

# Währungsentwicklung und Geldanlage

**Geld repräsentiert in allen seinen Erscheinungsformen einen Gegenwert. Es dient gewöhnlich dazu, die verschiedensten Güter und Dienstleistungen wertmässig zu bemessen. Der internationale Waren- und Dienstleistungsverkehr bzw. Handel ist ohne Frage eine zentrale Triebfeder der Devisenkursentwicklung. Noch wichtiger können jedoch die Anlageaktivitäten – sowohl langfristige ausländische Direktinvestitionen als auch kurzfristige Portfolioanlagen – sein.**



*Von Eftychia Fischer  
Head Financial Market Services  
and Treasury, EFG Bank, Zürich*

In den letzten Jahren wurde die globale Wirtschaftsentwicklung zumindest teilweise von den Reaktionen der Zentralbanken auf die Deflationsangst geprägt. Diese erschütterte die Industrieländer, als im Jahr 2000 die Technologieblase platzte. In der Folge brachen die Kurse der Vermögenswerte ein, und das Vertrauen wurde deutlich geschwächt. Die Zentralbanken reagierten mit Zinssenkungen und verpassten dem System umfangreiche Liquiditätsspritzen. Es folgte weltweit eine langjährige – historisch beinahe einmalige – Periode einer äusserst lockeren Geldpolitik mit dem Ziel, Geld in grossem Umfang und preiswert zur Verfügung zu stellen, um die Investitions- und Wirtschaftstätigkeit anzukurbeln. Das Ziel wurde erreicht: So erholte sich die Investitionstätigkeit, die Preise der Vermögenswerte stabilisierten sich und stiegen langsam wieder an. Zudem wurde das Vertrauen gestärkt, und die Marktteilnehmer begaben sich wieder auf «Renditejagd»,

da die niedrigen Zinsen risikofreie Anlagen als unattraktiv erscheinen liessen. Diese Auswirkungen wurden in sämtlichen Bereichen, d. h. bei Aktien, Anleihen und Immobilien, sichtbar.

Da weltweit Wachstum und Vertrauen an die Märkte zurückkehrten und sich die Kurse durch die Bank erholten, schien die Zeit reif für eine Normalisierung der Geldpolitik, wenn man nicht eine Rückkehr der Inflation riskieren wollte. Mittlerweile sind einige Marktbeobachter sogar der Meinung, dass es dafür zu spät ist und uns eine Periode unerwünscht hoher Inflation bevorsteht.

Die US-Notenbank (Fed) setzte den Normalisierungsprozess vor über einem Jahr in Gang und erhöhte die Zinsen seitdem ganze 14 Mal. Die zuvor verfolgte lockere Geldpolitik liess im Verbund mit den zahlreichen steuerpolitischen Anreizen das Wachstum der US-Wirtschaft trotz geopolitischer Spannungen, eines Krieges und exorbitanter Energiepreise auf über 3% ansteigen. Diese «Glückssträhne» wurde erst im 4. Quartal 2005 unterbrochen, als sich das BIP-Wachstum auf nur noch annualisierte 1,6% belief.

Da die Zentralbanken in den anderen Teilen der Welt an ihrer Lockerungspolitik festhielten, als das Fed seinen Zinserhöhungszyklus begann, weiteten sich die Zinsspreads aus, was der US-Währung zugute kam. Da in den USA mit kurzfristigen Kapitalanlagen höhere Zinsen erzielt werden konnten und eine Absicherung von US-Dollar-Engagements höhere Kosten verursachte, stieg das Interesse der Investoren an US-Anlagen wieder, während sie gleichzeitig Sicherungsgeschäften eine Absage erteilten. Dadurch war die Nachfrage hinreichend gross, um das Leistungsbilanzdefizit in den Vereinigten Staaten, das sich auf etwa 4 Mrd. US\$ pro Tag beläuft, zu finanzieren. Mit anderen Worten: Der US-Dollar tendierte über das ganze

Jahr 2005 hinweg fest, da für das Defizit tagtäglich Käufer gefunden werden konnten. Eine Stärkung – vielleicht sogar eine stabile Entwicklung – des US-Dollars wird zukünftig entscheidend von seiner relativen Attraktivität und damit von einem konstanten Kaufinteresse der Anleger abhängen.

