

## Was ist mit dem Dollar los?

Manuel Ammann und Rico von Wyss

*St. Galler Tagblatt, 9.4.2008, S. 2.*

Der Wert der amerikanischen Währung hat sich in den letzten Jahren im Vergleich zu anderen Währungen stark verringert: War ein amerikanischer Dollar (USD) Mitte 2001 noch 1.80 Schweizer Franken (CHF) wert, so muss man heute nur rund einen Schweizer Franken pro Dollar bezahlen. Die Geschwindigkeit und das Ausmass dieses Wertverfalls hat viel Verunsicherung bewirkt, denn solche Verschiebungen im Wechselkursgefuge bleiben nicht ohne Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Wie erklärt sich diese Entwicklung und welche Konsequenzen ergeben sich für die Anleger?

### *Angebot und Nachfrage nach Währung - die Zahlungsbilanz*

Seit dem Jahr 1998 importiert die amerikanische Volkswirtschaft wertmässig viel mehr Güter und Dienstleistungen als sie exportiert, wie die Darstellung der Leistungsbilanzsaldi in Abbildung 1 zeigt. Einerseits werden Güter aus Kosten- und Qualitätsgründen vermehrt importiert, andererseits sind die USA auf Energie- und Rohstoffimporte angewiesen. Im Jahr 2007 betrug das Leistungsbilanzdefizit 739 Milliarden Dollar, wovon 256 Milliarden auf den Handel mit China zurückzuführen waren.

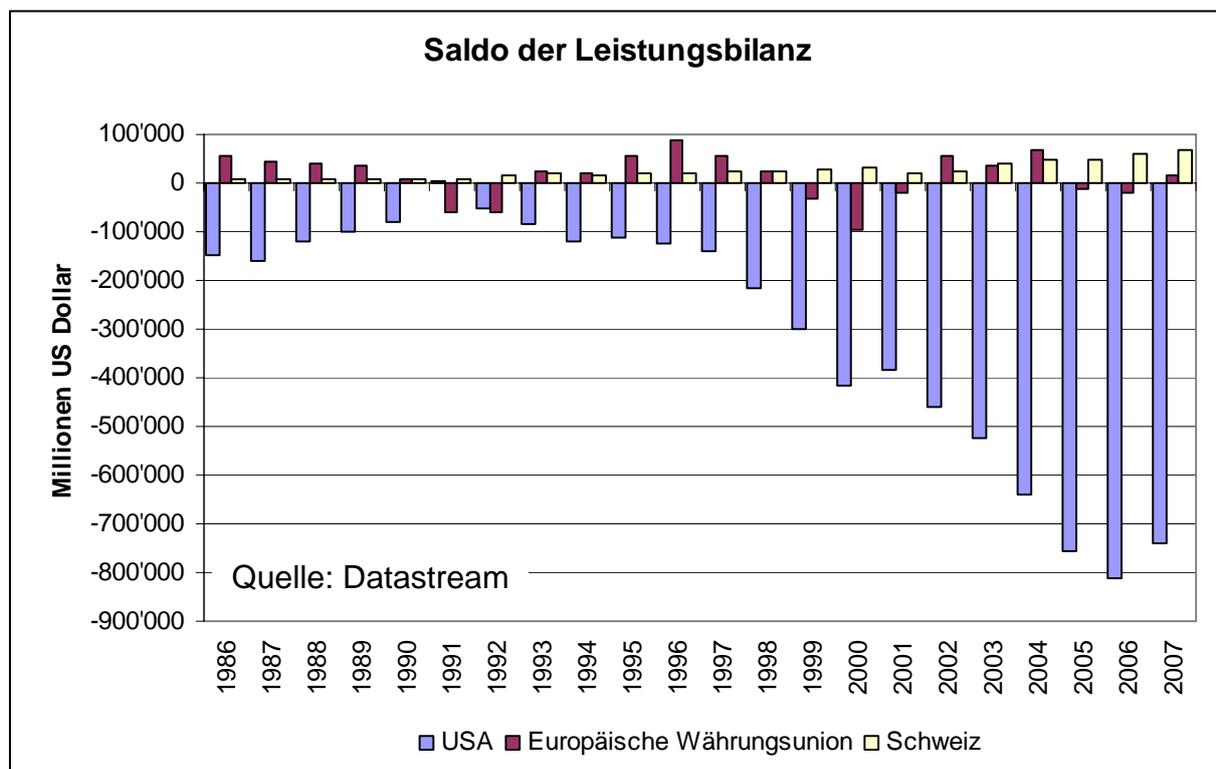


Abbildung 1: Saldo der Leistungsbilanz

Die Folge davon ist, dass die Amerikaner Dollar in ausländische Währung umtauschen müssen, um damit den Güterimport zu bezahlen. Sie erhöhen folglich das Angebot an Dollar, was dessen Preis senkt, und erhöhen die Nachfrage nach Fremdwährungen, was diese im Wert steigen lässt. Die Käufer dieser US Dollar könnten im Gegenzug damit amerikanische Güter kaufen, was jedoch nur in beschränktem Mass stattfindet. Hauptsächlich wird das Leistungsbilanzdefizit durch Portfolioinvestitionen in amerikanische Staatsanleihen oder in amerikanische Aktien und Obligationen ausgeglichen. Es findet folglich ein Nettokapitalimport statt, welcher als Verschuldung der USA im Ausland interpretiert werden kann, da diesen Wertpapieren Verpflichtungen gegenüberstehen.

Nach verschiedenen Geldmengenerhöhungen der amerikanischen Zentralbank (FED) zur Unterstützung der Konjunktur und der Liquiditätsversorgung des Bankensystems sind die Zinsen in den USA heute vergleichsweise tief, so dass eine Investition in amerikanische Anleihen an Attraktivität verloren hat. Mit den relativ tiefen Zinsen hat sich auch die Rolle der USA bei den Carry Trades ins Gegenteil verkehrt: War es im Jahr 2006 eine beliebte Strategie, sich in japanischen Yen zu verschulden, um in US Dollar zu investieren (d.h. US Dollar nachzulegen), so sind die Zinsen heute in vielen Ländern höher als in den USA. Carry Trader verschulden sich jetzt auch in den USA und erhöhen damit das Angebot an US Dollar, um beispielsweise in Australien zu investieren. Ebenso reduzieren die relativ schlechter gewordenen Konjunkturaussichten für die USA die erwarteten Gewinne der Unternehmen, so dass die Nachfrage nach amerikanischen Wertpapieren tendenziell sinkt.

Das grössere Angebot an US Dollars lässt also den Wechselkurs sinken und gleicht dadurch Angebot und Nachfrage aus: Ein tieferer Wechselkurs macht den Kapitalimport in die USA attraktiver. Ebenso erhöht sich die Wettbewerbsfähigkeit amerikanischer Güter, so dass vermehrt amerikanische Güter und damit auch US Dollar nachgefragt werden. Für Amerikaner werden die ausländischen Güter teurer, so dass sie weniger Dollar verkaufen, und es stellt sich ein Gleichgewicht ein.

### *Die Kaufkraftparität – ein Gleichgewicht?*

Vergleicht man die Preise eines homogenen Guts in zwei verschiedenen Währungen, so sollte der Preis gleich sein. Dieses „Gesetz des einheitlichen Preises“ besagt, dass beispielsweise ein Kilogramm Gold in den USA umgerechnet in Schweizer Franken gleich teuer sein sollte wie in der Schweiz. Andernfalls könnte Gold im einen Land billig eingekauft, im anderen Land teurer verkauft und schliesslich die Währung wieder umgetauscht werden. Die relativen Preise einer Ware bestimmen also den Wechselkurs. Das Gesetz des einheitlichen Preises lässt sich auf ganze Güterkörbe und Volkswirtschaften ausdehnen.

Allerdings gibt es gewichtige Gründe, warum auch langfristige Abweichungen von der Kaufkraftparität möglich sind: Die Güterkörbe, welche zur Inflationsberechnung herangezogen werden, sind in den einzelnen Ländern nicht identisch, in Japan wird z.B. mehr Fisch, in der Schweiz dagegen mehr Fleisch verzehrt. Viele Dienstleistungen wie z.B. der Besuch beim Friseur sind ortsgebunden und können nicht in anderer Währung wahrgenommen werden. Ein Teil der Güter kann aus natürlichen

Gründen (z.B. Hamburger) nicht gehandelt werden, während Parallelimporte oft auch durch Gesetze und Verordnungen behindert werden, so dass Preisdifferenzen sich nicht ausgleichen können. Dies ist zum Beispiel bei Medikamenten und landwirtschaftlichen Produkten der Fall.

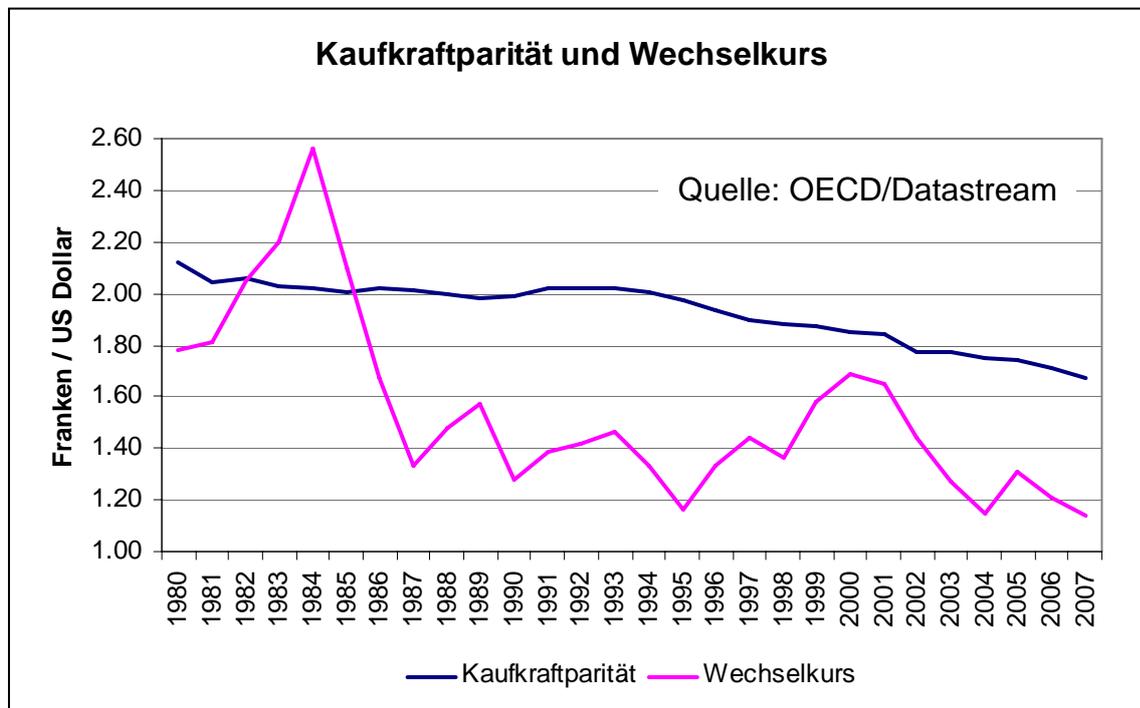


Abbildung 2: Kaufkraftparität und Wechselkurs

Die Abbildung 2 zeigt den Verlauf der Kaufkraftparität und des Wechselkurses. Die Kaufkraftparität impliziert einen Wechselkurs, der von 1980 bis 2007 kontinuierlich von 2.12 CHF/USD auf 1.67 CHF/USD gefallen ist, weil die Inflation in den USA höher war als in der Schweiz. Seit 1985 liegt der tatsächliche Wechselkurs darunter, was auf eine Überbewertung des Schweizer Frankens hindeutet. Wie die Abbildung zeigt, kann der Wechselkurs aber langfristig von der Kaufkraftparität abweichen, weshalb sich diese nur bedingt für die Voraussage des zukünftigen Wechselkurses eignet.

