

Kiel Policy Brief

Warum ist der Dollar so stark in der gegenwärtigen Krise?

Rolf J. Langhammer

Nr. 1 | Dezember 2008



I. Der Befund

Seit Juli 2008 hat der Dollar gegenüber dem Euro deutlich aufgewertet. Nimmt man den vom „Economist“ am 24. Juli 2008 veröffentlichten „Big Mac“ Index zum Maßstab, dann ist der Dollar seither etwa auf halbem Wege zurück von einer massiven Unterbewertung hin zu einem Kaufkraftparitätenwechselkurs¹. Diese Stärke ist angesichts der gegenwärtigen Krise erklärungsbedürftig, hat diese doch ihren Ursprung in den USA und ist noch lange nicht überwunden. Es gibt statt dessen weitere Unsicherheiten in den USA, die sich unter anderem an hohen Kreditkartenschulden der privaten Haushalte, an der schweren Krise amerikanischer Industriesektoren wie der Automobilindustrie aber auch an den Weiterungen der Finanzmarktkrise wie den Kreditversicherungen festmachen. Darüber hinaus wird in traditioneller Sicht der Abbau des Leistungsbilanzdefizits der USA auf ein nachhaltig zu finanzierendes Niveau weiterhin mit einer notwendigen starken Abwertung des Dollar verknüpft (Obstfeld, Rogoff 2007)².

II. Mögliche Gründe

Gründe, warum der Dollar gegenwärtig so stark (und der Euro so schwach ist), lassen sich auf verschiedenen Argumentationsebenen benennen:

1. Die „carry trade“ These und „Flucht in die Liquidität“These

Investoren, die sich in niedrig verzinslichen Dollar (und Yen) verschuldet haben, um in höher verzinslichen Anlagen (beispielsweise in australischen Dollar oder in Rubel) zu investieren, werden nun durch rückläufige Zinsdifferenzen, höhere Volatilität und damit höhere Risiken bis hin zu notleidenden Anlagen gezwungen, „carry trade“ Positionen zu schließen und sich Dollars zu verschaffen. Wie bei der Asienkrise 1997 haben sich auch jetzt wieder Verstöße gegen die Fristenkongruenz (langfristige Anlagen wurden kurzfristig finanziert) wie auch gegen die Kongruenz zwischen Finanzierungswährung und Anlagewährung („currency mismatch“) gezeigt. Damit wurden die Investitionen anfällig gegen unerwartete Zins- und Wechselkursänderungen.

Außerdem haben sich viele amerikanische Unternehmen und Finanzinstitutionen in Finanzprodukten anderer Länder engagiert. Als Folge der Kreditklemme kamen sie in Bedrängnis und mussten rasch ausländische Vermögenswerte auflösen, um sich Dollarliquidität zu verschaffen. Von Mitte Juni bis Mitte September 2008 wurden insgesamt netto über 92 Mrd. US-\$ an ausländischen verbrieften Anlagen von amerikanischen Finanzinstitutionen verkauft, während in

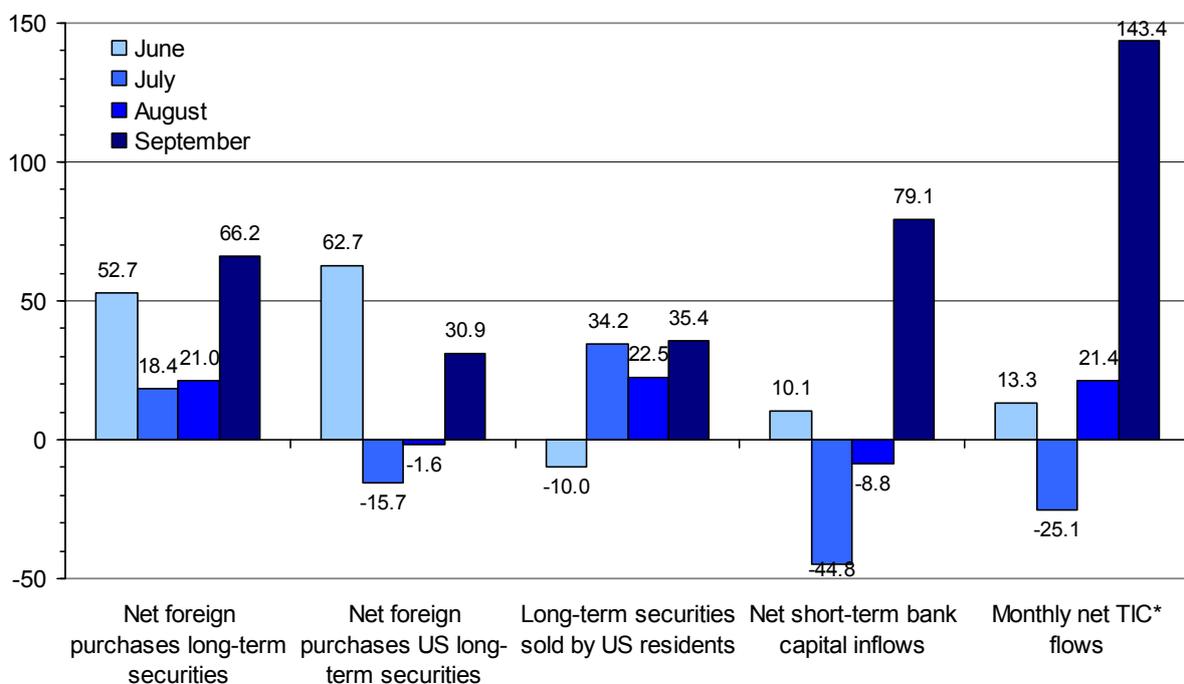
¹ Der Economist errechnete eine Überbewertung des Euro von 50%. Siehe http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=11793125