## Zinserhöhungen in Europa

Ende 2005 hatte sich die Wirtschaft der Eurozone hinreichend erholt. Die Europäische Zentralbank (EZB) begann deshalb, die Zinszügel zu straffen, und erhöhte die Zinsen erstmals im Dezember 2005 und ein weiteres Mal Anfang März 2006 um jeweils 0,25 Prozentpunkte. Die EZB ist dabei jedoch nicht die einzige Zentralbank, die in den Chor der weltweiten Zinserhöhungen einstimmte. Auch die Notenbanken in Kanada, Schweden, der Schweiz, Norwegen, Australien, Neuseeland und Südkorea sowie eine Reihe von Zentralbanken in den Schwellenländern wie Indien, Indonesien, Thailand, Malaysia, Chile, Singapur und Taiwan schwenkten allesamt auf Zinserhöhungen um. Selbst Japan scheint nunmehr seine lange Stagnations- und Deflationsphase überwunden zu haben. Die japanische Wirtschaft verzeichnet mittlerweile ein solides Wachstum, das in einem starken 4. Quartal seinen Höhepunkt fand, so dass sich das BIP-Wachstum für das Gesamtjahr auf +2,8% belief. Entsprechend erwägt die Bank of Japan jetzt ihre Möglichkeiten im Hinblick auf eine Straffung der Geldpolitik.

Die einzigen wichtigen Ausnahmen, die sich nicht in den Zinserhöhungskreis gesellten, sind mittel- und osteuropäische Länder wie Polen oder Russland: Hier drehen die Zentralbanken entweder gar nicht an der Zinsschraube bzw. senken die Zinsen, da die Inflation in jüngster Vergangenheit deutlich zurückgegangen ist. Auch in Lateinamerika wurden die Zinsen in

Mexiko und Brasilien, die ein sehr hohes Zins- und Währungsniveau aufweisen, zuletzt, ausgehend von einem hohen realen Niveau, gesenkt.

Die Zentralbanken in Europa und Japan sahen sich gezwungen, die Zinsen langsamer und vorsichtiger zu straffen, als dies in den USA der Fall war. Denn beide Regionen haben nach wie vor mit strukturellen Problemen, wie ihren unflexiblen Arbeitsmärkten bzw. Volkswirtschaften im allgemeinen, zu kämpfen. Folglich dauerte es hier länger, bis das Wachstum sein «Potential» erreicht hatte, und die Volkswirtschaften werden ihre Kapazitäten unter Umständen nicht so stark übertreffen, wie dies in den USA der Fall war. Ein Grossteil des Wachstums beruht auf den höheren Preisen der Vermögenswerte und deren Beleihung zu niedrigen Zinsen.

So nähern sich einige europäische Immobilienmärkte jetzt ihrem Zenit. Nichtsdestotrotz betonte EZB-Chef Jean-Claude Trichet, dass der «Normalisierungsprozess» in Gang gesetzt sei und er in bezug auf die Inflation «wachsam» bleiben werde. Weitere Zinserhöhungen dürften somit auf der Tagesordnung stehen.

Die relative Attraktivität kurzfristiger Anlagen in US-Dollars ist jetzt ge-

fährdet, sollte das Fed die Zinsen nicht schneller anheben als andere Wirtschaftsregionen. Das dürfte sich als ein komplizierter Balanceakt erweisen, da die Vermögenswerte in den USA auf die höheren Leitzinsen reagieren werden und zum Teil schon reagiert haben, was die Wirtschaft des Landes bremst. Wenn sich die Wirtschaft abschwächt, finden die potentiellen Käufer der US-Währung in der Folge weniger attraktive Anlagemöglichkeiten vor. Wenn, auf der anderen Seite, die ausländischen Käufer langfristiger US-Staatsanleihen entscheiden sollten, in anderen Regionen der Welt – aufgrund des sich dort verbessernden Zinsniveaus – auf Renditejagd zu gehen, könnten die Anleihekurse sinken und die langfristigen Renditen steigen. Dies könnte einen weiteren negativen Einfluss auf die Kapitalanlagen und die Währung haben. Der US-Dollar steht demzufolge in diesem Jahr vor grösseren Herausforderungen als noch im letzten Jahr.

