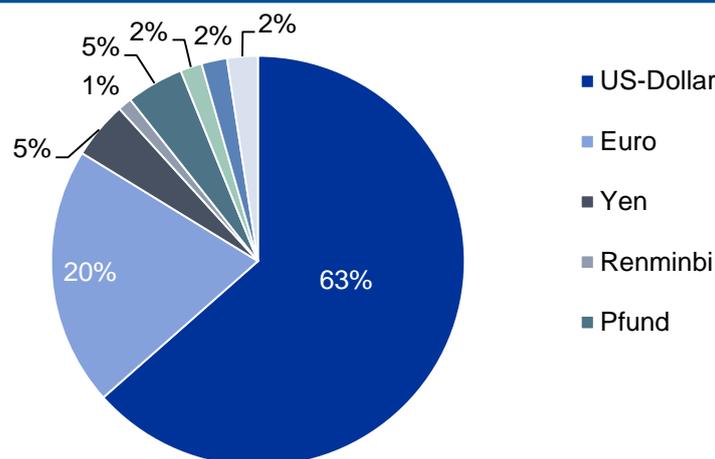


Dr. Klaus Bauknecht  
[klausdieter.bauknecht@ikb.de](mailto:klausdieter.bauknecht@ikb.de)

Äußerungen von US-Finanzminister Mnuchin über die Vorzüge eines schwächeren US-Dollar sorgen für Bewegung auf den Devisenmärkten. Hinzu kommt, dass Draghi letzte Woche in der EZB-Presskonferenz die Aussage Mnuchins kommentierte und somit die Sorge vor einem Abwertungswettlauf befeuerte. Die Trump-Politik scheint neben der Steuerreform eine weitere Parallele zur Administration von Ronald Reagan aufzuweisen, denn Reagan hatte sich während seiner Amtszeit für massive Dollarkursveränderungen eingesetzt. Mit dem Plaza-Abkommen im September 1985 wurde entschieden, den US-Dollar zu schwächen, gefolgt von dem Louvre-Abkommen im Februar 1987, das auf eine Stützung bzw. Aufwertung des US-Dollar abzielte. Damals wie heute war die Argumentation, ein schwächerer US-Dollar sei für die US-Wirtschaft von Vorteil und führe zu mehr Ausgleich zwischen den Handelspartnern. Eine deutliche Abwertung würde nicht nur die Wettbewerbsfähigkeit mancher Länder gegenüber den USA beeinträchtigen; der US-Dollar ist immer noch die weltweit wichtigste Reservewährung. Eine gezielte Abwertung kommt somit einer Enteignung des Vermögens vieler Staaten gleich – eine ähnliche Situation wie Anfang der 70er Jahre, als die „US-Garantie“ von 35 US-Dollar je Feinunze und uneingeschränkter Konvertibilität aufgegeben wurde.

Abb. 1: Fremdwährungsreserven 2017 Q3, in %



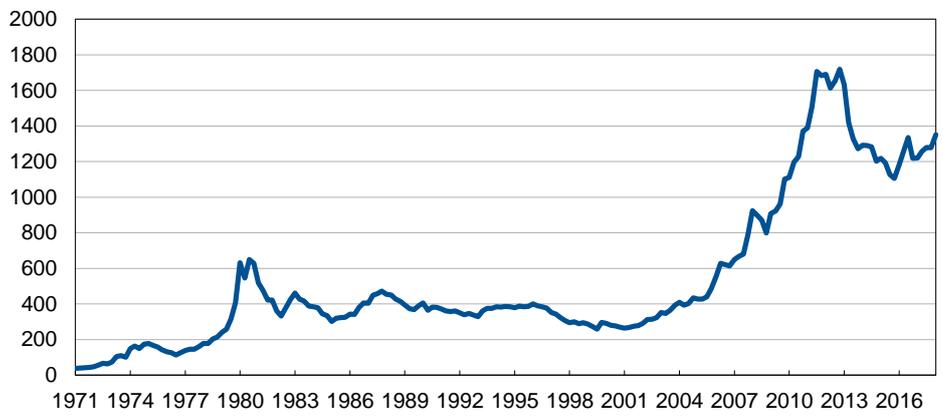
Quellen: IWF; IKB

Das Ende von Breton Woods durch Nixon, die Kursbewegungen unter Reagan oder jüngste Kommentare der Trump-Administration deuten darauf hin, dass sich US-Regierungen grundsätzlich nur dann an internationale Vereinbarungen und Abmachungen halten, wenn sie glauben, dass sie den USA helfen. „Amerika first“ ist keine neue Idee von Trump, sondern eine grundsätzliche Philosophie der US-Finanzpolitik – vor allem unter republikanischen Präsidenten. So hatte Nixon quasi über Nacht das „Goldfenster“ geschlossen und den US-Dollar deutlich abwerten lassen; während Reagan darauf bestand, den US-Dollar auch mit Hilfe anderer Notenbanken abzuwerten. Und selbst die Fed liefert regelmäßig Beiträge zu „America First“. So hatte Paul Volker Anfang der 80er Jahre durch seine Zinspolitik und die daraus folgende US-Dollaraufwertung die lateinamerikanische Schuldenkrise maßgeblich mitgeprägt. Und nach der Finanzkrise 2008/2009 wurde die Fed kritisiert, dass sie durch ihre Politik des billigen Geldes Probleme vor allem für Schwellenländer schafft. Massive Geldzuflüsse führten zu bedeutenden Währungsaufwertungen in vielen Ländern, gefolgt von erheblichen Abwertungen, nachdem die Fed eine Zinswende in Aussicht gestellt hatte. Auf die Warnung des indischen Notenbankpräsidenten 2014, dass die geldpolitische Ausrichtung der industrialisierten Länder Probleme für die Schwellenländer mit sich bringt, erwiderte der damalige Fed-Präsident Ben Bernanke, dies seien lokale Probleme der Schwellenländer, auf die die dortigen Notenbanken reagieren müssen. Zudem helfe ein höheres US-Wirtschaftswachstum allen. Dabei ist anzumerken, dass sich die EZB nicht anders verhält. Ihre expansive Geldpolitik hat Währungen wie den Schweizer Franken stark beeinflusst und damit die SNB unter Druck gesetzt.