² Obstfeld, M. and K. Rogoff (2007) „The Unsustainable U.S. Current Account Position Revisited“. In R. Clarida (Ed.), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*: Chicago. University of Chicago Press, pp. 339–366.

den drei Monaten zuvor noch Käufe in Höhe von netto 26 Mrd. US-\$ getätigt worden waren. Die derzeitige Flucht aus vielen Hedgefonds hat den gleichen Hintergrund.

Der Weg der Anleger zurück in den Dollar zeigt sich in dem jüngst außerordentlich starken Anstieg der Nettokapitalzuflüsse in den USA. Im September 2008 wurden Zuflüsse in Höhe von 143 Mrd. US\$ gegenüber nur 21 Mrd. im August 2008 verzeichnet (Graphik 1). Dieser Anstieg speiste sich nicht nur aus dem Kauf von amerikanischen Schatzanweisungen und Regierungsanleihen durch Ausländer sondern auch aus der Repatriierung von Auslandsanlagen. Amerikanische Investoren lösten Auslandsanlagen in hohem Maße auf. Die Schließung von „carry trade“ Positionen sollte allerdings in naher Zukunft abgeschlossen sein, und dies würde bedeuten, dass die Dollarstärke, die sich aus dieser Quelle speist, verschwinden würde.

**Cross-Border Financial Flows in US Balance of Payments,
June September 2008 (Billions of US\$)**



2. Die These von der „Flucht in die Sicherheit“

In früheren Zeiten wurden weltwirtschaftliche Krisen als Signal verstanden, den Hort in sichere Anlagen wie Gold und Dollar zu suchen. Dieses Signal stützte sich unter anderem auf die beiden internationalen öffentlichen Güter, die die USA als militärische Super- und Schutzmacht und als Produzent einer internationalen Anker-, Reserve- und Transaktionswährung dem Rest der Welt unentgeltlich zur Verfügung stellten. In Krisenzeiten wuchs die Nachfrage nach beiden Gütern und damit auch die Zahlungsbereitschaft des Restes der Welt gegenüber den USA. Ob diese Funktion als Produzent zweier öffentlicher Güter in der gegenwärtigen Krise noch besteht, ist umstritten, hat doch die Krise ihren Ursprung in den USA und vor allem in den

