

Dollarschwäche – Erklärungsansätze und Effekte auf die Schweizer Konjunktur

US-Dollar seit zwei Jahren im Abwärtstrend ...

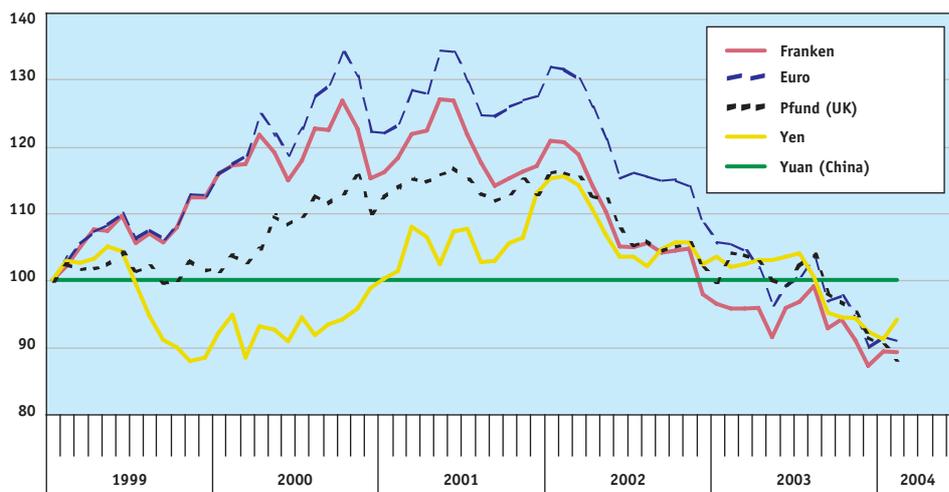
... vor allem gegenüber europäischen Währungen

Nach mehreren Jahren des Höhenflugs befindet sich der US-Dollar seit Anfang 2002 im Abwärtstrend. Real und handelsgewichtet lag er im Februar 2004 um mehr als 13 % unter seinem Höchststand vom Februar 2002. Gemessen an den starken Schwankungen der vergangenen 20 Jahre ist dieser Rückgang nicht aussergewöhnlich.

Der Dollar hat sich vor allem gegenüber den europäischen Währungen abgewertet (Grafik 1). Besonders stark büsste er gegenüber dem Euro ein (gut 30 % von Anfang 2002 bis Februar 2004). Etwas weniger ausgeprägt waren die Verluste gegenüber dem Franken und dem britischen Pfund (rund 25 %). Auch gegenüber dem japanischen Yen ist der Dollar seit Anfang 2002 erheblich gesunken (fast 20 %), obwohl die japanische Zentralbank diesen Trend durch häufige Devisenmarktinterventionen bekämpfte und mehrmals temporär stoppen konnte. Hingegen blieb die Relation des Dollar zum chinesischen Yuan infolge dessen fixer Anbindung an den Dollar stabil.

Die starken Einbussen des Dollar in den vergangenen beiden Jahren werden indes dadurch relativiert, dass sie auf eine Phase ausgeprägter Dollarstärke folgten. Im Vergleich zu Anfang 1999 notierte der Dollar Ende 2003 gegenüber den Hauptwährungen (mit Ausnahme des chinesischen Yuan) grössenordnungsmässig um 10 % tiefer.

Grafik 1: Kurs des US-Dollar gegenüber verschiedenen Währungen
Index, Januar 1999 = 100



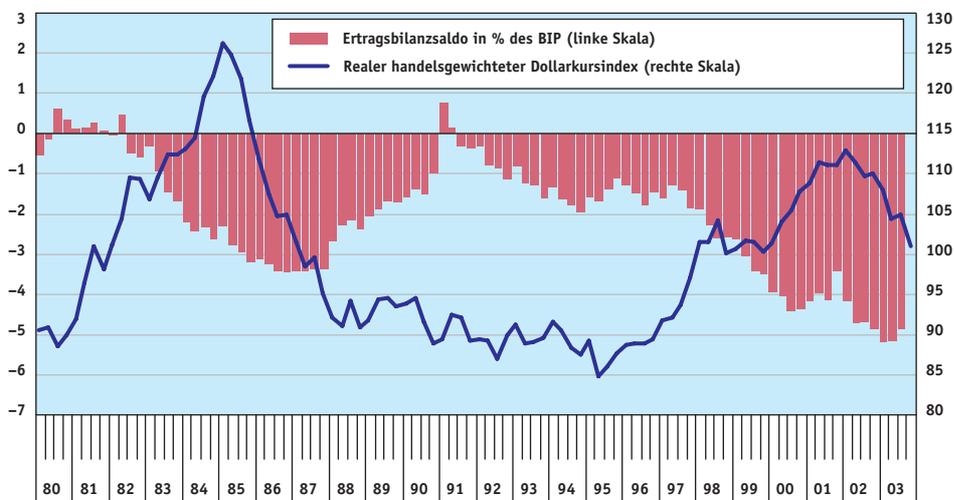
Quelle: EcoWin

Kurz und mittelfristig kein klarer Zusammenhang zwischen der Ertragsbilanz und dem Dollarkurs ...

