



DEWISENFOKUS

21. Juni 2013

US-Dollar

AUTOR
Christian Apelt, CFA
Telefon: 0 69/91 32-47 26
research@helaba.de

REDAKTION
Claudia Windt

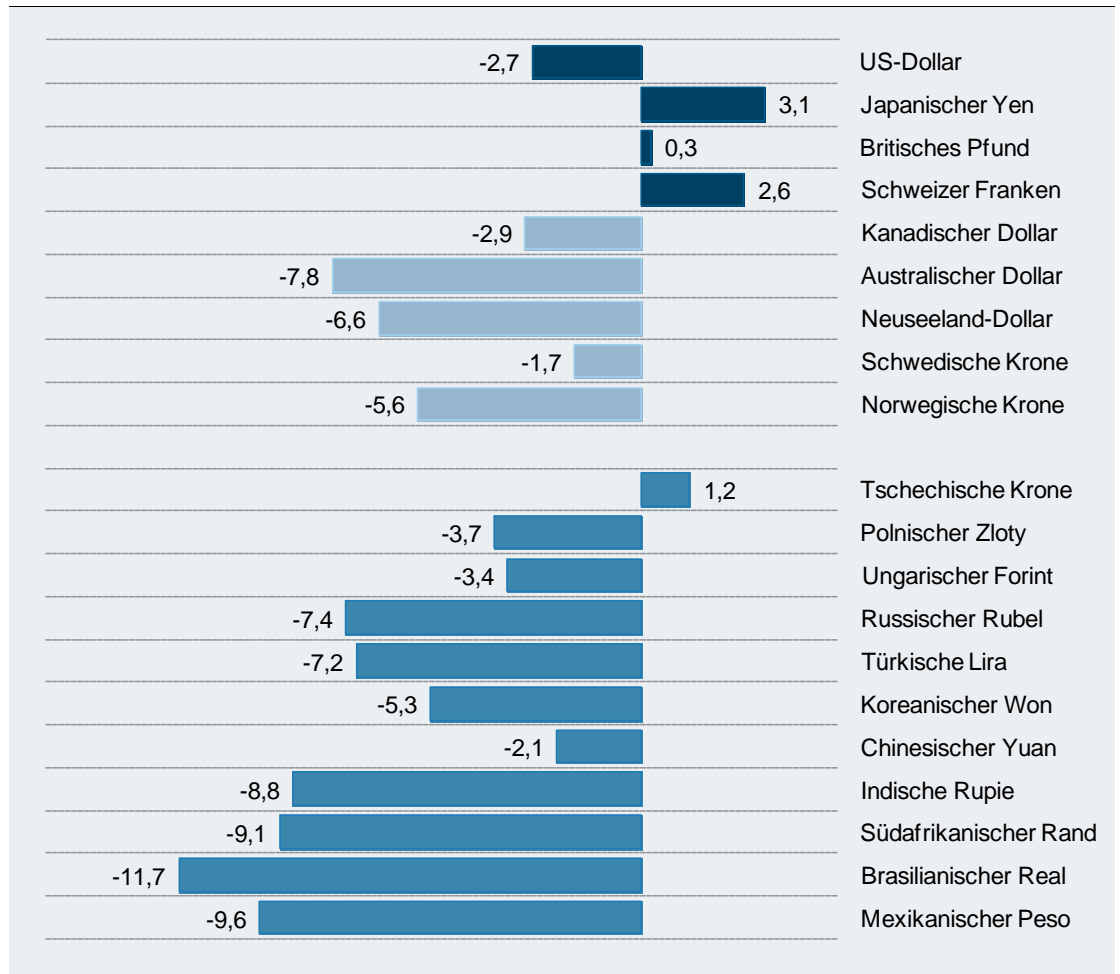
HERAUSGEBER
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/Leitung
Research

Landesbank
Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

- In den letzten Wochen profitierten am Devisenmarkt vor allem die sicheren Anlagehäfen wie Schweizer Franken, Japanischer Yen und – überraschend – der Euro. Schwellenländer- und Rohstoffwährungen gerieten z.T. sehr deutlich unter Druck.
- Der US-Dollar konnte einen Teil seiner vorherigen Verluste nach der jüngsten Notenbank-sitzung wettmachen und steht auch im Gesamtjahr gut da. Die US-Konjunktur zeigt sich recht widerstandsfähig. Die Federal Reserve wird daher im zweiten Halbjahre einen Kurs-wechsel einlegen und ihr Kaufprogramm herunterfahren. Der US-Dollar dürfte daher weiter aufwerten, zumal sich auch andere, langfristige Belastungsfaktoren – die Haushalts- und Leistungsbilanzdefizite – abmildern.
- Helaba Währungsprognosen

Euro-Performance im Monatsvergleich

% gg. Euro im Vergleich zum Vormonat (vom 22.05. bis zum 20.06.2013)



■ Kernwährungen ■ Restliche G10 ■ Schwellenländerwährungen
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

USD: Ende der langjährigen Talfahrt?

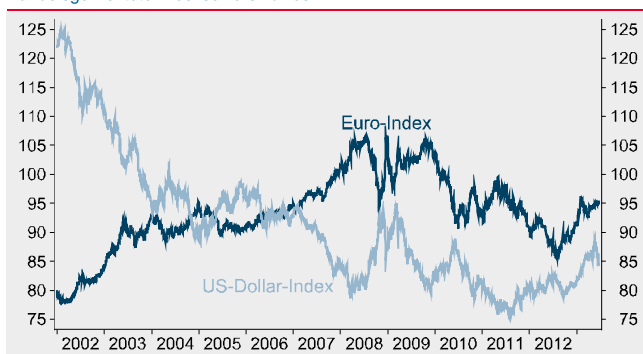
Am Devisenmarkt hatte man in den letzten Jahren bezüglich Euro und US-Dollar die Wahl zwischen Pest und Cholera. Phasenweise war die eine, dann die andere Währung schwächer. Insgesamt befanden sich beide Devisen im Sinkflug, werteten also gegenüber vielen anderen Währungen ab. Während der Euro seit Beginn der europäischen Schuldenkrise 2009 unter Druck stand, begann die Schwächephase des US-Dollar bereits 2002. Die US-Währung hat auf Basis handelsgewichteter Wechselkursindizes zwar schon 2011 allmählich ihr Tief ausgelotet. Aber erst in diesem Jahr bekam der Greenback endlich etwas mehr Schwung. Seit Herbst 2012 zählen sowohl Euro als auch US-Dollar zu den Gewinnern. Auf Monatssicht gab der US-Dollar zwar einen Teil seiner Gewinne wieder ab, der Euro-Dollar-Kurs kletterte bis auf 1,34. Doch nach ihrer jüngsten Sitzung verringerte die Federal Reserve die Zweifel an einem anstehenden Kurswechsel, der Greenback legte wieder zu.

Langjährige Dollar-Baisse wegen Geldpolitik sowie Leistungsbilanzdefizite

Die langjährige Dollarschwäche erklärt sich vor allem mit einer tendenziell zu expansiven US-Geldpolitik sowie dem hohen Bedarf an ausländischem Kapital zur Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits. Teilweise wirkten sich auch die Fehlbeträge im Staatshaushalt bzw. die wachsende Staatsverschuldung negativ aus. In den letzten Jahren waren es vor allem die unkonventionellen Maßnahmen der US-Geldpolitik, die den US-Dollar trotz europäischer Schuldenkrise schwächten. Im Gegensatz dazu belasteten die im September 2012 gestarteten Wertpapierkäufe der Federal Reserve (QE3) die US-Währung hingegen kaum. Ein Grund hierfür mag sein, dass innerhalb der Notenbank recht früh die Diskussion über das Ende des zeitlich unbegrenzten Kaufprogramms angestoßen wurde. So führten die Spekulationen um das Ende bzw. das Herunterfahren dieser Maßnahme in diesem Jahr zu einer Aufwertung des Dollar.

Euro und US-Dollar auf Erholungskurs

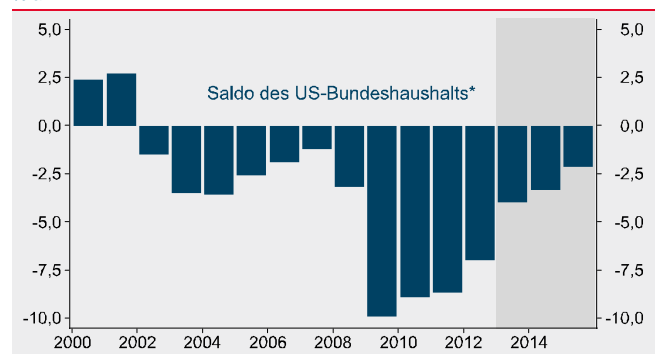
Handelsgewichtete Wechselkursindizes



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

US-Staatshaushalt auf dem Weg der Gesundung

% am BIP



*ab 2013: Projektion CBO; Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

US-Haushaltsdefizit geht spürbar zurück

Tatsächlich ist die Frage, ob die Fed die US-Wirtschaft noch mit einer äußerst expansiven Geldpolitik stützen muss, durchaus angebracht. Immerhin wächst das Bruttoinlandsprodukt (BIP) weiter solide, insbesondere vor dem Hintergrund der markanten Sparmaßnahmen des US-Staats in diesem Jahr. Zwar hatte der Kongress im Streit über das sogenannte „fiskalische Kliff“ über den Jahreswechsel den Großteil der Steuersenkungen fortgeschrieben. Allerdings wurde der Beitragssatz für die Sozialversicherung um 2 %-Punkte erhöht und seit März kürzt der Bundesstaat via „Rasenmähermethode“ seine Ausgaben. So dürfte der Fehlbetrag auf Bundesebene in diesem Jahr nur noch rund 4 % am BIP ausmachen – 2009 lag das Defizit noch bei 10 %. Die europäischen Krisenländer tun sich da erheblich schwerer.

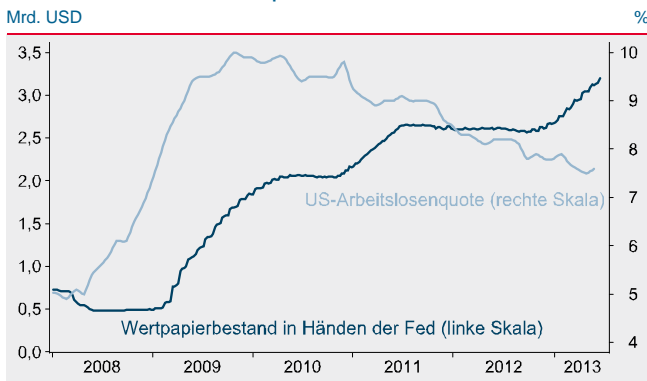
In der US-Wirtschaft kompensiert ein robuster privater Konsum die staatliche Sparpolitik. Am Arbeitsmarkt verbessert sich die Situation im Trend, was die Einkommen erhöht, selbst wenn die Beschäftigungszuwächse nicht überschwänglich ausfallen. Die privaten Haushalte haben ihre hohe Verschuldung in den letzten Jahren auf ein erträgliches Maß zurückgeführt, so dass die Spielräume für Ausgaben wieder vorhanden sind. Der Immobiliensektor erholt sich zunehmend

von seinem Einbruch während der Krise, die Häuserpreise steigen mittlerweile recht deutlich. Nur bei den Unternehmen bzw. insbesondere in der Industrie fällt das Bild noch gemischt aus. Insgesamt wird in den USA das Bruttoinlandsprodukt 2013 um 2 % und 2014 vermutlich sogar stärker wachsen.

Fed vor Kurswechsel

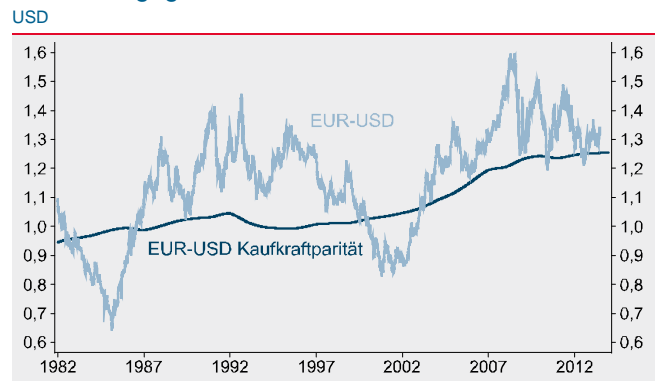
Die US-Notenbank macht ihre Geldpolitik vor allem an der Entwicklung des Arbeitsmarktes fest. Sollte sich der Trend einer fallenden Arbeitslosenquote fortsetzen, müsste die Fed bereits im nächsten Jahr mit einer Zinswende reagieren. Auch wenn bis dahin noch einiges geschehen kann, neigt sich das Pendel zunehmend zu einer restriktiveren Geldpolitik. Aufgrund einiger schwächerer Konjunkturdaten zuletzt kann die US-Notenbank zunächst noch abwarten, also ihr Wertpapierkaufprogramm konstant halten kann. Die Expansion der US-Wirtschaft wird sich im Jahresverlauf jedoch wieder festigen bzw. mit Blick auf 2014 sogar beschleunigen. Daher wird die Fed im zweiten Halbjahr 2013 einen Kurswechsel einleiten und ihre Wertpapierkäufe sukzessive herunterfahren. So äußerte sich auch Fed-Präsident Bernanke jüngst auf der Pressekonferenz der Notenbank. Das Rückfahren der unkonventionellen Maßnahmen ist u. E. der erste Schritt vom Abschied der Nullzinspolitik. Im Verlauf von 2014 sollte die Zinswende einleiten und zum Jahresende auch spätestens vollziehen.