schwerwiegenden institutionellen Defiziten des amerikanischen Finanzmarktes. Dennoch lassen sich aus den Schlussfolgerungen einer jüngsten Studie von Forbes (2008³) Argumente dafür ableiten, dass die „safe haven“ Hypothese weiterhin Bestand hat. Sie zeigt, dass vor allem diejenigen Länder als Käufer kurzfristiger amerikanischer Staatspapiere in Erscheinung treten, die noch nicht über einen eigenen entwickelten Finanzmarkt verfügen und auf deren Finanzmärkten die Renditen nicht mit denen auf dem amerikanischen Markt korrelieren. (Risikostreuung)⁴. Realwirtschaftliche und kulturelle Faktoren wie enge Handelsbeziehungen und gemeinsame Sprache sind weitere Faktoren, die den Kauf amerikanischer Papiere begünstigen. Diese Faktoren dürften in der gegenwärtigen Situation aber nicht ausschlaggebend sein. Das starke Engagement auf dem amerikanischen Markt, das vor allem seitens der Schwellen- und Entwicklungsländer mit hohen Währungsreserven zu beobachten gewesen ist, könnte die Länder jetzt in der Krise davon abhalten, aus dem Dollar zu gehen, und im Gegenteil sie dazu bewegen, ihn weiter zu stützen. Würden sie sich nämlich vom Dollar in der gegenwärtigen Krise abwenden, würden sie erhebliche Kosten gewärtigen müssen, wenn der Dollar dadurch stark gegenüber der heimischen Währung oder Nicht-Dollar-Währungen abwerten würde und die Länder ihre Verpflichtungen vor allem in diesen Währungen zu erfüllen hätten. Sie würden zu Opfern ihres eigenen Handelns und zwar gerade dann, wenn die Weltnachfrage nach ihren Produkten schrumpfen würde. Der ehemalige amerikanische Finanzminister und designierte Direktor des nationalen Wirtschaftsrates unter Präsident Obama, Lawrence Summers, hat dies als „balance of financial terror“ bezeichnet: den im kurzfristigen eigenen Interesse aufrechterhaltenen Austausch von Schuldscheinen gegen Güter, vor allem im Verhältnis der USA zu China und den Ländern des Mittleren Ostens. Vieles deutet daraufhin, dass diese Länder ihr Verhalten aus der Vergangenheit nicht geändert haben und den Dollar gerade in der Krise zu stützen bereit sind⁵, während sie in der Phase zuvor eine kontrollierte Abwertung des Dollar und damit auch eine kontrollierte Aufwertung der eigenen Währung zu akzeptieren bereit waren. Die Relevanz dieser These hängt auch davon ab, ob die an den Dollar gebundenen Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen die realwirtschaftliche Schwächephase dazu nutzen, eine sichtbare Kurswende in ihrer Wirtschaftspolitik hin zu einer Binnenorientierung einzuleiten. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist dies noch nicht abzusehen.

3. Die These von der fakturierungsbedingten Stärke des Dollar

In der Vergangenheit wurde der Dollar etwa dreimal so stark als Fakturierungswährung im internationalen Güter- und Dienstleistungshandel genutzt wie es dem Anteil der USA am Welt-handel entsprach. Unter anderem liegt dies an der traditionellen Fakturierung des Rohstoff- und Energiehandels in Dollar. Veränderungen in den Preisen für diese Güter bedingen Verschie-

³ Forbes, K. (2008), Why Do Foreigners Invest in the United States? National Bureau of Economic Research NBER Working Paper 13908, April, Cambridge/Mass.

⁴ Forbes nutzt IMF Daten, die trotz einiger Schwächen Auskunft über grenzüberschreitende Kapitalströme nach Länderherkunft erlauben.

⁵ Das Fluchtmotiv, das früher auch die Stärke des Goldpreises mitgeprägt hätte, ist in der jüngsten Zeit nicht zu beobachten. Vielmehr sank der Dollarprijs von Gold bis November 2008 fast auf ein 52-Wochen-Tief.

bungen in den Anteilen, die Währungen an der Fakturierung des Welthandels haben. So zeigt der Sechste Bericht der EZB über die internationale Rolle des Euro, dass mit steigenden Rohstoff- und Energiepreisen der Anteil der Importe, der in Euro fakturiert wurde, sank⁶. Sinkende Preise für Rohstoff- und Energieerlöse, wie sie die Exportländer dieser Güter in der jüngsten Zeit haben hinnehmen müssen, erhöhen für diese Länder den Nettofinanzierungsbedarf im Handel mit dem Dollarraum bzw. senken den Finanzierungsüberschuss (Differenz zwischen Dollarerlöse im Export und Dollarausgaben im Import) und erhöhen damit die Dollarnachfrage. In der Folge sank das amerikanische Handelsbilanzdefizit mit der OPEC von 19,2 Mrd. \$ im August 2008 auf 13,4 Mrd. \$ im September 2008⁷. Sollte die realwirtschaftliche Schwäche in der Weltwirtschaft andauern, könnte dieses Argument für eine längerfristige Stärke des Dollar sprechen.