Die Schwäche des Dollar wird oft als Folge des ausserwirtschaftlichen Ungleichgewichts der USA angesehen. Das Ertragsbilanzdefizit hat sich in den vergangenen Jahren anhaltend erhöht und 2003 mit 5 % des BIP einen historischen Höchststand erreicht, woraus isoliert betrachtet ein Abwertungsdruck auf den Dollar resultiert. Dass die Regel «Ertragsbilanzdefizit gleich schwächerer Dollar» jedoch nicht immer gilt, verdeutlicht schon ein grober Blick auf die Entwicklung seit 1980 (Grafik 2). Es gab mehrjährige Perioden, in denen ein steigendes US-Ertragsbilanzdefizit mit einer Aufwertung des Dollar einherging; insbesondere waren dies die erste Hälfte der 80er- sowie die zweite Hälfte der 90er-Jahre. Insgesamt ist kein eindeutiger Zusammenhang erkennbar.⁴

⁴ Hierfür spricht auch, dass die Ertragsbilanz in ökonometrischen Analysen meist keinen signifikanten Beitrag für die Erklärung von kurz- bis mittelfristigen Wechselkursschwankungen liefert.

Grafik 2: USA: Ertragsbilanz und Dollarkurs



Quelle: Fed

... wegen der Kapitalströme

Dies erklärt sich durch die internationalen Kapitalströme. Sofern ein hoher Nettozufluss von ausländischem Kapital (Aktien, Obligationen, Bankkredite, Direktinvestitionen) erfolgt, kann ein Ertragsbilanzdefizit ohne weiteres mit einer steigenden Währung einhergehen. Der Anpassungsmechanismus verläuft dann gerade umgekehrt: Nicht von der Ertragsbilanz auf den Wechselkurs, sondern der starke Kapitalzustrom löst eine Höherbewertung der Währung aus, welche ihrerseits auf einen weiteren Anstieg des Ertragsbilanzdefizits hinwirkt. Nach diesem Muster hatte der Dollar z.B. von Mitte der 90er-Jahre bis Anfang 2002 trotz steigendem Ertragsbilanzdefizit weiter an Stärke zulegen können. Die hohe Attraktivität der USA für private Kapitalzuflüsse wurde vor allem mit überdurchschnittlichen Renditen relativ zu anderen Weltregionen (Europa, Japan) aufgrund des höheren amerikanischen Wirtschafts- und Produktivitätswachstums begründet.

Ertragsbilanzdefizit spricht längerfristig für einen schwächeren Dollar

Während die Ertragsbilanz somit für die kurzfristige Währungsentwicklung nur einen begrenzten Erklärungsgehalt besitzt, kommt ihr im Hinblick auf ein langfristiges gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht grosse Bedeutung zu. Ein Ertragsbilanzdefizit bedeutet eine Verschuldung des Inlands gegenüber dem Ausland, indem Ausländer durch die Kapitalzuflüsse Vermögensansprüche erwerben. Ein permanent steigendes Ertragsbilanzdefizit würde somit eine ständig wachsende Verschuldung gegenüber dem Ausland implizieren und dessen ständige Bereitschaft zur Finanzierung, was langfristig kein stabiler Zustand sein kann. Irgendwann werden Anpassungsmechanismen einsetzen, welche das Ungleichgewicht korrigieren.

Schwierig ist indes die Bestimmung des Zeitpunkts, wann ein solcher Korrekturprozess einsetzt. Eine exakte Grenze, ab welchem Punkt ein Ertragsbilanzdefizit untragbar wird und eine Anpassung einsetzt, lässt sich in der Realität kaum bestimmen. Eine empirische Studie, welche zahlreiche Korrekturen von Ertragsbilanzungleichgewichten in Industrieländern seit 1973 analysiert hat⁵, fand heraus, dass sich im Durchschnitt der untersuchten Fälle ein Ertragsbilanzdefizit umzukehren beginnt, wenn es einen Bereich von 4–5 % des BIP erreicht hat. Ein derartig bestimmter mittlerer Schwellenwert ist aber mit Vorsicht zu betrachten, weil sich dahinter starke Unterschiede von Fall zu Fall verbergen, und sollte daher nicht als fixe Regel interpretiert werden. Gerade die USA weisen heute einige Faktoren auf, die ein längeres «Durchhalten» einer ungleichgewichtigen Ertragsbilanz ermöglichen könnten. Hierzu zählt die Rolle des Dollar als nach wie vor vorherrschende internationale Reservewährung, aber auch das anhaltend hohe Wirtschafts- und Produktivitätswachstum der US-Wirtschaft, welches den internationalen Anlegern attraktive Kapitalrenditen offeriert.

5 C.L. Freund, «Current account adjustment in industrialized countries», International Finance Discussion Papers, Nr. 692, Board of Governors des Federal Reserve System, Dezember 2000.

