



MAKROANALYSE 10/4/2018

US Dollar-Schwäche unter der Lupe

von AGNIESZKA GEHRINGER

- Trotz der Zinserhöhungen der US Notenbank und der jüngsten Steuerreform ist der effektive Wechselkurs des US Dollar seit Ende 2015 um acht Prozent gefallen.
- Für viele Beobachter ist das ein Rätsel. Schließlich führte eine ähnliche Kombination aus Steuererleichterungen und restriktiverer Geldpolitik der Federal Reserve Anfang der 1980er Jahre zu einer 40-prozentigen US Dollar-Aufwertung.
- Der Vergleich zwischen damals und heute täuscht. Die aktuell moderaten Wachstums- und Inflationsraten dämpfen Zinsanstiegserwartungen und dadurch eine Aufwertung des Wechselkurses. Das war zu Reagans Zeiten anders.

Reagonomics

Zum Auftakt ihrer ersten Amtszeit 1981 hat die Reagan-Regierung mit dem Economic Recovery Act den Spitzensteuersatz der Einkommensteuer von 70 Prozent auf 50 Prozent gesenkt und private Unternehmen mit zahlreichen Steuererleichterungen begünstigt.¹ Daraufhin erholte sich die US-Wirtschaft von der Rezession und trat ab dem ersten Quartal 1983 in eine solide Aufschwungsphase ein. Die Wachstumsbeschleunigung war derart stark (von negativen

zwei Prozent BIP-Wachstum 1982 auf sieben Prozent im Jahr 1984), dass sie zu einer schnellen Rückkehr der Inflation führte. Die Fed antwortete darauf mit moderaten Zinserhöhungen zwischen Januar 1983 und Oktober 1984. Insgesamt ging diese Entwicklung bis Mitte der 1980er Jahre mit einer Versteilung der US Zinsstrukturkurve sowie mit einer 40-prozentigen US Dollar-Aufwertung einher. Ab 1985 ging der US Wirtschaft dann die Luft langsam aus (**Grafik 1**).

¹ Zu den wichtigsten Maßnahmen zählten günstigere Abschreibungsregeln eine besondere steuerliche Behandlung von Übernahmen angeschlagener Sparkassen, die Erhöhung der nicht steuerpflichtigen einbehaltenen Gewinne, Erleichterungen für kleine Unternehmen und die Förderung von Fusionen.

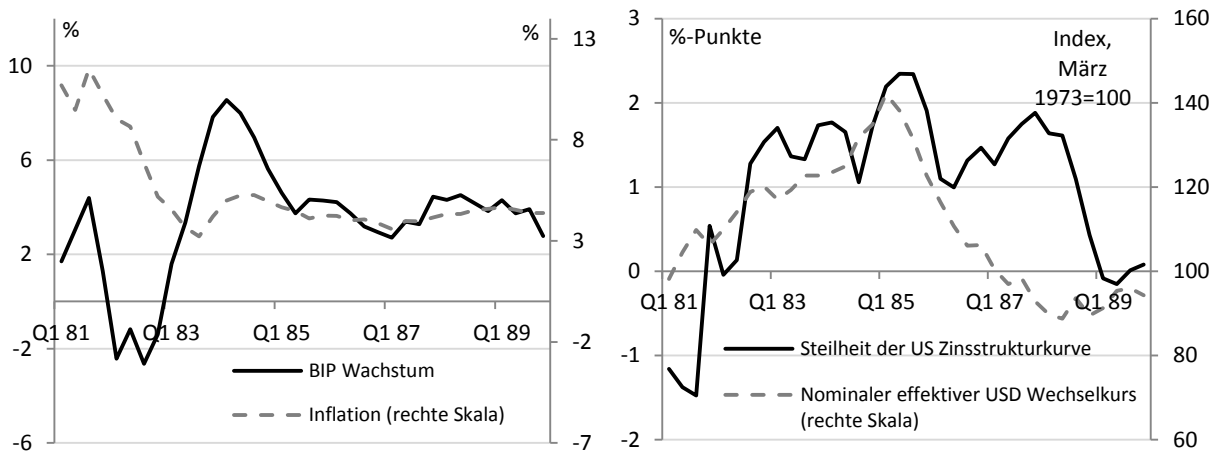


Warum ist der US Dollar heute schwach?