4. Die These von der tatsächlichen Größe des Dollar-Raums

Diese These lehnt sich an der des „safe haven“ an. Viele Länder binden ihre Währung implizit oder explizit an den Dollar beziehungsweise geben dem Dollar in einem Währungskorb ein hohes Gewicht. Dazu gehört auch China. Innerhalb des Dollar-Raums bildet die amerikanische Währung den Anker, dessen Stabilität für die Länder gerade in Krisenzeiten wichtig ist. Es ist daher durchaus nachvollziehbar, dass die Länder, die eine Wechselkursbindung verfolgen, diese gegen Abwertungstendenzen des Dollar verteidigen, um ihre eigene Exportbasis zu sichern. Daher stützen sie den Dollar, so die These. Möglich ist auch, dass sie gerade in der gegenwärtigen Finanzkrise einen Wechsel im monetären Anker vom Wechselkursziel zu einem internen Anker wie der Geldmenge oder zu einem Inflationsziel als zu riskant ansehen und daher lieber im Dollar-Raum verbleiben.

5. Die These von der Risikopreiszug innerhalb des Euro-Raums

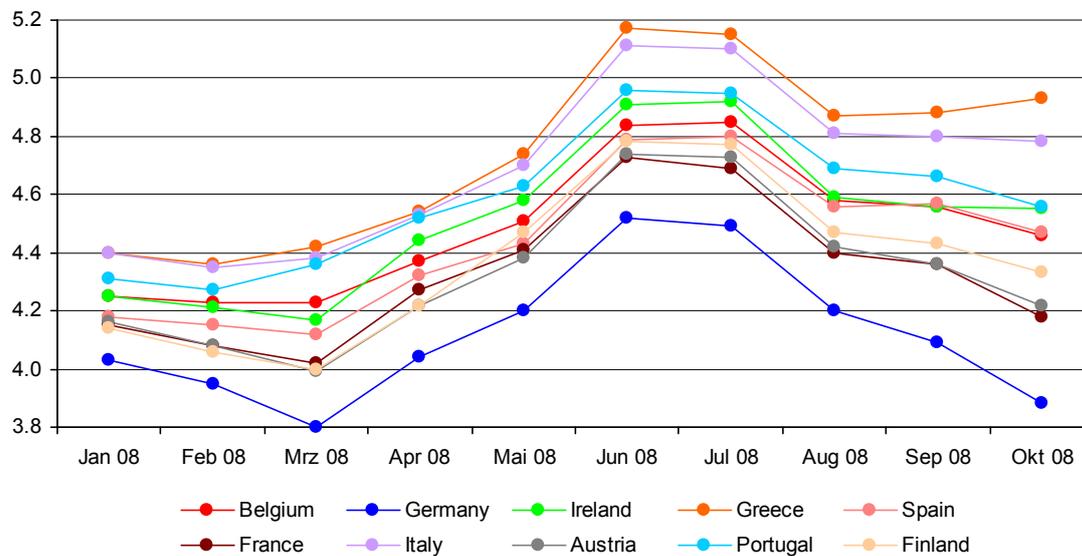
Die gegenwärtige Stärke des Dollars kann auch von einer Schwäche des Euro-Raums in der Sicht der Anleger herrühren. Zunächst wäre der These nachzugehen, dass die Finanzinstitutionen in der Finanzkrise viel deutlicher als vorher zwischen Länderrisiken unterscheiden und dass somit differenzierte Risikozuschläge auf Schulden von Ländern im Euro-Raum erhoben werden. Danach wäre eine weitere These zu prüfen, ob Anleger für den Euro-Raum eine längere Phase der Rezession befürchten als für die USA.

Was die Länderrisiken anlangt, so spreizen sich in der Tat in jüngster Zeit die Zinsen auf Regierungsanleihen im Euro-Raum, so zwischen Deutschland einerseits und den von den Finanzmärkten mit mehr Risiko behafteten Anleihen Griechenlands und Spaniens.

⁶ ECB, Review of the International Role of the Euro, June 2007: Tables 11 und 12.