Exkurs 1:
Grundlegende
Zahlungsbilanz-Zusammenhänge

In der Zahlungsbilanz werden alle Transaktionen zwischen einem Land und dem Rest der Welt erfasst. Sie gliedert sich in die Ertragsbilanz, die Kapitalbilanz und die Devisenbilanz.

Die Ertragsbilanz bildet die Summe aus Handelsbilanz (Exporte und Importe von Gütern und Dienstleistungen), Arbeits- und Kapitaleinkommensbilanz und Bilanz der laufenden Übertragungen. Ein Defizit in der Ertragsbilanz bedeutet, dass netto Zahlungen aus laufenden Transaktionen vom Inland ins Ausland geflossen sind, z.B. weil die Importe von Gütern und Diensten die Exporte wertmässig übersteigen. Die Kapitalbilanz erfasst die Finanztransaktionen mit dem Ausland. Hierzu zählen in erster Linie Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen (Aktien, Obligationen) und Kredite. Ein Überschuss in der Kapitalbilanz bedeutet, dass netto Kapital vom Ausland ins Inland geflossen ist. Fliesst mehr inländisches Kapital ins Ausland als umgekehrt, bedeutet dies einen Kapitalexport, umgekehrt einen Kapitalimport. Die Devisenbilanz gibt an, wie sich die Devisenreserven (Bestand an ausländischer Währung) der Zentralbank verändert haben. Kauft die Zentralbank Devisen im Austausch gegen heimische Währung, stellt dies in der Devisenbilanz ein Defizit dar (weil einheimische Währung herausfliesst).⁶

Von zentraler Bedeutung ist, dass aufgrund des Prinzips der doppelten Buchführung die Zahlungsbilanz – also die Summe aus Ertrags-, Kapital- und Devisenbilanz – per Definition immer ausgeglichen ist:

$$\text{Zahlungsbilanz} = \text{Ertragsbilanz} + \text{Kapitalbilanz} + \text{Devisenbilanz} = 0$$

Daraus ergibt sich durch Umformung:

$$\text{Ertragsbilanz} = \text{Kapitalbilanz} + \text{Devisenbilanz}$$

Das heisst der Saldo der Ertragsbilanz muss per Definition immer dem Saldo aus Kapital- und Devisenbilanz entsprechen. Unter der Annahme, dass die Zentralbank nicht am Devisenmarkt interveniert – das heisst eine Devisenbilanz von 0 –, gilt sogar zwingend der Ausgleich von Ertragsbilanz und Kapitalbilanz. Einem Ertragsbilanzdefizit muss in diesem Fall immer ein Kapitalbilanzüberschuss (Nettokapitalimport) gegenüberstehen – ein Beispiel hierfür sind die USA –, während ein Ertragsbilanzüberschuss durch einen entsprechenden Nettokapitalexport ausgeglichen wird – ein Beispiel hierfür ist die Schweiz. Jeder Handelstransaktion muss eine Finanztransaktion mit umgekehrtem Vorzeichen entsprechen: Güterexporte (positiver Eintrag in der Ertragsbilanz) bedeuten Einkommen aus dem Ausland, aus dem entweder Importe (negativer Eintrag in der Ertragsbilanz) bezahlt werden oder aber als Kapitalexport (z.B. in Form von Direktinvestitionen, Erwerb von Aktien oder Obligationen, Krediten) ins Ausland fliesst (negativer Eintrag in der Kapitalbilanz). Aus Sicht des Inlands bedeutet ein Ertragsbilanzdefizit Verschuldung gegenüber dem Ausland, umgekehrt ein Ertragsbilanzüberschuss den Aufbau von Vermögen gegenüber dem Ausland. Definitionsgemäss wird ein Ertragsbilanzdefizit somit letztlich immer finanziert. Über die Anpassungsmechanismen, die den zwangsläufigen Ausgleich der Teilsalden der Zahlungsbilanz bewirken, lässt sich damit allerdings noch nichts aussagen (z.B. Wechselkursverschiebungen).

⁶ Dies ist generell eine gute Faustregel für das Vorzeichen jedes Eintrags in eine Teilbilanz der Zahlungsbilanz: Wenn einheimische Währung hereinfliesst, erhält der Vorgang ein Pluszeichen, wenn einheimische Währung abfliesst, ein Minuszeichen.

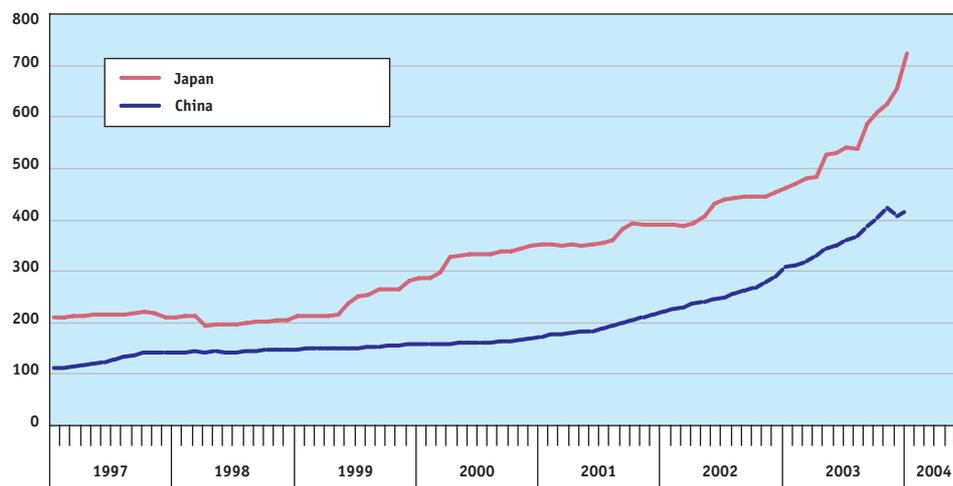
Nachlassende private
Kapitalzuflüsse aus dem Ausland

