein.



Disclaimer

Die Bergos AG ist eine unabhängige, international agierende Schweizer Privatbank mit Fokus auf Private Wealth Management. Sie ist im Jahr 2021 mit neuem Aktionariat aus ihrer vormaligen Muttergesellschaft, der 1590 gegründeten Berenberg Gruppe, hervorgetreten und seit über vierzig Jahren für internationale Privatkunden und Unternehmer am Schweizer Finanzplatz tätig. Ihr Hauptsitz ist in Zürich mit einer Niederlassung in Genf. Die Schweizer Privatbank hat sich dem "Human Private Banking" verschrieben und ist auf Vermögensverwaltung und -betreuung spezialisiert. Mit über 120 Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern liegt der Fokus auf der kompetenten Beratung in allen bekannten liquiden und illiquiden Anlageklassen sowie in alternativen Anlagen und Private Markets. Unser "beyond money" Ansatz umfasst zudem Expertise in Kunst und Philanthropie. Unternehmerischen Kunden bietet Bergos Zugang zu M&A und anderen Corporate Finance-Dienstleistungen. Die Bergos AG bietet Privatkunden, Unternehmern und deren Familien einen ganzheitlichen, generationenübergreifenden Service, der neben Anlageempfehlungen auf Sicherheit, Neutralität, Internationalität und Weltoffenheit abzielt.

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informations- und Marketingzwecken. Die bereitgestellten Informationen sind nicht rechtsverbindlich und stellen weder Finanzanalysen noch einen Verkaufsprospekt, ein Angebot für Investmenttransaktionen, eine Vermögensverwaltung oder eine Anlageberatung dar und ersetzen keine rechtliche, steuerliche oder finanzielle Beratung.

© Copyright Bergos AG.

Alle Rechte vorbehalten.