

## GASTBEITRAG

# Der schwache Dollar: Absichern oder spekulieren?

VON SIGRID MÜLLER \*)

Börsen-Zeitung, 30.12.2004  
Mit dem massiven Verfall des Wertes der US-Währung wird der Ruf nach Devisenmarktinterventionen lauter. Die Gründe für dieses Verlangen sind wohl bekannt. Ein schwächerer Euro verbilligt Warenexporte in die USA und in Länder mit Bindung an den US-Dollar. Die starke Exportabhängigkeit der deutschen Wirtschaft von diesen Ländern mache daher einen schwächeren Euro erforderlich. Nur so könne der Export zur Stützung der Konjunktur beitragen. Es ist sicherlich so, dass einige Branchen durch den Abwärtstrend der amerikanischen Währung in besonderem Maße betroffen sind. Doch ist dies nicht neu. Es gilt immer noch der Grundsatz: Ein Exporteur, der sich nicht der Terminmärkte bedient, ist zugleich Spekulant.

### Spekulative Wirkung

Während in der Vergangenheit der Kursverfall des Euro von deutschen Exporteuren dankbar akzeptiert wurde, scheint die Kurssteigerung nicht ins Kalkül zu passen. So beklagte zum Beispiel VW-Chef Bernd Pischetsrieder, dass VW die Dollarschwäche besonders treffe, weil sich der Konzern nur sehr zurückhaltend gegen Währungsrisiken abgesichert habe. Bekanntlich trifft man sich im Leben immer zweimal. Übertragen lässt sich dies auf Wechselkurse, deren Entwicklung mit Unsicherheit behaftet ist. Einer Abwärtsbewegung folgt mitunter eine überraschende Aufwärtsbewegung. Ist es in der Tat ein Luxus, sich gegen Schwankungen dieser Art abzusichern? Gehört es nicht vielmehr zum Exportgeschäft?

In diesen Tagen erhält ein Exporteur für eine Warenlieferung in die USA einen deutlich geringeren Euro-Betrag als noch vor ein paar Monaten. Allerdings hätte er sich den damaligen Kurs sichern können. Durch Kauf eines Terminvertrags oder einer Währungsoption wäre er gegen den eingetretenen Kursverfall geschützt gewesen. Ein Verzicht auf diese Möglichkeit ist Spekulation. Tatsächlich gehört Währungsabsicherung zum Tagesgeschäft großer Unternehmen. So schätzt zum Beispiel Goldman Sachs den Beitrag der Absicherungsstrategie zum Gewinn bei BMW auf

1,5 Mrd. Euro im Jahr 2004.

### Absicherung gestalten

In der Regel nutzen Unternehmen einen Sicherungsmix. Darunter befinden sich sowohl klassische Instrumente wie Terminverträge als auch neuere wie Devisenoptionen oder Währungsfutures. Zum Beispiel sichert sich DaimlerChrysler durch Terminverträge und Währungsoptionen gegen Wechselkursverluste durch den Dollar, den Yen und das britische Pfund ab. Absicherungsprodukte, die hinsichtlich Laufzeit und Währungsbetrag standardisiert sind, können an den großen Börsen der Welt erworben werden. Allerdings kann es für eine passgenaue Strategie erforderlich sein, maßgeschneiderte Produkte einer Bank einzusetzen. Dabei sind Laufzeiten von bis zu fünf Jahren möglich. Attraktiv ist auch eine vergleichsweise einfache Absicherungsstrategie, die auf der Kreditaufnahme in Fremdwährung beruht. Diese Strategie imitiert einen Terminvertrag, indem der augenblickliche Wechselkurs gesichert wird. Dazu wird ein Fremdwährungskredit aufgenommen, getauscht und wieder angelegt. Zinszahlung und Tilgung erfolgen aus der später anfallenden Fremdwährungszahlung. Dieses Vorgehen eignet sich für längere Laufzeiten und ist auch im Falle von Marktturbulenzen erfolgreich. Die abzusichernden Währungspositionen erfordern eine ständige Überwachung und Anpassung. Auslaufende Absicherungen stellen dabei eine besondere Herausforderung dar. Dabei bereiten zurzeit die Kursverluste des Dollar die größten Probleme. Goldman Sachs schätzt, dass zum Beispiel die Gewinne aus der Absicherungsstrategie von BMW im Jahr 2005 um einen Euro-Betrag im dreistelligen Millionenbereich fallen werden.

Welche Kosten sind mit der Absicherung verbunden? Wie für jede Versicherungsleistung ist in der Regel eine Prämie zu zahlen, die durch den jeweiligen Markt bestimmt wird. Für standardisierte Produkte ist dies die Börse. Bei maßgeschneiderten Produkten entscheidet der Stillhalter der jeweiligen Position. Werden die genannten Produkte

als zu teuer angesehen, lassen sich auch Strategien mit nur teilweiser Absicherung einsetzen. Hierzu gehört zum Beispiel ein einfacher Währungsmix, bestehend aus den Währungen, die dem Geschäft zugrunde liegen. In ähnlicher Weise wirken langfristige Strategien, die Währungsrisiken zu vermeiden suchen. Diese natürliche Absicherung wird vor allem in der deutschen Automobilindustrie verfolgt. Durch die Errichtung von Produktionsstätten in den USA haben die großen Automobilunternehmen eine beträchtliche Absicherung erreichen können. Ihnen folgten Kfz-Zulieferer, die ihre Produktionsstätten in den USA ausbauen.

### Absicherung ist kein Luxus

Absicherung ist sowohl kurz- als auch langfristig möglich. Daher ist eine spekulative Position nicht zu rechtfertigen. Die Zeiten, als der Steuerzahler wie im Falle von Airbus für Wechselkursrisiken einzustehen hatte, dürften endgültig vorbei sein. Und um nichts anderes handelt es sich bei den geforderten Devisenmarktinterventionen. Devisenmarktinterventionen bergen stets das Risiko, dass sie, wenn überhaupt, nur kurzfristige Wechselkursänderungen hervorrufen. In diesem Fall entstehen Verluste, mit denen letztendlich der Steuerzahler belastet wird. Ein Beispiel liefern die japanischen Interventionen im Jahr 2003 und Anfang 2004. Auch ein Dollar-Betrag im dreistelligen Milliardenbereich führte nur zu einer vorübergehenden Stärkung des Dollar in Bezug auf den Yen. Da Unternehmen eine Vielzahl von Absicherungsmöglichkeiten zur Verfügung stehen, dürften teure Devisenmarktinterventionen zur Stützung des Exports unangebracht sein. Ein Exporteur, der auf Devisenmarktinterventionen vertraut, spekuliert.

\*) Prof. Dr. Sigrid Müller ist Professorin für Betriebswirtschaftslehre und Direktorin des Instituts für Finanzierung an der Humboldt-Universität zu Berlin. „Es gilt immer noch der Grundsatz: Ein Exporteur, der sich nicht der

Terminmärkte bedient, ist zugleich Spekulant.“