

Börsen und Märkte

cei

## **Die festgezurzte Währung Wann bricht der Euro-Dollar-Wechselkurs aus?**

Seit einigen Monaten bewegt sich der Wechselkurs zwischen Euro und Dollar in einem engen Band. Daran haben auch die Zinserhöhungen der amerikanischen Notenbank nichts geändert. Über die weitere Entwicklung sind sich die Volkswirte jedoch uneins.

cei. Frankfurt, 23. September

Exporteure konnten in den vergangenen Monaten ruhig schlafen. Seit Ende Mai bewegt sich der Wert des Euro in einem engen Band von \$ 1.20 bis \$ 1.24. Fast macht es den Anschein, als sei der Wechselkurs derzeit in diesem Intervall gefangen. Phasen mit wenig Ausschlägen kommen zwar immer wieder vor. Ungewöhnlich ist dies aber vor dem Hintergrund, dass die amerikanische Notenbank die geldpolitischen Zügel seit Juni gestrafft hat, während die Europäische Zentralbank (EZB) bis anhin auf zinspolitische Schritte verzichtet hat. Angesichts dieser unterschiedlichen Politik hätte man eher eine Höherbewertung des Dollars vermutet.

Volkswirtschaften schwimmen im Geld

Die ruhige Entwicklung an den Devisenmärkten deutet darauf hin, dass die amerikanische Notenbank die Märkte gut auf die Zinsschritte vorbereitet hat. Die Terminkontrakte signalisierten bereits im Mai und damit vor dem ersten Zinsschritt des Fed, dass die Marktteilnehmer binnen eines Jahres mit einer Anhebung des Leitzinses um 150 bis 175 Basispunkte rechneten. Die konjunkturell guten Aussichten in den USA verbilligten den Euro von Mitte Februar bis Ende Mai um rund 10 US-Cent. Dazu trug bei, dass zwischenzeitlich gar eine weitere Zinssenkung durch die EZB in Reichweite schien. - Seit Juni hat sich an der Wirtschaftsfront dagegen wenig getan, was dem Dollar Auftrieb hätte verleihen können. Stattdessen richtet sich das Augenmerk zunehmend auf die EZB, deren Exponenten mehr und mehr die Risiken für die Preisstabilität betonen. Der Chefökonom der EZB, Otmar Issing, wies kürzlich darauf hin, dass die Volkswirtschaften weltweit in Geld schwämmen. Monetaristisch gesinnte Ökonomen wie die Gruppe der **ECB-Observers** sehen deshalb ein Handeln der EZB angezeigt, umso mehr, als eine allfällige Leitzinserhöhung erst mit einer Verzögerung von fünf Quartalen voll auf die Geldhaltung durchschlagen würde. Kommt dazu, dass die Realzinsen im Euro-Raum im Moment negativ sind, was sich in einer zunehmend starken Kreditnachfrage äussert. Die Marktteilnehmer rechnen jetzt mit einer ersten Zinserhöhung durch die EZB im ersten Quartal 2005 und nicht wie bis anhin erst in der zweiten Jahreshälfte. - Nicht nur die Wechselkursentwicklung, sondern auch der Renditeverlauf zehnjähriger Staatsanleihen widerspricht auf den ersten Blick der Intuition. Für zehnjährige US-Schatzanleihen hatten die Experten Anfang 2004 erwartet, dass die Rendite bis Ende Jahr auf 6% klettern würde. Stattdessen ist sie seit Juni von 4,8% auf knapp 4,1% zurückgeglitten und liegt damit tiefer als zu Jahresbeginn. Auch bei den deutschen Bundesanleihen war die Rendite seit Juni rückläufig. Offenbar wird die von Issing genannte überschüssige Liquidität derzeit lieber in Renten- als in Dividendenpapieren parkiert. Beleg dafür ist der abnehmende Risiko-Appetit der institutionellen Anleger, wie er sich etwa im State-Street-Vertrauens-Index ausdrückt. Dieser ist von einem Hoch von 109 Punkten im Dezember 2003 auf mittlerweile 85 Punkte gefallen. Der nominale Renditevorsprung von amerikanischen gegenüber deutschen "Langläufern" hat sich seit Juni trotz den Leitzinserhöhungen in den USA von 0,4 auf noch 0,1 Prozentpunkte abgeschwächt, was mit dazu beitrug, dass der Dollar gegenüber dem Euro keine grossen Sprünge mehr machte.

Wie wirkt die US-Leistungsbilanz?

Wird die ruhige Entwicklung an den Devisenmärkten auch in nächster Zeit anhalten? Die Experten der Banken erwarten in drei Monaten einen Wechselkurs von \$ 1.23 pro Euro, wobei die Prognosen nicht gross streuen. Sehr kontrovers sind die Meinungen hingegen über die Kurse in einem Jahr, wobei die Konsensschätzung auf \$ 1.24 lautet. Als Prototypen für die beiden Lager können dabei die Volkswirte der Deutschen Bank und der Commerzbank gelten. Obwohl beide Teams den USA eine deutlich höhere Wachstumsdynamik attestieren als der Euro-Zone, schätzt die Deutsche Bank den Wert des Euro in einem Jahr auf \$ 1.35, die Commerzbank hingegen nur auf \$ 1.16. Für dieses Auseinanderklaffen ist die umstrittene Wirkung des amerikanischen Leistungsbilanzdefizites verantwortlich. Das Defizit erreichte im Juli den zweithöchsten je gemessenen Wert, was laut den Ökonomen der Deutschen Bank für den Dollar auf lange Sicht nichts Gutes verspricht. Dagegen schliessen sich die Volkswirte der Commerzbank den Aussagen des Fed-Präsidenten Alan Greenspan an, wonach es keine verlässliche Grenze gebe, ab der ein Leistungsbilanzdefizit nicht mehr tragbar sei. Man darf gespannt sein, wie lange sich die beiden Sichtweisen am Markt noch die Balance halten.

---

776338, NZZ , 24.09.04; Words: 721