Gleichwohl waren in den letzten Jahren gewisse Indizien zu erkennen, dass die Finanzierungsbereitschaft des Auslands allmählich an Grenzen stösst. Obwohl der amerikanische Wachstums- und Produktivitätsvorteil nach wie vor besteht und sich 2003 (vor allem gegenüber Europa) sogar wieder ausgeweitet hat, weisen die privaten Kapitalzuflüsse aus dem Ausland seit 2001 eine rückläufige Tendenz auf. Zudem gab es eine deutliche relative Verschiebung weg von Direktinvestitionen und Aktien hin zu festverzinslichen Staatspapieren.

Asiatische Notenbanken
füllen die Lücke

Eine noch ausgeprägtere Dollarschwäche blieb darüber hinaus nur aus, weil Notenbanken in Asien in erheblichem Umfang am Devisenmarkt intervenierten, um einer unerwünschten Aufwertung ihrer Währungen entgegenzuwirken (Grafik 3). So hat die japanische Zentralbank im Jahr 2003 ihre Fremdwährungsbestände um fast 200 Mrd. USD erhöht und allein im Januar 2004 um weitere 70 Mrd. USD. In China stiegen die Devisenbestände der Zentralbank 2003 um ca. 120 Mrd. USD und in den übrigen asiatischen Ländern (vor allem in Taiwan, Südkorea, Indien und Singapur) um insgesamt rund 130 Mrd. USD. Ein Grossteil der asiatischen Devisenkäufe dürfte in festverzinsliche US-Staatspapiere geflossen sein, sodass das amerikanische Ertragsbilanzdefizit, das sich 2003 auf gut 500 Mrd. USD belaufen haben dürfte, zu einem wesentlichen Teil durch die asiatischen Notenbanken finanziert worden ist.