### *Der Einfluss von Zinsen und Inflation*

Neben den relativen Güterpreisen geben auch die Inflationsraten über die Zinsen zwischen zwei Währungsräumen Anhaltspunkte für einen Gleichgewichtswechselkurs: Die Geldpolitik der Zentralbanken und der Konjunkturverlauf bestimmen die erwarteten Inflationsraten und damit die entsprechenden Zinsen in den verschiedenen Ländern. Aus der Zinsdifferenz zwischen zwei Ländern lässt sich anschliessend direkt auf die erwartete Wechselkursveränderung zwischen den entsprechenden Währungen schliessen. Die sogenannte „*ungedeckte Zinsparität*“ besagt somit, dass höhere Zinsen und erwartete Inflationsraten in den USA im Vergleich zur Schweiz tendenziell zu einer Abwertung des US Dollars führen. Wäre dies nicht der Fall, so könnte auf amerikanischen Investitionen permanent eine höhere Rendite als in der Schweiz erwirtschaftet werden. Doch auch dieses Gleichgewichtskonzept der ungedeckten Zinsparität ist mit Unsicherheit behaftet: Immer wieder weicht der tatsächli-

che zukünftige Wechselkurs von seinem durch Zins- oder Inflationsdifferenzen prognostizierten Wert ab.

### *Investieren in Fremdwährungen?*

Insgesamt sind sämtliche Methoden der Wechselkursprognose wie makroökonomische Modelle, technische Analyse oder finanzökonomische Prognosen mit grossen Unsicherheiten behaftet. Auch wenn Prognostiker eine gewisse Zeit lang richtig liegen, heisst das nicht, dass sie über Prognosefähigkeiten verfügen, denn schliesslich hat auch der naive Prognostiker ohne besondere Fähigkeiten eine Trefferquote von 50 Prozent, wenn es um Richtungsprognosen geht. Erst wenn die Prognosen systematisch und über längere Zeit richtig liegen, kann davon ausgegangen werden, dass es nicht um Glückstreffer handelt. Verschiedene Untersuchungen zeigen, dass es kaum einem Analysten oder einem Finanzinstitut gelingt, über einen längeren Zeitraum hinweg zuverlässige Wechselkursprognosen zu erstellen.

Was bedeutet diese Einsicht für den Anleger? Soll man deshalb keine amerikanischen Aktien halten, sondern nur in Schweizer Wertpapiere investieren? Das wäre eine falsche Schlussfolgerung, denn damit würde man viele attraktive Anlagen ausschliessen. Allerdings sollte eine Investition in ausländische Wertpapiere nicht zur Währungsspekulation, sondern zur Risikodiversifikation eines Wertschriftenportfolios in Schweizer Franken erfolgen.

### *Diversifikation ist entscheidend*

Obwohl die Marktkapitalisierung der ausländischen Aktienmärkte diejenige des schweizerischen um ein Vielfaches übersteigt, unterliegen viele Schweizer Anleger dem sogenannten "Home Bias", d.h. sie halten zu viele Schweizer Wertpapiere und zu wenige ausländische. Dadurch werden Diversifikationsmöglichkeiten verschenkt, denn die beschränkt korrelierten Anlagerenditen in einem internationalen Kontext können mithelfen, das Gesamtrisiko eines Wertschriftenportfolios zu reduzieren, ohne dass die erwarteten Renditen abnehmen.

Ebenso sollte aus Diversifikationsgründen das Währungsrisiko nicht vollständig abgesichert werden. Da bei Aktien das Fremdwährungsrisiko nur ein geringer Teil des Risikos in Schweizer Franken ausmacht, rechtfertigt die Risikoreduktion die Kosten von Währungsabsicherungen kaum. Bei Fremdwährungsanleihen kann hingegen das Währungsrisiko auch grösser als das eigentliche Anleihenrisiko sein, so dass eine Teilabsicherung mit derivativen Instrumenten unter Umständen sinnvoll sein kann.

Grundsätzlich ist es immer empfehlenswert, nicht das ganze Vermögen in einer einzigen Währung angelegt zu haben, auch wenn im Moment das Vertrauen in den Schweizer Franken gross ist und der Dollar nicht hoch in der Gunst der Anleger steht. Denn niemand weiss, in welcher Währung sich in Zukunft die Kaufkraft des Vermögens am besten erhalten lässt.

Prof. Dr. Manuel Ammann ist Ordinarius für Finanzen an der Universität St. Gallen und Direktor des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen.  
Dr. Rico von Wyss ist Nachwuchsdozent für Finanzmarkttheorie und lehrt an der HSG unter anderem International Finance.