Der gegenwärtige Policy-Mix aus einer moderat restriktiven Geldpolitik und Trumps jüngster Steuerreform würde im Prinzip eine US Dollar-Aufwertung erwarten lassen. Doch befindet sich

die US Wirtschaft heute in einem wesentlich anderen wirtschaftlichen Umfeld als damals. Denn anders als Anfang der 1980er Jahre ist heute die Wirtschaftsdynamik in den USA relativ zu anderen Wirtschaftsräumen verhalten, wie der *Composite Leading Indicator* in der **Grafik 2**

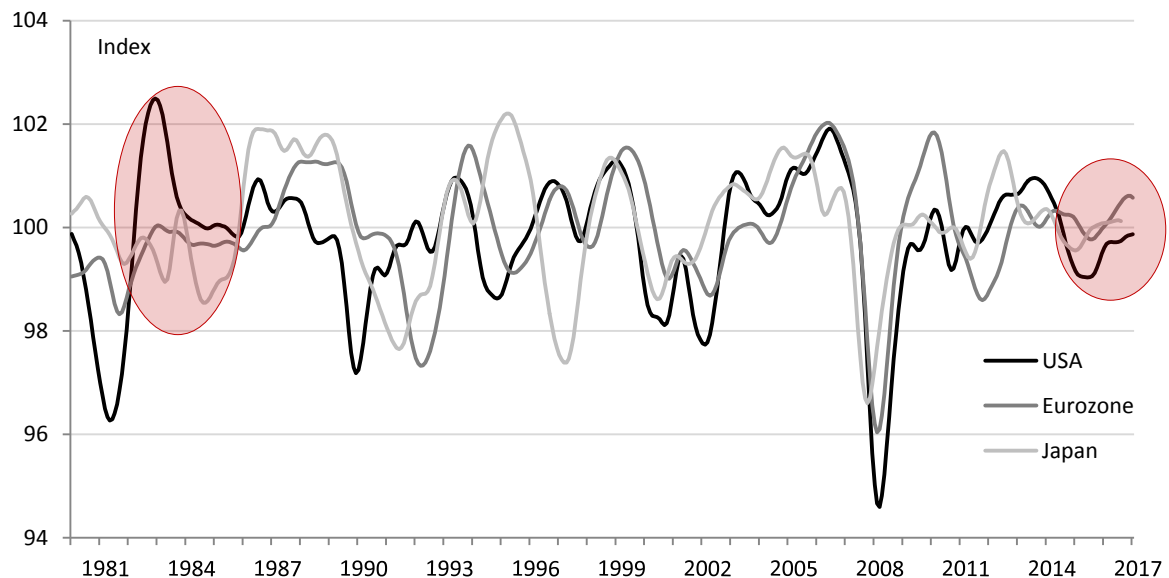
Grafik 1. Wirtschaftliche Rahmenbedingungen in den USA zur Zeiten der Reagan-Regierung



Anmerkung: Steilheit der US Zinsstrukturkurve gemessen als Renditendifferenz zwischen der 10-jährigen und der einjährigen US Staatsanleihe. Der nominale effektive US Dollar Wechselkurs ist handelsgewichtet gegenüber den wichtigsten US Handelspartnern.

Quelle: Haver Analytics, Eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute.

Grafik 2. Composite Leading Indicator: zeigt den konjunkturellen Verlauf der Wirtschaftsaktivität



Quelle: OECD Data, Flossbach von Storch Research Institute.



aufzeigt. Folglich reicht die aktuell positive konjunkturelle Lage in den USA nicht aus, um Aufwertungsdruck auf den US Dollar auszuüben.² Es würde deutlich positivere Überraschungen bei Wachstum und Inflation brauchen, um den US Dollar höher zu treiben.

Wirtschaftspolitik und Wechselkurs

Die Zusammenhänge zwischen Wirtschaftspolitik und der Wechselkursentwicklung lassen sich in einem Pfeildiagramm veranschaulichen (**Grafik 3**). Die von der Regierung Trump verabschiedete Steuerreform wird höchstwahrscheinlich in der kurzen bis mittleren Frist zu einer Ausweitung des Haushaltsdefizits beitragen dürfte. Die Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum und die Preisdynamik dürften jedoch eher moderat ausfallen.

Außerdem stellen die gegenwärtigen Handelsstreitigkeiten eine Belastung dar. Als Folge davon dürfte auch die US Notenbank ihr bisher vorgesehene Zinsnormalisierungstempo kaum beschleunigen müssen (entlang der linken Entwicklungslinie in Grafik 3).