Grafik 3: Devisenbestände asiatischer Zentralbanken



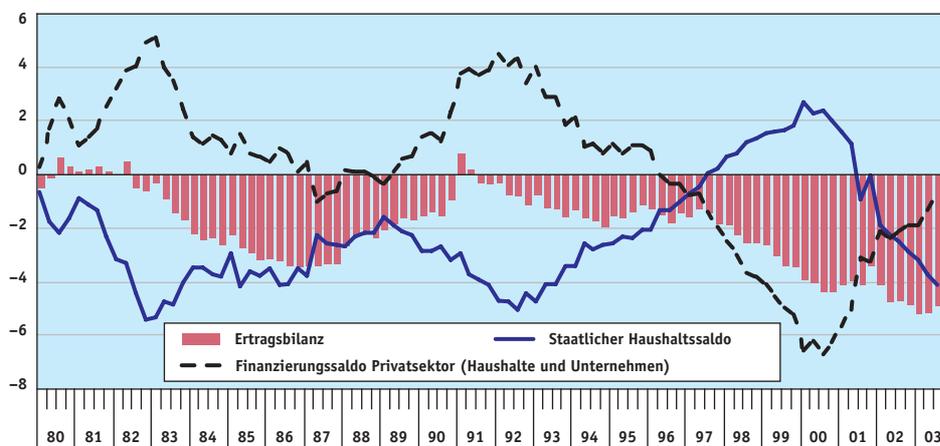
Quelle: IMF

«Zwillingsdefizit»
könnte eine Rolle spielen

Eine Rolle bei den nachlassenden privaten Kapitalzuflüssen in die USA könnte gespielt haben, dass sich die Zusammensetzung der US-Inlandnachfrage in den letzten Jahren verändert hat. Der Saldo der Ertragsbilanz entspricht – aufgrund der Mechanik der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung – per Definition der Differenz zwischen inländischer Nachfrage und inländischem Einkommen (BIP). Ein Ertragsbilanzdefizit bedeutet zwangsläufig, dass die Inlandnachfrage (private Konsum- und Investitionsausgaben sowie Staatsausgaben) das inländische Einkommen übersteigt und die entsprechende Differenz aus dem Ausland in Form eines Importüberschusses gedeckt wird. Dieser Zusammenhang lässt sich auch als inländische «Sparlücke» ausdrücken (weil die inländische Ersparnis nicht ausreicht, die inländischen Investitionen zu finanzieren), die vom Ausland durch Kapitalimporte finanziert wird. Wesentlich ist, was dieser Finanzierung gegenübersteht: Investitionen, die das zukünftige Wachstumspotenzial erhöhen, oder Konsumausgaben. In der zweiten Hälfte der 90er-Jahre wurde in den USA der Staatshaushalt konsolidiert, und das Defizit in der Ertragsbilanz ging vollumfänglich auf die sinkende Ersparnis respektive die wachsende Verschuldung des privaten Sektors (Haushalte und Unternehmen) zurück. Demgegenüber hat sich in den letzten Jahren das staatliche Budgetdefizit infolge der expansiven Ankurbelungsmassnahmen wieder massiv erhöht, während das Defizit des privaten Sektors abnahm (Grafik 4). Diese Entwicklung, dass dem Ertragsbilanzdefizit, wie bereits in den 80er-Jahren, ein hohes staatliches Budgetdefizit gegenübersteht («Twin Deficit» bzw. «Zwillingsdefizit»), könnte im Hinblick auf die langfristige Tragbarkeit des Ertragsbilanzdefizits an den Finanzmärkten negativ beurteilt worden sein.⁷

7 Dies gilt unter der Annahme, dass private Unternehmensinvestitionen im Gegensatz zum staatlichen Budgetdefizit das zukünftige Produktionspotenzial der Volkswirtschaft erhöhen. Allerdings ist dies nicht notwendigerweise immer der Fall: Nicht alle privaten Investitionen erweisen sich als produktiv, was gerade für die Übersteigerungen Ende der 90er-Jahre gelten dürfte.

Grafik 4: USA: Ertragsbilanz versus öffentliche und private Ersparnis
in % des BIP



Quellen: Fed, BEA

Makroökonomische
Anpassungsmechanismen

Die Korrektur des US-Ertragsbilanzungleichgewichts, das heisst der Abbau des Defizits, kann grundsätzlich über zwei Anpassungsmechanismen erfolgen: Zum einen über eine Tieferbewertung des Dollar, welche die amerikanischen Exporte begünstigt und die Importe bremst; beides geht zulasten der ausländischen Handelspartner. Zum andern über eine relative Wachstumsverlangsamung in den USA gegenüber dem Ausland. Eine schwächere US-Inlandnachfrage bremst die Importe, während eine beschleunigte Expansion in Europa oder Asien die amerikanischen Exporte stimuliert; beides wirkt ebenfalls auf einen Abbau des US-Ertragsbilanzdefizits hin. Welcher Mechanismus in einem Anpassungsprozess dominiert, ist abhängig von der konkreten Situation, z.B. der Position im Konjunkturzyklus oder der Ausrichtung der Geld- und Fiskalpolitik. Ob die Korrektur eines Ertragsbilanzungleichgewichts weit gehend reibungslos verläuft oder aber die internationale Konjunktur stark dämpft, hängt vor allem von der Verfassung der Weltwirtschaft ab. So verlief der rasche Abbau des US-Ertragsbilanzdefizits in der zweiten Hälfte der 80er-Jahre dank florierender Konjunktur in Europa und Japan mehr oder weniger problemlos (siehe Exkurs). Im Vergleich zu damals ist heute die Konjunktur ausserhalb der USA allerdings – zumindest bislang noch – deutlich schwächer und das Risiko für die Weltwirtschaft entsprechend grösser.

Kein schneller Rückgang
des US-Ertragsbilanzdefizits
in Sicht

Angesichts des derzeitigen grossen Wachstumsvorsprungs der USA gegenüber Europa und Japan zeichnet sich kein schneller und deutlicher Rückgang des US-Ertragsbilanzdefizits ab. Zwar wirkt der schwächere Dollar mit einer gewissen Verzögerung auf eine Verringerung des Ertragsbilanzdefizits hin, der Effekt sollte jedoch nicht überschätzt werden.⁸ Entsprechend geht die OECD in ihrem «Economic Outlook» vom Dezember 2003 davon aus, dass das US-Ertragsbilanzdefizit bis Ende 2005 nicht sinken, sondern sich lediglich in der derzeitigen Grössenordnung von 5 % des BIP stabilisieren wird. Ein reibungsloser – d.h. ohne Destabilisierung der internationalen Konjunktur – mittel- bis langfristiger Abbau des amerikanischen Ertragsbilanzdefizits wäre wohl am ehesten bei einem Mix aus höherem Wirtschaftswachstum ausserhalb der USA, einer stärkeren inländischen Ersparnis in den USA sowie einer moderaten Tieferbewertung des Dollar gewährleistet.

8 Gemäss Simulationen der OECD mit ihrem makroökonomischen Modell (Interlink) führt eine Abwertung des handelsgewichteten (nominalen) Dollarkurses um 10 % in den folgenden drei Jahren zu einem Abbau des US-Ertragsbilanzdefizits um insgesamt 0,25 Prozentpunkte.