Fallende Arbeitslosenquote führt zur Fed-Wende



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

US-Dollar gegenüber Euro leicht unterbewertet



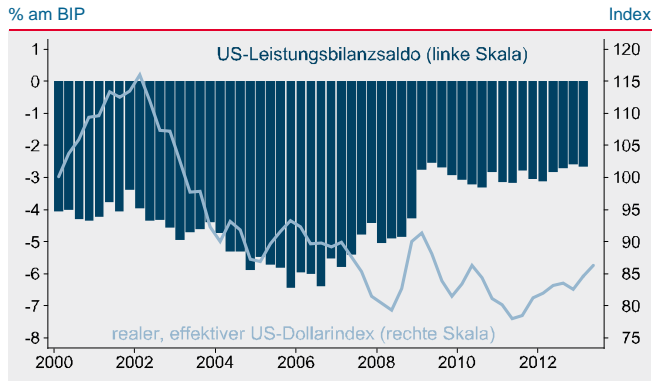
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Wenn die expansive Geldpolitik die wesentliche Ursache für die Dollar-Schwäche war, dann sollte umgekehrt ein Kurswechsel der Fed den Greenback stärken. Dies gilt vor allem deshalb, weil andere führende Notenbank derzeit kaum einen Kurswechsel anstreben. Die EZB denkt eher über neue expansive Maßnahmen zur Linderung der Schuldenkrise nach, die Bank of Japan hat ein gigantisches Kaufprogramm auf den Weg gebracht. Kleinere Notenbanken wie z.B. die aus Australien kämpfen mit den wirtschaftlichen Folgen einer langfristigen Währungsaufwertung und senken eher ihre Zinsen. Selbst wenn das Ausgangsniveau der US-Geldpolitik noch sehr expansiv ist, so werden sich auf mittlere Sicht die Zinsdifferenzen zu Gunsten des US-Dollar bewegen.

US-Außenhandelsaldo verbessert sich

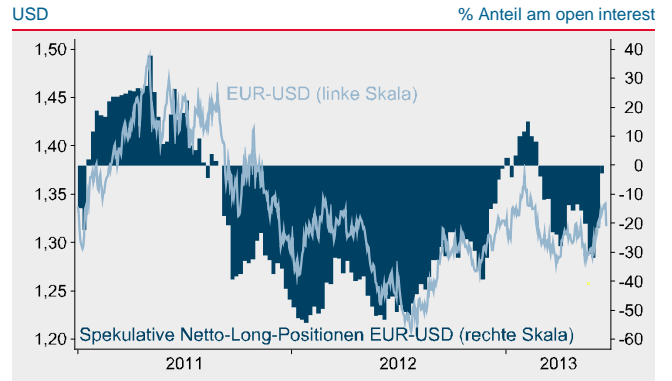
Auf Basis von Kaufkraftparitäten ist die US-Währung gegenüber dem Euro nur leicht unterbewertet. Allerdings führte der langjährige Dollarverfall dazu, dass viele andere Währungen – insbesondere die von Rohstoffexporteuren oder aus einigen Schwellenländern – gegenüber dem Greenback z.T. deutlich überbewertet sind. Auch von dieser Seite besitzt der US-Dollar längerfristiges Potenzial. Neben gesunkenen Fehlbeträgen im Staatshaushalt hat sich der Makel der hohen Leistungsbilanzdefizite relativiert. Nach über 6 % am BIP 2006 hat sich der negative Saldo mehr als halbiert. Ein gewisses Leistungsbilanzdefizit ist für das Land mit der weltweit wichtigsten Reservewährung wohl ohnehin unumgänglich. Der Fehlbetrag im Außenhandel ist merklich zurückgegangen. Dazu haben neben der Unterbewertung des US-Dollar schrumpfende Energieimporte beigetragen. Die Förderung unkonventioneller Öl- und vor allem Gasvorkommen („Fracking“) verringerte den Bedarf aus dem Ausland. Wenn sich diese Entwicklung in den kommenden Jahren in ähnlichem Ausmaß fortsetzt, ginge der Fehlbetrag im Außenhandel weiter zurück.

US-Leistungsbilanzdefizit hat sich mehr als halbiert



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Leerverkäufe bei Euro-Dollar fast abgebaut



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

US-Dollar vor
weiterer Aufwertung

Insgesamt verschieben sich die längerfristigen Faktoren sukzessive zu Gunsten der US-Währung. Kurzfristig können diese positiven Aspekte überlagert werden. Zuletzt profitierte der US-Dollar im Gegensatz zu den Vorjahren nicht mehr von einer wachsenden Risikoaversion an den Finanzmärkten. Vermutlich wurden einige kurzfristig orientierte Investitionen in Schwellenländer eher in Euro finanziert. Deren Auflösung erhöhte die Nachfrage nach der Gemeinschaftswährung. An den Terminbörsen sind die Wetten gegen den Euro per saldo weitgehend abgebaut worden, also Leerverkäufe eingedeckt. Auch positive Entwicklungen in der Eurozone bezüglich der Konjunktur bzw. der Schuldenkrise können den Euro-Dollar-Kurs temporär stützen. Im Verlauf des zweiten Halbjahres sollte aber insbesondere die im Gegensatz zur EZB etwas restriktiver werdende US-Geldpolitik den Ausschlag geben und der Euro-Dollar-Kurs in Richtung 1,25 zurückgehen. Gerade die längerfristigen Aussichten für die US-Währung klaren sich zunehmend auf und nicht einmal nur vorrangig gegenüber dem Euro.

Helaba Währungsprognosen

	Veränderung seit		aktueller Stand*	Prognose Ende			
	31.12.12	22.05.13		Q3/2013	Q4/2013	Q1/2014	Q2/2014
gg. Euro (jew eils gg. Euro, %)							
US-Dollar	-0,2	-2,7	1,32	1,30	1,25	1,25	1,20
Japanischer Yen	-11,0	3,1	129	123	122	122	122
Britisches Pfund	-4,7	0,3	0,85	0,85	0,85	0,85	0,84
Schweizer Franken	-1,5	2,6	1,23	1,30	1,25	1,25	1,25
Kanadischer Dollar	-4,6	-2,9	1,37	1,31	1,29	1,29	1,25
Australischer Dollar	-11,7	-7,8	1,44	1,33	1,32	1,32	1,30
Neuseeland-Dollar	-6,6	-6,6	1,70	1,59	1,56	1,56	1,52
Schwedische Krone	-1,2	-1,7	8,69	8,50	8,30	8,30	8,30
Norwegische Krone	-7,4	-5,6	7,93	7,40	7,20	7,20	7,20
gg. US-Dollar (jew eils gg. USD, %)							
Japanischer Yen	-10,8	6,0	97	95	98	98	102
Schweizer Franken	-1,3	5,5	0,93	1,00	1,00	1,00	1,04
Kanadischer Dollar	-4,5	-0,2	1,04	1,01	1,03	1,03	1,04
Schwedische Krone	-1,0	1,1	6,57	6,54	6,64	6,64	6,92
Norwegische Krone	-7,2	-3,0	6,00	5,69	5,76	5,76	6,00
US-Dollar gg. ... (jew eils gg. USD, %)							
Britisches Pfund	-4,6	3,0	1,55	1,53	1,47	1,47	1,43
Australischer Dollar	-11,5	-5,2	0,92	0,98	0,95	0,95	0,93
Neuseeland-Dollar	-6,4	-4,0	0,78	0,82	0,80	0,80	0,79

*20.06.2013

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research ■