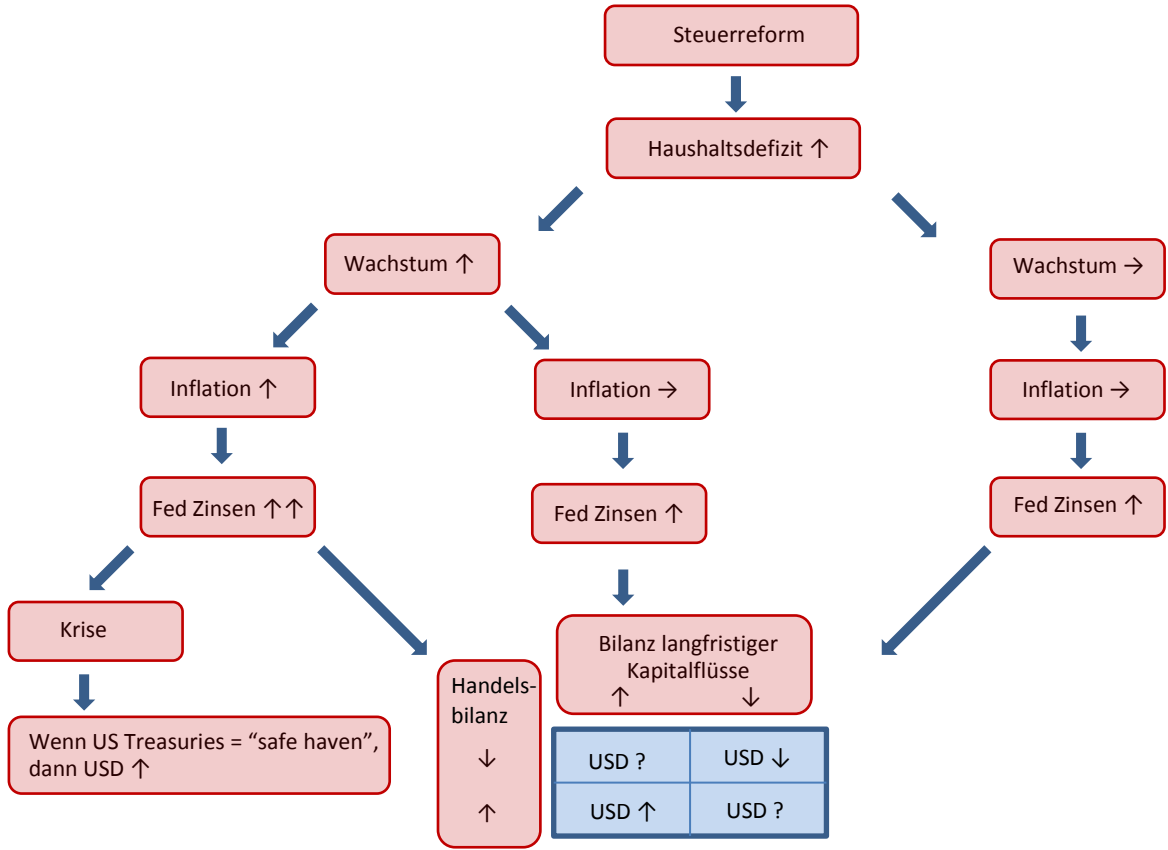
Am wahrscheinlichsten erscheint daher die Fortsetzung des Szenarios entlang der rechten Entwicklungslinie in Grafik 3, mit einem moderaten Wirtschaftswachstum, einer verhaltenen Preisdynamik und behutsamen Zinserhöhungen. Sollte dabei die Wirtschaftsdynamik der USA relativ zu den anderen Wirtschaftsräumen unverändert bleiben, wäre kein signifikanter Richtungswechsel in den langfristigen internationalen Zahlungsströmen zu erwarten. Nur dieser Wechsel hätte einen wesentlichen Einfluss auf den US Dollar.³

² Es ist bemerkenswert, dass die Fed-Politik nur vermeintlich restriktiv ist, denn die Finanzkonditionen in den USA sind nach wie vor locker.

³ Die langfristigen Zahlungsströme werden in der sog. Grundbilanz erfasst. Sie ergibt sich aus der Summe der Handelsbilanz und der langfristigen Kapitalbilanz. Die Grundbilanz in den USA hat sich aufgrund von verstärkten langfristigen Finanzabflüssen bei einem beinahe unveränderten Defizit in der Handelsbilanz im Laufe 2017 um ca. 50 Milliarden US Dollar verschlechtert und trug in Folge zur US Dollar-Abwertung bei. Siehe hierzu: Thomas Mayer „Der rätselhafte Dollar“, Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung vom 25. Februar 2018.



Grafik 3. Der Zusammenhang zwischen Wirtschaftspolitik, Wirtschaftsaktivität und US Dollar



Quelle: Eigene Darstellung Flossbach von Storch Research Institute.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG

© 2018 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Dr. habil. Agnieszka Gehringer; *Redaktionsschluss* 10. April 2018