

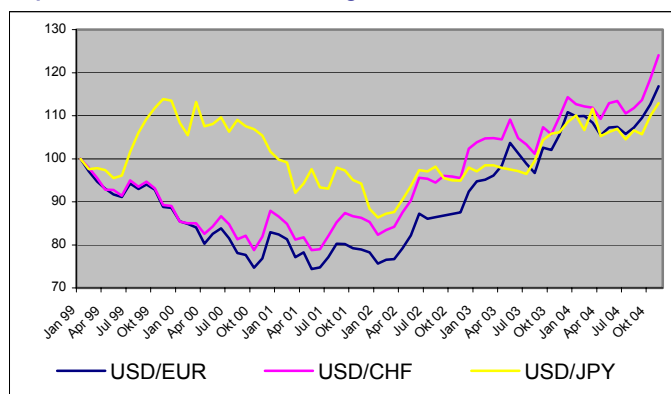
Der Dollar auf der schiefen Bahn Folgen für die Finanzmärkte

- Der Dollar hat in den letzten Wochen massiv an Wert verloren. Schuld daran sind insbesondere die immer grösser werdenden Budget- und Leistungsbilanzdefizite der USA. Verschiedene Vertreter der amerikanischen Administration haben wiederholt signalisiert, dass die USA mit einem schwächeren Dollar durchaus leben kann.
- Ein deutlich schwächerer Dollar wird das amerikanische Leistungsbilanzdefizit kaum ins Lot bringen können, da rund 40% des US-Aussenhandels mit Staaten abgewickelt werden, welche ihre Währung in irgendeiner Weise an den Dollar gebunden haben. Mittel- bis langfristig wird sich deshalb der Aufwertungsdruck auf die chinesische wie auch andere asiatische Währungen erhöhen. Letztlich müssen aber auch die Amerikaner an einer kontrollierten Dollarabwertung ein Interesse haben. Ein unkontrollierter Fall des Greenback würde unweigerlich dazu führen, dass China und Japan, welche durch den Kauf von US-Staatsanleihen das US-Leistungsbilanzdefizit fast im Alleingang finanzieren, verstärkt in den Euro diversifizieren.
- Wir rechnen damit, dass der Dollar aufgrund der strukturellen Ungleichgewichte bei hoher Volatilität weiterhin zur Schwäche neigen wird. Auf mittlere und längere Frist werden vor allem die asiatischen Länder um eine deutliche Aufwertung ihrer Währungen nicht umhinkommen. Der anhaltend starke Euro wird dafür sorgen, dass die Europäische Zentralbank ihre Tiefzinspolitik bis auf weiteres fortführen muss. Falls die Dämme gegenüber dem Dollar nicht völlig brechen, dürfte sich die moderate Höherbewertung an den europäischen Aktienmärkten fortsetzen.

Markante Abschwächung des Dollars

Nicht ganz unerwartet ist der Dollar seit der Wiederwahl von US-Präsident Bush gegenüber den meisten Währungen nochmals deutlich ins Rutschen geraten und hat allein im Monat November gegenüber dem Schweizerfranken rund 5% an Wert verloren. Gegenüber dem vor 4 Jahren erzielten Höchst von über 1.80 CHF pro Dollar notiert die US-Valuta nunmehr um rund 37% tiefer. Nachdem Vertreter der amerikanischen Regierung wiederholt recht unverhohlen signalisiert haben, dass ein schwacher Dollar für die USA nur Gutes bedeuten kann, drängt sich die Frage auf, wie weit der Greenback noch fallen kann. Die Antwort auf diese Frage ist umso aktueller, als die zukünftige Kursentwicklung des Dollars gegenüber dem Schweizerfranken wie auch gegenüber dem Euro nachhaltige Auswirkungen auf die Gewinnentwicklung europäischer Unternehmen wie auch auf die Zinspolitik wichtiger Notenbanken hat.

Graphik 1: Historische Entwicklung des Dollarkurses



Quelle: Bloomberg

„Der Krug geht zum Brunnen, bis er bricht“

Als Ursache der Dollarschwäche werden fast unisono das Leistungsbilanz- und Budgetdefizit der USA genannt, die - da sachlich zusammenhängend - auch als Zwillingdefizite bezeichnet werden. Zum einen sind die Budgetdefizite in der Bush-Ära markant angewachsen, nachdem im Jahre 2000 noch ein Überschuss von rund 200 Mia. \$ erzielt werden konnte. Fachleute rechnen für die kommenden Jahre mit einem weiteren Ansteigen der Lücke im Staatsetat auf 500 bis 600 Mia. \$ im Jahre 2005. Ähnlich sieht das Bild zum ändern beim Leistungsbilanzdefizit

der USA aus, das mittlerweile ungeachtet des schwächeren Dollars auf jährlich 640 Mia. \$ und damit auf über 5% des Bruttosozialproduktes gestiegen ist. Definitionsgemäss muss das Leistungsbilanzdefizit durch Dollaranlagen ausländischer Investoren finanziert werden. Als „Lückenbüsser“ traten bislang insbesondere die japanische und chinesische Notenbank auf, welche in grossem Stil US-Staatsanleihen erwerben. Die Dollar-Währungsreserven der Devisen-Supermächte Japan, China, Taiwan und Korea liegen unterdessen bei rund 1'750 Mia. \$, während diejenigen der Euroländer gerade mal bei 175 Mia. \$ liegen. Man könnte nun einwenden, dass das amerikanische Zwillingdefizit keinesfalls erst in diesen Tagen entstanden ist und die Weltwirtschaft über die letzten beiden Jahrzehnte recht gut mit diesem Phänomen leben konnte. Es ist nun aber insbesondere das Ausmass der amerikanischen Defizite, das langsam die Alarmglocken läuten lässt. Hinzu kommt, dass sich die US-Administration bislang keinen Deut um die Reduzierung des massiv angestiegenen Budgetdefizits zu scheren scheint. Die aktuelle Schwäche des Dollars kann deshalb durchaus mit dem Sprichwort erklärt werden, dass der Krug zum Brunnen geht, bis er bricht. Die wachsenden strukturellen Ungleichgewichte sind insbesondere auch den grossen privaten und staatlichen Investoren aus Asien nicht verborgen geblieben. In den letzten Wochen sind denn auch wiederholt Gerüchte aufgetaucht, dass die asiatischen Zentralbanken ihre Anlagen und Währungsreserven in Zukunft stärker diversifizieren und neben dem Dollar vermehrt auch Euros kaufen wollen, um ihre Abhängigkeit von den USA zu reduzieren. Ähnliches gilt wohl auch für Investoren, welche nach Anlagemöglichkeiten für die stark gestiegenen Dollarflüsse aus Erdöleinnahmen (sog. Petro-Dollars) suchen.

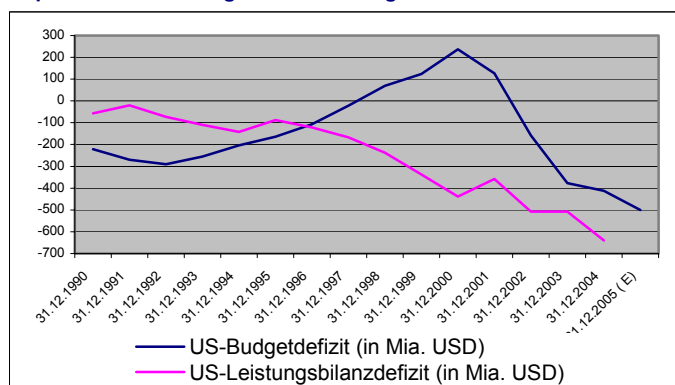
Druck auf die europäische Politik

Die US-Administration sieht die Dinge etwas anders: Das grosse Leistungsbilanzdefizit hat demnach seinen Ursprung insbesondere in der Wachstumsschwäche Europas. Könnte diese überwunden werden, stiege die Nachfrage nach amerikanischen Produkten, sodass sich als direkte Folge davon auch das Leistungsbilanzdefizit der USA reduzieren würde. Die Abschwächung des Dollars gegenüber dem Euro soll denn auch den Druck auf Europas Politiker erhöhen, etwas mehr für das Wirtschaftswachstum in Europa zu tun. Dabei denken die Amerikaner in erster Linie an tiefgreifende Strukturreformen (Flexibilisierung des Arbeitsmarktes,

Steuerreformen, weitere Fortschritte bei der Schaffung eines einheitlichen Marktes, etc.), in zweiter Linie aber auch an eine etwas flexiblere Zinspolitik, welche der schleppenden Konjunktur mehr Rückenwind verleihen würde.

Strukturreformen wirken allerdings nicht von einem Tag auf den andern. Sie müssen vielmehr – wie es das Beispiel Deutschland deutlich macht – schrittweise mühsam im politischen Alltag erkämpft und erstritten werden. Der grösste Anpassungsdruck wird deshalb in kurzfristiger Sicht weiterhin auf der europäischen Geld- und Zinspolitik lasten.

Graphik 2: Entwicklung der US-Zwillingdefizite



Quelle: Bloomberg

Aus der Sicht der USA stellt sich vor allem die Frage, ob sich mit einer weiteren deutlichen Abwertung des Dollars das leidige Problem des Leistungsbilanzdefizits wirklich lösen lässt. Ein Blick zurück in die Geschichte lässt erkennen, dass die im Plaza Accord von 1985 beschlossene Abschwächung des Dollar durchaus ihre Wirkung erreicht hat. Betrug das Defizit 1985 noch 3.5% des BIP, war es 1990 beinahe ausgeglichen und verschwand damit für längere Zeit aus dem Blickfeld internationaler Investoren. Ob eine Abwertung auch heute noch ein wirksames Mittel zur Reduktion des Aussenhandelsungleichgewichts darstellt, muss hingegen bezweifelt werden. Die amerikanischen Handelsstrukturen haben sich seit den Achtziger Jahren grundlegend verändert. Das Hauptproblem liegt heute darin, dass zahlreiche wichtige Handelspartner der USA, wie China und andere gewichtige asiatische Länder, ihre Wechselkurse weitgehend an den Dollar gebunden haben. Das Federal Reserve berechnet mittlerweile denn auch zwei unterschiedliche handelsgewichtete Wechselkursindizes, nämlich zum einen mit frei handelbaren Währungen (erfasst rund 46% des US-Handels) sowie einen weiteren Subindex mit Währungen von Ländergruppen mit fixem Wechselkursregime (rund 40% des US-Handels). Hinzu kommt, dass ein grosser Teil der Handelsströme innerhalb multinationaler Unternehmen abläuft und diese nicht primär von Wechselkursen, sondern von langfristigen strategischen Entscheidungen und den gewählten internationalen Produktionsstandorten dieser Firmen abhängen. Der Aufwertungsdruck auf den Euro und den Yen allein genügt offenbar nicht, um die US-Leistungsbilanz wieder ins Lot zu bringen.

Eine der Hauptursachen des Leistungsbilanzdefizits sind die hohen Staatsdefizite, welche insbesondere auch die Nachfrage nach ausländischen Produkten ankurbeln. Die Ersparnisse der Amerikaner reichen denn auch in keiner Weise aus, um das hohe Budgetdefizit und die inländischen Investitionen zu finanzieren. Rund 80% der US-Investitionen müssen heute deshalb über ausländische Quellen finanziert werden.

Geordneter Rückzug reduziert Risiko von Verwerfungen

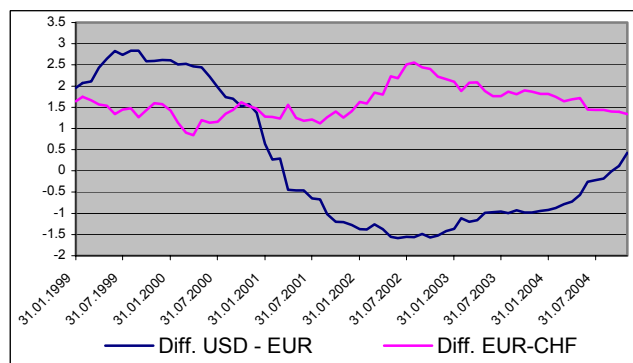
Da sich ein schwächerer Dollar nicht unmittelbar in einer Reduktion des Leistungsbilanzdefizits auswirkt, muss die USA ein ma-

nifestes Interesse an einem „geordneten Rückzug“ des Dollars haben. Je schwieriger es nämlich wird, das US-Defizit über das Ausland zu finanzieren, desto stärker wird der Druck auf den Dollar sein. Ein drastischer Zerfall der US-Währung würde unweigerlich zu grösseren Verwerfungen im internationalen Finanzsystem führen und zu nur schwer prognostizierbaren, nachteiligen Auswirkungen auf Wachstum und Inflation in allen wichtigen Volkswirtschaften haben. Da die asiatischen Länder, allen voran China, aus politischen und wirtschaftlichen Gründen kaum bereit sind, eine massive Aufwertung ihrer Währungen vorzunehmen, wird der Druck auf den amerikanischen Greenback weiterhin anhalten. Es muss deshalb in den kommenden Monaten mit einem volatilen Dollarkurs gerechnet werden, da die fundamentalen Ungleichgewichte auch zahlreiche „Spekulanten“ (z.B. Global Makro oder Managed Futures Hedge Fonds) auf den Plan rufen, welche mit grossen Short-Positionen auf den Dollar die Kursbewegungen verstärken.

Der schwächelnde Dollar und die Finanzmärkte

Entsprechend zeichnet sich klar ab, dass eine Aufwertung der asiatischen Währungen nur eine Frage der Zeit ist. Eine schrittweise und moderate Aufwertung der chinesischen Währung dürfte unmittelbar eine Anpassung bei weiteren asiatischen Währung auslösen, da diese Volkswirtschaften in direkter Konkurrenz zu China stehen. Im weiteren wird der bereits eingeleitete Trend zu einer stärkeren Diversifikation der Währungsreserven der grossen Überschussländer für einen anhaltend starken Euro sorgen. Die Zinsdifferenzen zwischen Dollar und Euro dürften sich auf diesem Hintergrund weiter ausweiten, da die EZB sich in ihrem Handlungsspielraum beschränkt sieht, die Geldmarktsätze anzuheben. Da der tiefere Dollar zudem eine dämpfende Wirkung auf die Inflation hat, sollten die Zinsen in Europa weiter auf tiefem Niveau verharren.

Graphik 3: Entwicklung der Zinsdifferenzen (6M-Libor)



Quelle: Bloomberg

Tendenzielle Verlierer der strukturellen Dollarschwäche sind europäische Unternehmen, die ihre Produkte auf dem Weltmarkt anbieten und deren Kosten primär in Euro entstehen. Ihre Gewinnmargen werden tendenziell unter Druck bleiben. Aufgrund der immer noch moderaten Bewertung der europäischen Aktienmärkte kann dennoch ein gewisses Aufwertungspotenzial ausgemacht werden, falls die Abwertung des Dollars in (zeitlich) geordneten Bahnen verläuft. Die aktuell tiefen Zinsen im Euro machen Aktienanlagen weiterhin attraktiv, ein Umstand, den nicht zuletzt auch amerikanische Investoren in den letzten Wochen zu Aktienkäufen in Europa genutzt haben.

9. Dezember 2004 / MR