⁷ <http://www.bea.gov/newsreleases/international/trade/tradnewsrelease.htm>

Harmonised Long-Term Interest Rates of Government Bonds (10-Years),
Euro Area, January - October 2008



Zwischen Juni 2008 und Oktober 2008 stieg der Abstand zwischen dem höchsten und dem niedrigsten Länderwert bei langfristigen Zinssätzen auf zehnjährige Regierungsanleihen im Euro-Raum von 74 Basispunkten auf 105 Basispunkte⁸. Dies ist so überraschend nicht, denn es gab auch in der Vergangenheit eine erhebliche Schere in der Entwicklung der Lohnstückkosten und damit der realen Wechselkurse zwischen den Euro-Raum Ländern. Dank relativer Lohnzurückhaltung wertete Deutschland seit der Einführung des Euro real gegenüber den südlichen Mitgliedern des Euro-Raums ab. Im 1. Quartal 2008 hatte sich laut EU Kommission⁹ die lohnkostenbedingte Wettbewerbsposition Deutschlands, aber auch Österreichs und Finnlands sogar noch günstiger als im Durchschnitt der Jahre 1995-2007 entwickelt, während sich die von Irland, Griechenland, Spanien und Italien noch schlechter als im Durchschnitt der Jahre 1995-2006 entwickelt hatte. Das deutet auf weiterhin sehr geringe Arbeitskräftemobilität innerhalb des Euro-Raums hin. Sollten die südlichen Euro-Raum Länder im Zuge der Krise in Zahlungsbilanzschwierigkeiten geraten, pocht die EU zwar auf ihre Regeln, dass sie nicht für diese Mitglieder einsteht. Aber allein der weitere Verbleib im Euro-Raum und die Aussicht auf normale EU-Mittel würde den Ländern auf den Finanzmärkten weitaus bessere Konditionen bescheren als wenn sie alleine stünden und ihre Währung abwerten müssten.

Somit stehen die unterschiedlichen Risikozuschläge eher für die bislang unterbliebene und jetzt nachgeholte Schärfung des Blickes auf Länderrisiken als für eine Krise des Euro. Dafür spricht auch, dass die Attraktivität des Euro für potentielle Mitglieder wie Dänemark und einige ost-europäische Staaten gerade jetzt zugenommen hat.

⁸ Siehe <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/long/html/index.en.html>

⁹ http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/price-cost-competitiveness/data/qreea15.xls

Insgesamt kann diese These die seit Mitte 2008 zu beobachtende Stärkephase des Dollar nicht erklären, es sei denn, man würde aus der Renditespreizung eine zunehmende Spannung im Euro-Raum deuten. Diese Spannung wäre eher dann zu vermuten, wenn die Kern- und nicht die Peripherieländer Risikozuschläge zu entrichten hätten.

6. Die These von der länger anhaltenden realwirtschaftlichen Schwäche im Euro-Raum

Devisenmärkte handeln mit Erwartungen. Eine kann lauten: Das wirtschaftliche Wachstum wird sich in den USA rascher erholen als im Euro-Raum. Wer darauf setzt, wird Aktiva in den USA zur Zeit sehr günstig erwerben können. Setzen viele darauf, stärkt dies den Dollar. Welches könnten die Faktoren sein, die gegen eine rasche Erholung im Euro-Raum sprechen?

Erstens gibt es ein politökonomisches Argument: Die unter 4. angesprochenen Disparitäten könnten sich in verstärkten Forderungen nach industriepolitischen Schutzmaßnahmen und fiskalpolitischen Umverteilungen niederschlagen, da die wettbewerbsschwächeren Länder im Euro-Raum Vetorechte für sich beanspruchen können. Da die Rolle des Staates gefestigt aus der Krise hervorgehen dürfte, werden auch diese Forderungen nicht verhallen (so die These) und den Euro-Raum nicht attraktiv für ausländisches Risikokapital erscheinen lassen. Die USA könnte attraktiver sein, da sie regionale Unterschiede zwischen Bundesstaaten leichter assimilieren kann als die EU mit ihren unabhängigen Mitgliedern.

Zweitens gibt es ein rein politisches Argument. Die EU hat in ihrer Energie-, Sicherheits- und Verteidigungspolitik Anfälligkeiten gegenüber Problemen an ihren südlichen und östlichen Grenzen bislang nicht lösen können¹⁰. Diese Probleme treten immer wieder hervor (Georgien, Russland, Mittelmeerpolitik) und lassen die EU außenpolitisch divergent erscheinen. In ihrer Energieversorgungspolitik dominieren nationale und nicht EU-weite Interessen. Dies könnte den Euro als Hort schwächen.