Hinzu kommen auch andere Überlegungen, wie das zeitweise Aufflakern protektionistischer Tendenzen in den USA, was sich etwa in der Debatte darüber äusserte, ob es der arabischen Firma Dubai Ports World gestattet sein sollte, US-Häfen zu kaufen

bzw. zu betreiben, auch wenn die Sicherheit der Häfen nie «zum Verkauf» stand. Ferner fordern auch die anhaltenden Probleme, in den USA eine Haushaltsdisziplin durchzusetzen, ihren Tribut. Alles in allem scheint die US-Währung dadurch zumindest gefährdet zu sein.

### Anlagemöglichkeiten prüfen

Viele europäische und Schweizer Anleger haben einen bedeutenden Teil ihres Vermögens in US\$-Anlagen und somit im Greenback investiert. Absicherungsgeschäfte sind nach wie vor nicht billig, und die US-Wirtschaft gehört weiterhin zu den dynamischsten und auch unter anderen Aspekten (Rechtsstaat, Transparenz, Corporate Governance usw.) äusserst attraktiven Anlageregionen. Da die europäischen Aktienmärkte zudem in letzter Zeit die US-Märkte überflügelt haben, schrecken viele Anleger jetzt davor zurück, wieder auf die USA umzusatteln. Glücklicherweise erlauben moderne Overlay-Verfahren eine Verwaltung der Währungsrisiken unabhängig von den Marktrisiken. Möglicherweise ist jetzt die Zeit für europäische Anleger gekommen, ihre Möglichkeiten zu überprüfen. ●

## Buchtips



**Geopolitische Vermögenssteuerung:** Bei der Strukturierung von Kapitalanlagen und Investitionsentscheiden wird der Einbezug «neuer» Risiken immer wichtiger. Dazu gehören internationaler Terrorismus, Naturkatastrophen, Klimaveränderungen und Epidemien genauso wie Staatsbankrotte, innenpolitische Unruhen, regionale Konflikte und demographische Veränderungen. Um sich vor Vermögensverlusten zu schützen, gilt es, Risiken mehrdimensional, v.a. auch geographisch, möglichst breit zu streuen. «Geopolitische Vermögenssteuerung» von Markus Miller, ein Ratgeber für modernes Vermögensmanagement in einer sich rasch verändernden Welt, bietet einen Überblick über die Vorteile der Kapitalanlage in verschiedenen Jurisdiktionen und mit unterschiedlichen Anlagevehikeln. *Markus Miller: Geopolitische Vermögenssteuerung: Vermögensanlage rund um den Globus, Januar 2006, ISBN 3-89879-149-1, Finanzbuch Verlag GmbH München.*



**Optimale Vermögensübertragung:** In seinem neusten Werk stellt Anton-Rudolf Götzenberger die gegenwärtige Gesetzesproblematik in Deutschland dar. Die zahlreichen Beispiele und Tips können auf den Individualfall angepasst werden, um einfach und schnell die steuergünstigste Vermögensübertragungsvariante zu bestimmen. Ausserdem wird der Leser auf den automatisierten Kontenabruf und die erweiterten Anzeigepflichten der ausländischen Filialen deutscher Banken beim Tod eines Kontoinhabers hingewiesen. Aus erster Hand erfährt der Leser, wie der deutsche Fiskus inländisches Geldvermögen eines jeden Erblassers aufspürt. Fokusthemen sind auch die länderübergreifende Zusammenarbeit der Bewertungs- und Erbschaftsteuerstellen sowie das neue DBA Schweiz und die Auskunftspflicht der Schweizer Banken. *Anton-Rudolf Götzenberger: Optimale Vermögensübertragung, 2. Auflage, Dezember 2005, ISBN 3-482-51392-9, Verlag Neue Wirtschaftsbriefer Herne / Berlin.*