Exkurs 2:
Korrektur des US-Ertragsbilanzdefizits 1987–1991

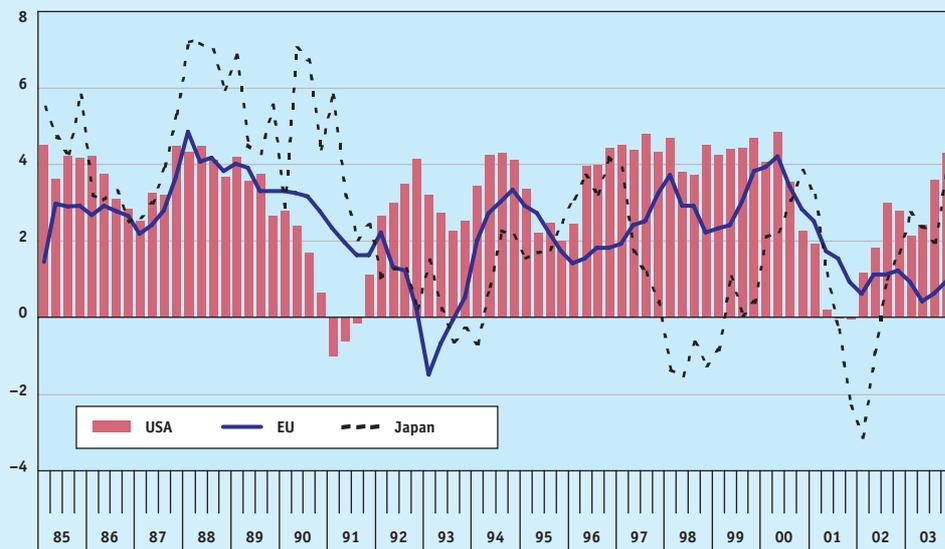
In der ersten Hälfte der 80er-Jahre verzeichneten die USA einen starken Anstieg des Ertragsbilanzdefizits; dieses weitete sich von 1983 bis 1986 von 0 auf 3,5 % des BIP aus. Dem stand ein rasant steigendes staatliches Budgetdefizit im Zuge der Ausgaben- und Steuersenkungspolitik Präsident Reagans («Reaganomics») gegenüber. Die US-Geldpolitik war dagegen restriktiv ausgerichtet. Hohe Zinsen trugen zu einem starken ausländischen Kapitalzufluss in die USA bei, und der Dollar wertete sich markant auf.

Die Korrektur des aussenwirtschaftlichen Ungleichgewichts vollzog sich in den Folgejahren relativ rasch. Das Ertragsbilanzdefizit baute sich von seinem 1986 erreichten Höchststand bis 1991 wieder vollständig ab. Hierzu trugen die beiden klassischen Mechanismen – Dollarabwertung und relative Wachstumsverlangsamung in den USA – bei. Die Anpassung erfolgte überwiegend durch Wechselkursanpassungen, indem sich die Dollarstärke der Vorjahre wieder vollständig zurückbildete. Der Dollar büsste real und handlungsgewichtet von 1985 bis 1988 fast 40 % an Wert ein und fiel wieder auf den Stand von Anfang der 80er-Jahre. Zu einem geringeren Teil trug eine relative Wachstumsverschiebung zur Anpassung bei (Grafik 5). Das US-Wirtschaftswachstum blieb auch in der zweiten Hälfte der 80er-Jahre noch sehr robust; es lag zwar allmählich etwas unter dem japanischen, aber lange Zeit noch über dem europäischen Wachstum. Erst 1990 fiel das amerikanische Wachstum deutlicher zurück, als die USA in eine kurze Rezession gerieten. Zu diesem Zeitpunkt war das Ertragsbilanzdefizit jedoch bereits zu einem Grossteil abgebaut.

Insgesamt lässt sich sagen, dass die US-Ertragsbilanzkorrektur der 80er-Jahre ohne grössere Beeinträchtigung der Weltkonjunktur erfolgte. Dazu trug die gute Konjunkturlage ausserhalb der USA erheblich bei. Die Volkswirtschaften Europas und Japans befanden sich in der zweiten Hälfte der 80er-Jahre in einem kräftigen Aufschwung und konnten das Schrumpfen des US-Ertragsbilanzdefizits relativ leicht absorbieren. So vollzog sich die Korrektur der Wechselkurse damals im internationalen Einvernehmen. Es gab koordinierte Devisenmarktinterventionen der Zentralbanken und im Plaza-Abkommen vom September 1985 wurde ein schwächerer Dollar als wünschenswert erachtet.

Verglichen mit damals sind die derzeitigen weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen für eine Korrektur des US-Ertragsbilanzdefizits ungünstiger. In Europa ist die Konjunktur gerade erst angesprungen, während in Japan nach einem Jahrzehnt Flaute die Erholung noch nicht gesichert scheint. Im übrigen Asien expandieren die Volkswirtschaften zwar stärker, doch gibt es vielfach Widerstände, eine Abwertung des Dollars gegenüber der heimischen Währung zuzulassen. Ein ähnlich schneller und grosser Abbau des US-Ertragsbilanzdefizits wie zwischen 1987 und 1991 wäre daher wohl kaum ohne gröbere Beeinträchtigung der Weltkonjunktur erreichbar.

Grafik 5: Internationales Wirtschaftswachstum
Veränderung des realen BIP in % gegenüber Vorjahr



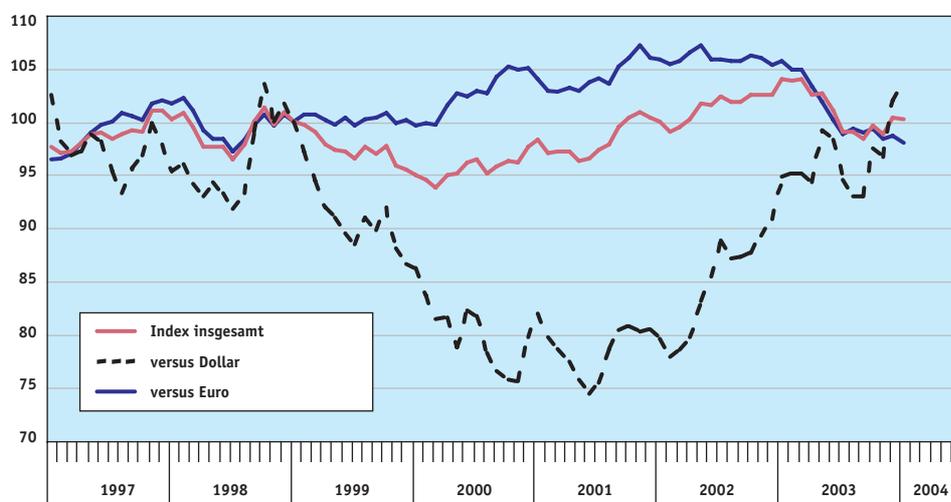
Quelle: OECD

Bisherige Dollarschwäche für die Schweizer Wirtschaft verkraftbar

Der schwache Dollar beeinträchtigt die aussereuropäische Wettbewerbsfähigkeit der Exporte aus der EU und der Schweiz. Eine gewisse Kompensation für diesen konjunkturdämpfenden Effekt besteht in den tieferen Einfuhrpreisen aus dem Dollarraum, welche zu Einsparungen für Unternehmen und Konsumenten führen, die (importierte) Inflation bremsen und so für eine längere Zeit die Beibehaltung einer expansiven Geldpolitik erlauben. Gleichwohl ist der Gesamteffekt auf die Konjunktur negativ.⁹

Für die Schweiz relativiert sich der negative Wechselkurseffekt der Dollarschwäche jedoch dadurch, dass sich der Franken gegenüber dem Euro im Verlauf von 2003 deutlich (um mehr als 6 %) abgewertet hat. Angesichts der starken Handelsverflechtung mit dem Euroraum – über 50 % der Schweizer Exporte gehen in diese Region – ist der Frankenkurs zum Euro die bei weitem wichtigste Währungsrelation für die Schweizer Wirtschaft. Demgegenüber liegt der Anteil der USA am gesamten Export nur bei rund 10 %; zählt man noch die Länder mit an den Dollar gebundenen Währungen hinzu (vor allem in Asien und Lateinamerika), steigt der Anteil auf etwa 20 %. Der reale handelsgewichtete Wechselkurs des Frankens – als Massgrösse für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Exportwirtschaft – hat sich im Verlauf von 2003 leicht zurückgebildet und befand sich im Januar 2004 in etwa auf dem Stand von Ende 2001 (Grafik 6).

Grafik 6: Realer Wechselkursindex des Frankens
Januar 1999 = 100



Quelle: SNB

Allerdings könnte die Schweizer Wirtschaft indirekt durch die Dollarschwäche betroffen werden. Falls sich nämlich die Konjunktur im Euroraum wechselkursbedingt abschwächen sollte, würde dies die schweizerische Exportentwicklung spürbar beeinträchtigen. Der Euroraum hat im Unterschied zur Schweiz tatsächlich die Hypothek einer starken Aufwertung des handelsgewichteten Euro-Wechselkurses zu tragen. Doch scheint dies angesichts des guten ausenwirtschaftlichen Umfelds (lebhaftes Wirtschaftswachstum in den USA und Asien) verkraftbar zu sein. Darauf deutet zumindest die auch Anfang 2004 – wenn auch verlangsamt – anhaltende Verbesserung des Geschäftsklimas hin. Die Fortsetzung der, zunehmend investitionsgetragenen, Konjunkturerholung im Euroraum ist somit nach wie vor wahrscheinlich. Auch in der Schweiz ist der Aufwärtstrend bei den konjunkturellen Frühindikatoren ungebrochen.

Positiv ist ferner, dass im Zuge der Dollarschwäche befürchtete Finanzmarkt-turbulenzen (z.B. ein markanter Anstieg der Langfristzinsen oder ein neuer Börsen-crash) bislang ausgeblieben sind. Allerdings besteht im aussergewöhnlich expansiven Policy-Mix in den USA – Tiefzinsen seitens der Geldpolitik und massive Ausweitung des staatlichen Budgetdefizits – ein Risiko für weltweit stärker als allgemein erwartet steigende Zinsen.

⁹ Für den Euroraum lässt sich auf Basis diverser makroökonomischer Modelle (z.B. OECD, IMF, EZB) als grobe Faustformel anwenden, dass eine Aufwertung des handelsgewichteten Eurokurses um 10 % das BIP-Wachstum in den beiden folgenden Jahren um insgesamt knapp einen Prozentpunkt dämpft. Für die Schweiz dürfte die Wechselkurs sensitivität angesichts der grösseren Offenheit der Wirtschaft tendenziell eher noch etwas höher sein.

Risiko eines anhaltenden Dollarverfalls besteht, ist jedoch begrenzt

Alles in allem sollte somit das bisherige Ausmass der Dollarschwäche die Konjunkturerholung in der Schweiz nicht gefährden können.

Da das US-Ertragsbilanzdefizit wie beschrieben vorerst weiterhin hoch bleiben dürfte, besteht ein gewisses Risiko für einen fortgesetzten Dollarverfall, falls die ausländische Bereitschaft zur Deckung der Finanzierungslücke nachlässt. Denkbar wäre etwa eine neuerliche Talfahrt des Dollar gegenüber den europäischen Währungen (z.B. Anstieg des Euro zum Dollar auf 1,50), möglicherweise noch begleitet von weiteren Finanzmarkturbulenzen wie global stark steigenden Kapitalmarktzinsen oder einbrechenden Aktienkursen. Ein derartiges «Worst case»-Szenario würde die Konjunkturerholung in Euroland ernsthaft ins Stocken geraten lassen, wovon sich auch die Schweiz nicht abkoppeln könnte. Indes erscheint dieses Risiko begrenzt, da ein allzu markanter Kursverlust des Dollar nicht im weltwirtschaftlichen Interesse liegt und vermutlich wirtschaftspolitische Gegenmassnahmen auslösen würde. So dürfte auch die Europäische Zentralbank (EZB) einer anhaltenden Dollarschwäche durch Devisenmarktinterventionen und/oder Leitzinssenkungen entgegenwirken, wie das bereits die asiatischen Notenbanken praktizieren. Ob ein Gegensteuern der EZB eine weitere Aufwertung des Euro zum Dollar völlig verhindern oder (ähnlich wie bei der Entwicklung des Yen zum Dollar) lediglich bremsen könnte, ist eine offene Frage.

Der enorme Aufbau der Dollarreserven seitens der asiatischen Notenbanken wird oftmals als weiterer Schwachpunkt für den Dollar angesehen, weil eine wachsende Abhängigkeit von ausländischen Devisenmarktinterventionen besteht. Sollten die asiatischen Notenbanken in grossem Stil ihre Dollarbestände veräussern, hätte dies in der Tat wohl dramatische Auswirkungen in Form eines rapiden Dollarverfalls und eines starken Zinsanstiegs in den USA, der sich auf die Kapitalmärkte weltweit übertragen dürfte. Gerade wegen dieser drastischen Auswirkungen ist jedoch ein abrupter Kurswechsel der asiatischen Notenbanken unwahrscheinlich, weil dies kaum in ihrem eigenen Interesse liegen dürfte. So würde ein schwächerer Dollar die asiatischen Exporte beeinträchtigen, weswegen ja auch die bisherigen Interventionen erfolgten. Zudem würde der Wert ihrer Dollarreserven in lokaler Währung geschmälert.

Abschliessend gilt es auch zu erwähnen, dass das Risiko beim Dollarkurs nicht einseitig nach unten besteht, sondern trotz des hohen Ertragsbilanzdefizits auch eine erneute Trendwende hin zu einem wieder stärkeren Dollar durchaus nicht unplausibel ist. Bleibt die US-Konjunktur 2004 weiterhin kräftig und käme es allenfalls zu ersten Zinsanhebungen der amerikanischen Zentralbank, könnte wieder vermehrt privates Anlagekapital in die USA fließen und sich entsprechend der Dollar aufwerten. Für die Konjunktur in der Schweiz und der EU wäre ein solches Szenario positiv. Allerdings würde die Kombination überdurchschnittliches US-Wirtschaftswachstum und stärkerer Dollar bedeuten, dass sich das externe Ungleichgewicht noch weiter ausweiten würde und eine Korrektur auf später verschoben wäre. Aus weltwirtschaftlicher Optik wäre eine sanft vonstatten gehende Korrektur des US-Ungleichgewichts zu begrüssen.

Impressum

Die «Konjunkturtendenzen» erscheinen viermal pro Jahr, als Beilage der Januar-, April-, Juli- und Oktober-Nummer der «Volkswirtschaft».

seco
Staatssekretariat für Wirtschaft
Direktion für Wirtschaftspolitik
Effingerstrasse 1
3003 Bern

Tel. 031 322 42 27, Fax 031 323 50 01

Internet: <http://www.seco.admin.ch> → Analysen & Zahlen
→ Wirtschaftsentwicklung und -prognosen → Konjunkturtendenzen