Drittens gibt es ein Argument, das sich an Produktionsstrukturen festmacht. Insbesondere in den südlichen Mitgliedern, aber auch zunehmend in osteuropäischen Ländern kann die Stützung von Sektoren wie der Landwirtschaft aber auch der Schutz bestimmter Industriesektoren (Leichtindustrie) von den Finanzmärkten als nicht zukunftsfest angesichts der Konkurrenz aus den Schwellenländern beziehungsweise den Agrarexporteurern eingeschätzt werden. Den sektoralen Strukturwandel nach einer tiefen Finanzkrise politisch rasch in die Wege zu leiten und auch zu finanzieren, wäre eine Herausforderung, deren Bewältigung man einigen Ländern nicht zutrauen könnte.

Viertens, demografische Faktoren sprechen für die USA und gegen die EU. Zwar sind diese Faktoren wahrscheinlich erst mittelfristig virulent, aber vielleicht bereits jetzt für Märkte wie den Immobilienmarkt wichtige Signale. Vom alternden Europa könnte man eine rasche Erholung

¹⁰ Siehe auch A. Posen (2008), Why the Euro will not Rival the Dollar. *International Finance*, 11, 1: pp75-10, hier 94.

der Immobilienpreise weniger erwarten als von den USA mit ihrer jüngeren Bevölkerung. Diese These trägt vielleicht auf mittlere Sicht, kann aber den jetzigen Dollaranstieg nicht erklären.

7. Die These von der „geldpolitischen Kehrtwende in der EZB Politik“

Bis in den Herbst 2008 hinein gingen Anleger von der Erwartung aus, dass die EZB die Zinsen nicht senkt. Auch eine normale zyklische Abschwächung hätte an dieser Erwartung nichts geändert, mit der Folge, dass sich die Anleger an dieser Annahme orientierten. Im Zuge der Finanzkrise folgte nun die EZB der Fed und senkte den Leitzins in drei Schritten um 175 Basispunkte auf 2,50 %, zuletzt am 4. Dezember 2008. Zwar folgte sie damit dem Fed in gleichem Maße. Diese hatte ihren Leitzins ebenfalls in zwei Schritten um 100 Basispunkte auf zuletzt 1% gesenkt, zuletzt am 29. Oktober 2008. Aber dies konnten die Märkte nicht als Kehrtwende verstehen, sondern vielmehr als Fortsetzung einer seit über zwei Jahren verfolgten Lockerung der amerikanischen Geldpolitik. Die EZB aber änderte ihren Kurs von steigenden auf sinkende Zinsen und dürfte so viele Anleger überrascht haben, die von weiterhin höheren Zinsdifferenzen ausgingen. Sollte diese Überraschung den Dollarkurs gestärkt haben, wäre die Stärkung vorübergehend, es sei denn, die EZB würde die Zinsen weiter senken und somit die Zinsdifferenz bei kaum noch weiter bestehenden Zinssenkungspotentials der Fed weiter schrumpfen lassen. Dies könnte den Dollar weiter stärken.

III. Fazit

Die verschiedenen Thesen lassen - nicht unerwartet - keine Aussage darüber zu, ob die jetzige starke Konstitution des Dollars Bestand hat. Vieles deutet auf kurzfristige Effekte hin, die von der Auflösung von carry trade Positionen herrühren. Diese Phase sollte bei den Hedgefonds rascher abgeschlossen sein als bei den Pensionsfonds. Würden erst nach den Hedgefonds auch die Pensionsfonds Bedarf sehen, Auslandsanlage aufzulösen, könnte die Dollarstärke andauern. Etwas leichter fielen Szenarien, wenn mehr über die künftige Politik von Präsident Obama bekannt wäre, z.B. in der Handelspolitik oder in der Frage der Finanzmarktregulierung. Aber auch dann blieben Unsicherheiten. Würde Präsident Obama z.B. den „buy American“ Forderungen von einigen Kreisen aus seinem Klientel folgen, könnte dies China vielleicht veranlassen, die Stützung des Dollars aufzugeben. Dies würde den Dollar deutlich schwächen. Möglich aber ist auch, dass die Märkte in einer nur vorübergehend auf Importsubstitution ausgerichteten Politik den schnellsten Weg zur binnenwirtschaftlichen Erholung der USA sehen würden und dass diese Sicht den Dollar stärken würde. Diese mittelfristigen Politikeinflüsse sind nicht quantifizierbar. So erlaubt die gegenwärtige Datenlage lediglich den Hinweis auf die außerordentlich starken kurzfristigen Kapitalrückflüsse, die sich normalisieren könnten. Eine dauerhafte Stärkung des Dollar lässt sich daraus nicht ableiten.