Auch Schwellenländer versuchen häufig, durch Abwertung ihrer Währung Wettbewerbsvorteile und somit nachhaltiges Industriewachstum zu erzeugen. Und für die EZB spielt ein schwacher Euro-Kurs ebenfalls eine wichtige Rolle, um ihre aktuellen Ziele zu erreichen; dies wurde in der letzten Pressekonferenz sehr deutlich. Vor einem Währungskrieg stehen wir dennoch nicht. Die Frage ist eher, wie lange sich die geldpolitische Wende der EZB verzögern könnte, weil die US-Regierung der Meinung ist, dass der US-Wirtschaft ein schwacher Dollar helfen würde.

Der Wechselkurs hat für die USA nicht eine solche Bedeutung wie für die Euro-Zone, da der Offenheitsgrad der US-Wirtschaft deutlich geringer ist. Nichtsdestotrotz nimmt die Sorge zu, die USA könnten einmal mehr ihre eigenen Interessen uneingeschränkt in den Vordergrund stellen. Allerdings gibt es bedeutende Unterschiede zwischen früheren Phasen und der aktuellen Situation. Nixons Bruch mit Breton Woods geschah aus der Not heraus, da es einfach nicht genug Gold gab, um die von ihm geschürte Geldmengenausweitung ausreichend zu bedienen. Die Abwertung unter Reagan war die Folge einer deutlichen Dollaraufwertung Anfang der 80er Jahre, die der Wettbewerbsfähigkeit der US-Industrie schadete und zur erheblichen Verschlechterung der Leistungsbilanz führte. Aktuell befindet sich die US-Wirtschaft jedoch auf einem guten konjunkturellen Weg. Der US-Arbeitsmarkt belebt sich, und der US-Konsument verfügt auch dank der Steuersenkungen über eine höhere Kaufkraft. Auch scheint die Sorge über eine anhaltend niedrige Inflation wenig begründet. Denn zum einen ist der Arbeitsmarkt in robuster Verfassung, zum anderen spielt der US-Dollar eine geringe Rolle für die US-Inflationsdynamik.

Abb. 2: Goldpreis, in US-Dollar



Quellen: Bloomberg; IKB

Die grundsätzliche Frage ist, ob die US-Administration den US-Dollar überhaupt nachhaltig schwach halten kann. Die Abwertung unter Reagan wurde mit Hilfe mehrerer Notenbanken (unter anderem der japanischen und der deutschen) vorangetrieben. Es bedurfte einer koordinierten Unterstützung, um den Devisenkurs entscheidend zu bewegen. Dem entspricht auch die Erfahrung der Schweizer Notenbank, die kürzlich nicht gegen die EZB-Politik ankam, als sie eine Aufwertung ihrer Währung zu verhindern suchte. Nur mit Unterstützung der EZB und anderer großer Notenbanken sollte eine bedeutende US-Dollar-Korrektur zu erreichen sein. Hierfür dürfte im aktuellen Umfeld aber die Bereitschaft fehlen. Die USA könnten ihr Leistungsbilanzdefizit und damit ihre weltweite Kaufkraft als Gewicht mit einbringen; doch grundsätzlich wäre auch eine deutlich expansivere Geldpolitik der Fed erforderlich, was angesichts des aktuellen Konjunktur- und Inflationsbildes wenig angebracht und wahrscheinlich ist. So sollte das Risiko eines Währungskrieges weniger von Aussagen von US-Politikern abhängen, als vielmehr von der Nachhaltigkeit der US-Erholung und von der Frage, ob die Fed ihre Normalisierung so lange aufrechterhalten kann, bis ein schwächerer Euro auch für die EZB weniger entscheidend ist.

**Fazit:** Jüngste Aussagen der US-Regierung über die Vorteile eines schwachen US-Dollar haben für Bewegung auf den Devisenmärkten und zu Verärgerung bei der EZB gesorgt. Dabei zeigt die Geschichte, dass eine „America First“-Politik nicht erst von der Trump-Administration verfolgt wird, sondern bereits bei früheren US-Regierungen auf der Agenda stand.

Auch die Politik der Fed unterscheidet sich nicht viel von der anderer Notenbanken, die sich in Krisenzeiten ebenfalls wenig Gedanken über die Konsequenzen ihrer Politik für andere Staaten und Währungen machen. Entscheidend ist, dass es angesichts der aktuell positiven US-Konjunkturentwicklung keinen Handlungsbedarf für die Fed gibt, die aktuelle US-Dollar-Schwäche zu unterstützen.

Bleibt die US-Konjunktur stabil, wird auch die EZB Raum finden, sich von der Notwendigkeit eines schwachen Euro-Kurses zu lösen. Bis dahin ist weniger entscheidend, wie weit der Euro noch aufwertet, sondern welche Gegenmaßnahmen von der EZB zu erwarten sind.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf  
Wilhelm-Böttkes-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4118

29. Januar 2018  
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG  
Rechtsform: Aktiengesellschaft  
Sitz: Düsseldorf  
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130  
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick  
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann  
Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz