



Währungskriege sehen anders aus

Dr. Karsten Junius, CFA

Chief Economist

karsten.junius@jsafrasarasin.com

+41 58 317 32 79

Die Aussagen des US-Finanzministers zum US-Dollar haben zu erneuter Sorge vor einem Abwertungswettlauf geführt. Wir halten einen Währungskrieg für unwahrscheinlich, da er von den Zentralbanken kaum unterstützt würde. Stattdessen erachten wir den vermeintlichen Wunsch nach einer schwächeren Währung als ein weiteres Beispiel eines ökonomischen Nationalismus, der lediglich zu höheren Inflationsraten und Zinsen führen kann.

Der Konsens der G20-Länder, Protektionismus und Währungskriege zu vermeiden, hat die Weltwirtschaft vor einer grossen Depression bewahrt

Der Aufschrei aus der EZB war unüberhörbar: In ungewöhnlich scharfen Worten reagierte Präsident Draghi auf die Äusserungen des US-Finanzministers, Mnuchin, dass ein schwacher Dollar gut für den amerikanischen Aussenhandel sei. Zu Recht. Zu der Wirtschaftskrise der 30er Jahre haben ein Abwertungswettlauf und Protektionismus beigetragen. Dem Konsens der G20 nach der Finanzkrise, die Fehler der 30er Jahre nicht zu wiederholen, ist der gegenwärtige Aufschwung der Weltwirtschaft zu verdanken. Das von Draghi angesprochene Communiqué des International Monetary and Financial Committees (IMFC) ist in diesem Zusammenhang nicht ohne Bedeutung. Auch Herr Mnuchin verpflichtet sich darin von kompetitiven Abwertungen abzusehen und aufgrund von Wettbewerbsüberlegungen keine bestimmten Wechselkurse anzustreben. Finanzminister äussern sich daher gewöhnlich nicht zu aktuellen Wechselkursentwicklungen. US-Präsidenten auch nicht. Das mag nicht jedem in der gegenwärtigen US-Administration bekannt sein, die schon viele Tabus verletzt hat und daran auch offensichtlich Gefallen findet. Wir interpretieren die Aussagen Mnuchins daher nicht als Beginn eines Währungskrieges, selbst wenn dieser zu einer «America First» Agenda und ihrem ökonomischen Nationalismus passen würde.

Der US-Dollar würde seinen Status als sicherer Hafen und Hauptweltreservewährung einbüßen, wenn die USA sich mittels eines Währungskrieges versuchte, Wettbewerbsvorteile zu verschaffen

Kriege werden mit (1) Waffen, (2) Strategien und (3) Verbündeten gewonnen. Die US-Administration scheint nichts davon für einen erfolgreichen Währungskrieg zu besitzen. Als **Waffen** könnten die Wahl des Wechselkursregimes, Devisenmarktinterventionen und eine sehr expansive Geldpolitik gelten. Kaum vorstellbar ist es, dass die USA ihr Wechselkursregime ändern. Devisenmarktinterventionen und die Geldpolitik liegen im Aufgabenbereich der US-Notenbank. Auf diese hat die Trump-Administration zwar Einfluss, in dem sie die noch ausstehenden Posten im Zentralbankrat, dem FOMC, besetzen kann. Die Unabhängigkeit der Fed sichert aber zudem, dass die FOMC-Mitglieder von der Regierung keine Weisungen befolgen müssen. Würde dies in Frage gestellt, würden die Finanzmärkte wohl ebenfalls die Glaubwürdigkeit des Inflationsziels anzweifeln. Das Resultat wären stark steigende Zinsen in den USA. Damit wären US-Treasuries wohl auch ihren Status als sicherer Hafen los. Die Suche nach einer neuen Weltreservewährung würde beginnen.

Glaubwürdigkeit verspielt

Eine **Strategie** hinter den Aussagen von Mnuchin ist ebenfalls nicht zu erkennen. Andernfalls hätte er in den Folgetagen kaum zurückgerudert und auch Präsident Trump hätte sich nicht für einen starken US-Dollar ausgesprochen. In relativ kurzer Zeit haben beide so durch unbedachte Kommunikation ihre Glaubwürdigkeit beim Thema Wechselkurs verloren.

Risiko stark steigender Bondrenditen, wenn die Fed von ihrem Inflationsziel abweicht

Schliesslich ist nicht zu erkennen, dass die US-Administration bei einem Währungskrieg **Verbündete** hätte. Eine Wiederholung des «Plaza-Abkommen» von 1985 ist noch nicht mal ansatzweise erkennbar. Zwar mag der US-Dollar mittelfristig gesehen eher hoch bewertet sein, im Vergleich zu 1985 fällt dies jedoch gering aus. Zudem versuchen derzeit alle wichtigen Zentralbanken der Welt noch eher höhere Inflationsraten zu erreichen. Ein schwächerer US-Dollar und damit eine stärkere heimische Währung würde es



Finanzmarktkolumne

29. Januar 2018

Ihnen erschweren, dieses Ziel zu erreichen. Innenpolitisch wäre es ebenso schwierig Verbündete zu finden. In einer Zeit von Vollbeschäftigung und von nur noch knapp unterhalb des Ziels liegenden Inflationsraten ist der Kurs der US-Geldpolitik vorbestimmt. Sie wird versuchen müssen über höhere Leitzinsen eine Überhitzung der US-Wirtschaft zu verhindern. Tut sie das nicht, wären ein deutlicher Anstieg der Inflationserwartungen und damit ein Bondmarkt-Crash möglich.

Bei einem Handelskrieg lassen sich individuelle Profiteure leichter ausmachen als bei einem Währungskrieg.

Die protektionistischen Instinkte der US-Administration reflektieren einen ökonomischen Nationalismus, der gut zu einer «America First» Agenda passt. Tendenziell führt eine weniger offene Handelspolitik zu weniger Wettbewerb und steigenden Preisen. Die jüngsten Zollerhöhungen für Waschmaschinen und Solarplatten werden da genauso wenig eine Ausnahme sein wie eine mögliche Kündigung der NAFTA-Vereinbarung. Handelskriege – so unnütz sie ebenfalls sein mögen – würden in eine ähnliche Richtung gehen wie ein Währungskrieg. Sie dürften für die US-Regierung aber einfacher zu führen sein. Sie kennen mehr Schattierungen und Zwischenstufen. Auch lassen sich ihre Profiteure im Inland leichter ausmachen. Kompetitive Abwertungen dagegen wirken auf alle Produzenten gleich. Freund und Feind lassen sich daher schlechter erkennen. Die politischen Vorteile wären daher gering. Schon allein deshalb ist es unwahrscheinlich, dass die US-Regierung es zu einem Währungskrieg kommen lassen würde.



Finanzmarktkolumne

29. Januar 2018

Haftungsausschluss/Wichtige Hinweise

Diese Publikation wurde von der Research Abteilung der Bank J. Safra Sarasin AG («Bank») ausschliesslich zu Informationszwecken erstellt; die Bank ist für den Inhalt dieser Publikation verantwortlich. Die Bank untersteht der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA.

Die Publikation wurde aus Informationen und Daten aus öffentlich zugänglichen Quellen («Informationen») erstellt, welche von der Bank als zuverlässig und glaubwürdig eingestuft werden. Obwohl die Bank bemüht ist zuverlässig und vollständig Informationen zu verwenden kann sie keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hier wiedergegebenen Informationen übernehmen. Mögliche Fehler oder die Unvollständigkeit der Informationen stellen keine rechtlichen Gründe für eine Haftung dar, weder im Hinblick auf unmittelbare oder mittelbare Schäden noch auf Folgeschäden. Die Bank lehnt jegliche Haftung hinsichtlich der Geeignetheit, Aktualität, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Des Weiteren lehnt die Bank jede Haftung für mögliche Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieser Publikation entstehen können, ab.

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung, noch ein Angebot oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder -dienstleistungen dar. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis für die laufende oder zukünftige Wertentwicklung der in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente.

Der Wert eines Finanzinstruments kann auf Grund von Währungsschwankungen sowohl fallen als auch steigen

Die Bank übernimmt weder ausdrücklich noch stillschweigend die Haftung für die künftige Wertentwicklung eines Finanzinstruments. Der Kurs und der Ertrag dieser Finanzinstrumente können sowohl fallen als auch steigen und zu einem Verlust des investierten Betrages führen.

Vor einer Anlage sollte die aktuelle Produktdokumentation gelesen und ein unabhängiger Berater zur Rate gezogen werden.

Direkte Investitionen in U.S. Wertschriften können selbst dann eine Besteuerung nach U.S. Steuerrecht auslösen, wenn der Investor weder seinen gewöhnlichen Aufenthalt in den USA noch den Status einer U.S. Person inne hat.

Die Bank kann jederzeit die in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente auf eigenen oder fremden Rechnung erwerben oder veräussern oder als Auftraggeber oder Bevollmächtigter in diesen handeln oder für den Emittenten der genannten Finanzinstrumente bzw. einem mit diesem wirtschaftlich oder finanziell eng verbundenen Unternehmen Finanzberatungs- oder andere Bankdienstleistungen erbringen.

Die Bank hat in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen organisatorische und administrative Massnahmen getroffen, um Interessenkonflikte soweit wie möglich zu vermeiden. Reichen die getroffenen Massnahmen nicht aus, legt die Bank den potentiellen Interessenskonflikt offen.

Die Bank hat unter anderem die folgenden Massnahmen getroffen:

1. Errichtung von Informationsbarrieren, wenn ein Informationsaustausch zwischen bestimmten Personen oder Abteilungen zu einem Interessenkonflikt führen könnten.
2. Die Vergütung des/der Autoren (Analysten) dieser Publikation ist unabhängig von deren Empfehlungen oder Meinungen.
3. Regelungen bezüglich der Eigengeschäfte und Geschäftstätigkeiten von Mitarbeitern.

Die Bank wird Interessenkonflikte im Verhältnis zu dem Emittenten des/der in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente offenlegen, falls:

1. eine Beteiligung von mindestens 3% an den Stimmrechte eines Emittenten, der Gegenstand dieser Finanzanalyse ist, besteht oder
2. sie innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate Mitglied eines Konsortiums war, das Finanzinstrumente einer der genannten Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte oder
3. eine Betreuung der Finanzinstrumente dieser Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen (Market Maker“) erfolgte oder
4. sie innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit einem der erwähnten Emittenten, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften eingegangen ist oder in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhalten hat, soweit eine Offenlegung dieser Informationen rechtlich zulässig ist und keine vertraulichen Geschäftsinformationen betreffen
5. mit einem Emittenten, welcher selbst Gegenstand dieser Finanzanalyse ist, eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen haben oder
6. diese sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf einen der genannten Emittenten haben sollte.



Finanzmarktkolumne

29. Januar 2018

Die Angaben zu eventuellen Interessenkonflikten finden Sie jeweils am Ende jeder Finanzanalyse in der Offenlegungsklausel.

Die in dieser Publikation geäußerten Meinungen und Ansichten sind diejenigen des Analysten zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Vorankündigung ändern.

Erläuterung zur Analyse

Tatsachen und Meinungen Dritter (Interpretationen und Schätzungen) erfolgen mit den jeweiligen Quellenangaben. Eigene (Wert-) Berechnungen (Hochrechnungen und Vorhersagen), die das Ergebnis der Arbeit der Research-Abteilung der Bank reflektieren, werden nicht gesondert gekennzeichnet oder hervorgehoben. Die wesentlichen Grundlagen und Maßstäbe eigener Werturteile sind in den Grundlagen der Research Methodologie dargelegt. Bei der Erstellung des Researchs wurden folgende Bewertungsgrundlagen und -methoden genutzt:

Economic & Strategy Research

Auf der Basis von proprietären Modellen werden eigene Prognosen für Wirtschaftswachstum, Inflation, Arbeitslosenquoten und Staatshaushalte und Aussenhandelsbilanzen erstellt. Basierend auf dem makroökonomischen Szenario erarbeiten die Strategen für die drei Anlagekategorien ihre Prognosen für (a) Aktienmärkte, (b) kurz- und langfristige Zinssätze, (c) sowie für die Hauptwährungen. Neben den makroökonomischen Variablen verwendet das Economic & Strategy Research verschiedene Bewertungsmodelle und kurzfristige Markt-Timing-Indikatoren. Der Prognosehorizont für makroökonomische Indikatoren beträgt 2 Jahre, für Finanzmärkte liegt er bei bis zu einem Jahr.

Diese Publikation wurde zum angegebenen Datum erstellt. Die Bank übernimmt keinerlei Pflicht zur Aktualisierung dieser Publikation.

Es können sich Abweichungen zu unseren eigenen Finanzanalysen zu denselben Finanzinstrumenten ergeben, welche in den vorausgegangenen zwölf Monaten erstellt wurden.

Der gesamte Inhalt dieser Publikation unterliegt dem Urheberrecht. Die Verwendung, das Modifizieren, oder Vervielfältigen im Ganzen sowie auszugsweise darf ausschliesslich zum privaten, nicht kommerziellen Gebrauch des Interessenten erfolgen. Dabei dürfen Urheberrechtshinweise und Markenbezeichnungen weder verändert noch entfernt werden. Jede darüber hinausgehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Bank. Dies gilt auch für Weitergabe dieser Publikation.

Distribution von Research-Publikationen

Soweit nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Bank J. Safra Sarasin AG, Schweiz verteilt. Diese Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetze und Regulierungen verteilt und verwendet werden. Die Bank untersagt insbesondere ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation durch Dritte. Sie lehnt jegliche Haftung für Ansprüche von Dritten, die sich aus dem Gebrauch oder der Verteilung der Publikation ergeben ab.

Bahamas: Diese Publikation wird Privatkunden der Bank J. Safra Sarasin (Bahamas) Ltd. zur Verfügung gestellt. Sie ist nicht bestimmt für die Weitergabe an Staatsangehörige oder Bürger der Bahamas oder an Personen welche gemäss den Bestimmungen über die Devisenkontrolle (exchange control) der Zentralbank der Bahamas als in den Bahamas wohnhaft angesehen werden.

Dubai International Financial Centre (DIFC): Dieses Material ist für die Verteilung durch die Bank J. Safra Sarasin Asset Management (Middle East) Ltd ["BJSSAM"] im DIFC an professionelle Kunden im Sinne der Dubai Financial Services Authority (DFSA) bestimmt. BJSSAM ist von der DFSA ordnungsgemäss autorisiert und beaufsichtigt. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie sich an einen autorisierten Finanzberater wenden.

Dieses Material kann auch Fonds enthalten, die keiner Überwachung oder Genehmigung durch die Dubai Financial Services Authority ("DFSA") unterliegen. Die DFSA ist nicht für die Prüfung oder Verifizierung von Emissions- oder anderen Dokumenten im Zusammenhang mit solchen Fonds verantwortlich. Die DFSA hat weder ein Ausgabedokument noch andere zugehörige Dokumente genehmigt, noch hat sie irgendwelche Schritte unternommen, um die in etwaigen Ausgabedokument enthaltenen Informationen zu überprüfen, demzufolge übernimmt sie für diese auch keine Verantwortung. Die Anteile, auf die sich das Ausgabedokument bezieht, können illiquide sein und/oder Beschränkungen für den Weiterverkauf unterliegen. Potenzielle Käufer sollten ihre eigene Prüfung der Anteile vornehmen.

Hong Kong: Dieses Dokument wird in Hong Kong von der Bank J. Safra Sarasin Ltd, Hong Kong Branch verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin Ltd, Hong Kong Branch ist eine zugelassene Bank im Sinne der Hong Kong Banking Ordinance (Cap. 155 der Gesetze von Hongkong) und eine eingetragene Institution im Sinne der Securities and Futures Ordinance (Cap. 571 der Gesetze von Hongkong).



Finanzmarktkolumne

29. Januar 2018

Monaco: In Monaco wird dieses Dokument von der Banque J. Safra Sarasin (Monaco) SA verteilt, einer im "Fürstentum Monaco" eingetragenen Bank, die von der französischen Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) und der monegasischen Regierung und Commission de Contrôle des Activités Financières (CCAF) beaufsichtigt wird.

Panama: Diese Publikation basiert ausschließlich auf öffentlich zugänglichen Informationen und wird von der J. Safra Sarasin Asset Management S.A., Panama, die von der Securities Commission of Panama beaufsichtigt wird, verteilt.

Qatar Financial Centre (QFC): Dieses Dokument ist für den Vertrieb durch die Bank J. Safra Sarasin (QFC) LLC, Qatar ["BJSSQ"] von QFC aus an Geschäftskunden im Sinne der Vorschriften der Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) bestimmt. Die Bank J. Safra Sarasin (QFC) LLC ist von der QFCRA zugelassen.

Dieses Dokument kann auch kollektive Kapitalanlagen (Fonds) beinhalten, die nicht im QFC registriert oder von der Regulierungsbehörde beaufsichtigt sind. Weder wurde ein Emissionsdokument noch der Prospekt für den Fonds oder sonstige mit diesem im Zusammenhang stehende Dokumente von der Regulierungsbehörde geprüft oder genehmigt. Anleger in den Fonds haben möglicherweise nicht den gleichen Zugang zu Informationen über den Fonds, die sie zu Informationen über einen im QFC registrierten Fonds haben würden. Der Regress gegen den Fonds und/oder darin involvierte Personen kann eingeschränkt oder schwierig sein und muss möglicherweise in einem Land außerhalb des QFC verfolgt werden.

Singapore: Dieses Dokument wird von der Bank J. Safra Sarasin Ltd. Singapore Branch in Singapur, verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin, Singapore Branch ist ein befreiter Finanzberater (exempt financial adviser) gemäss dem Singapore Financial Advisers Act (Cap. 110), eine Firmenkundenbank, die nach dem Singapore Banking Act (Cap. 19) zugelassen ist und von der Monetary Authority of Singapore beaufsichtigt wird.

© Copyright Bank J. Safra Sarasin AG. Alle Rechte vorbehalten.

Bank J. Safra Sarasin AG
J. Safra Sarasin Research
General Guisan-Quai 26
Postfach
CH-8022 Zürich
Schweiz
Telefon +41 (0)58 317 33 33
Fax +41 (0)58 317 33 00