

Perspektiven 3. Quartal 2023

US-Dollar – die globale Referenzwährung und ihre Zukunft.



Eine Währung sitzt fest im Sattel.

Geschätzte Anlegerin, geschätzter Anleger

Unterschiedliche Umstände verlangen nach unterschiedlichen Werkzeugen. So haben in der Geschichte der Menschheit auch Zahlungsmittel je nach Situation unterschiedliche Formen angenommen. Ein plakatives Beispiel sind Zigaretten im Gefängnisalltag. Aber auch in anderen ausserordentlichen Situationen, wie beispielsweise kriegerischen Auseinandersetzungen, haben die Glimmstängel als Währung gedient.

So wissen wir aus verschiedenen Filmen über den Vietnamkrieg, dass Zigaretten der Marke Marlboro – oft mit dem falschen, weil erst später entwickelten Logo – als Zahlungsmittel unter den Soldaten Verwendung fanden. In weiten Teilen des damaligen Konflikts tatsächlich als Zahlungsmittel etabliert hatten sich allerdings Zigaretten der Marke Lucky Strike: Der Markenname, so hiess es, soll sich daraus ableiten, dass einige der Zigaretten mit Marihuana versetzt gewesen wären und der unwissende Empfänger in diesem Falle eben tatsächlich einen Glücksgriff – einen Lucky Strike – gemacht hätte. Für die Soldaten wohl eine willkommene Abwechslung.

Während diese Marihuana-Geschichte ins Reich der Legenden gehört, so hat sie unter Umständen dennoch der Marke dazu verholfen, sich als akzeptiertes Zahlungsmittel unter den Soldaten zu etablieren. Glaube und Hoffnung haben dieser Marke als anerkanntem Zahlungsmittel Akzeptanz und zusätzlichen Wert verliehen – Züge, die auch beim US-Dollar zu beobachten sind.

So folgerichtig die Dominanz der US-Valuta nach zwei Weltkriegen und dem Aufstieg der Vereinigten Staaten zur wichtigsten Wirtschaftsmacht ist, so stark stellt sich die Frage nach der Zukunft dieser Währung. Nicht nur ist der US-Staat rekordhoch verschuldet und hat er vor einigen Jahren die Top-Krediteinschätzung «AAA» verloren – auch die Dominanz als Wirtschaftsmacht erodiert zunehmend und insbesondere der Aufstieg Chinas zur potenziell grössten Wirtschaft gefährdet die Vormachtstellung des US-Dollars nachhaltig.

Wie ist der US-Dollar überhaupt zur dominanten Währung geworden? Wieso kann er sich trotz den

offensichtlichen Widrigkeiten auch weiterhin behaupten, und was wird die Zukunft bringen? Diesen Fragen wollen wir uns in der vorliegenden Publikation widmen.

Und übrigens: Tatsächlich leitet sich der Markenname Lucky Strike vom Glücksgriff ab. Allerdings bezieht sich dieser auf die Zeit der Goldgräber, in welcher der Fund eines grösseren Goldvorkommens als Lucky Strike bezeichnet wurde. In der Werbung spielte die Marke allerdings tatsächlich mit der Doppeldeutigkeit ihres Namens: Um gezielt Frauen anzusprechen, warb die Marke in den 20er- und 30er-Jahren des letzten Jahrhunderts aktiv damit, dass der Konsum von Lucky Strike helfe, Gewicht zu verlieren. Als Erklärung für die Akzeptanz der Marke unter den Soldaten taugt dieser Aspekt allerdings denkbar schlecht.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Anhaltende Vormachtstellung trotz schwindendem Wert

Nach den wirtschaftlichen Wirren der Zwischenkriegszeit suchte man nach dem 2. Weltkrieg eine neue Währungsordnung, die vor allem wirtschaftliche Stabilität sicherstellen sollte. Insbesondere heftige Wechselkursschwankungen und Inflationschübe sollten nach Möglichkeit künftig unterbunden werden – auch um nach den Erfahrungen der Weltwirtschaftskrise soziale Verwerfungen mit potenziell schwerwiegenden politischen Folgen zu verhindern. Zu diesem Zweck wurde mit dem Abkommen von Bretton Woods 1944 ein neues Währungssystem etabliert.

Als Leitwährung wurde der US-Dollar definiert, dem über eine Goldbindung Stabilität und eine Form von

Inflationsschutz innewohnten. Die übrigen Währungen wurden mit festen Wechselkursen und definierten Schwankungsbreiten an den US-Dollar gekoppelt.

Der grosse Nachteil fester Wechselkurse liegt im Fehlen von Ausgleichsmechanismen zwischen den verschiedenen Wirtschaftsräumen. So muss unter festen Wechselkursen eine Anpassung an unterschiedliche Wachstumsraten, unterschiedliche Inflationsraten wie auch Zinsdifferenzen über andere Mechanismen erfolgen. Gelingt dies nicht, bauen sich in einem solchen System Spannungen auf, die immer wieder auch von Spekulanten genutzt werden können.

Den eigentlichen Todesstoss erfuhr das System allerdings 1971 in der Nixon-Ära mit der plötzlichen Aufhebung der Goldbindung des US-Dollars. Dieser Schritt kam überraschend und sendete Schockwellen durch das Währungssystem, was dieses schlussendlich zum Kollabieren brachte. Grund für die plötzliche Aufhebung der Goldbindung war der Umstand, dass die globalen Dollar-Vorräte bereits in den 60er-Jahren die bestehenden US-Goldreserven bei Weitem überstiegen und mit einer Aufhebung der Bindung die US-Wirtschaft geschützt werden sollte. In der Folge verlor der Dollar über 80% an Wert. Trotz dieser Verwerfungen im Wechselkurssystem und der Aufhebung der Goldbindung behielt der US-Dollar allerdings seine Vormachtstellung.

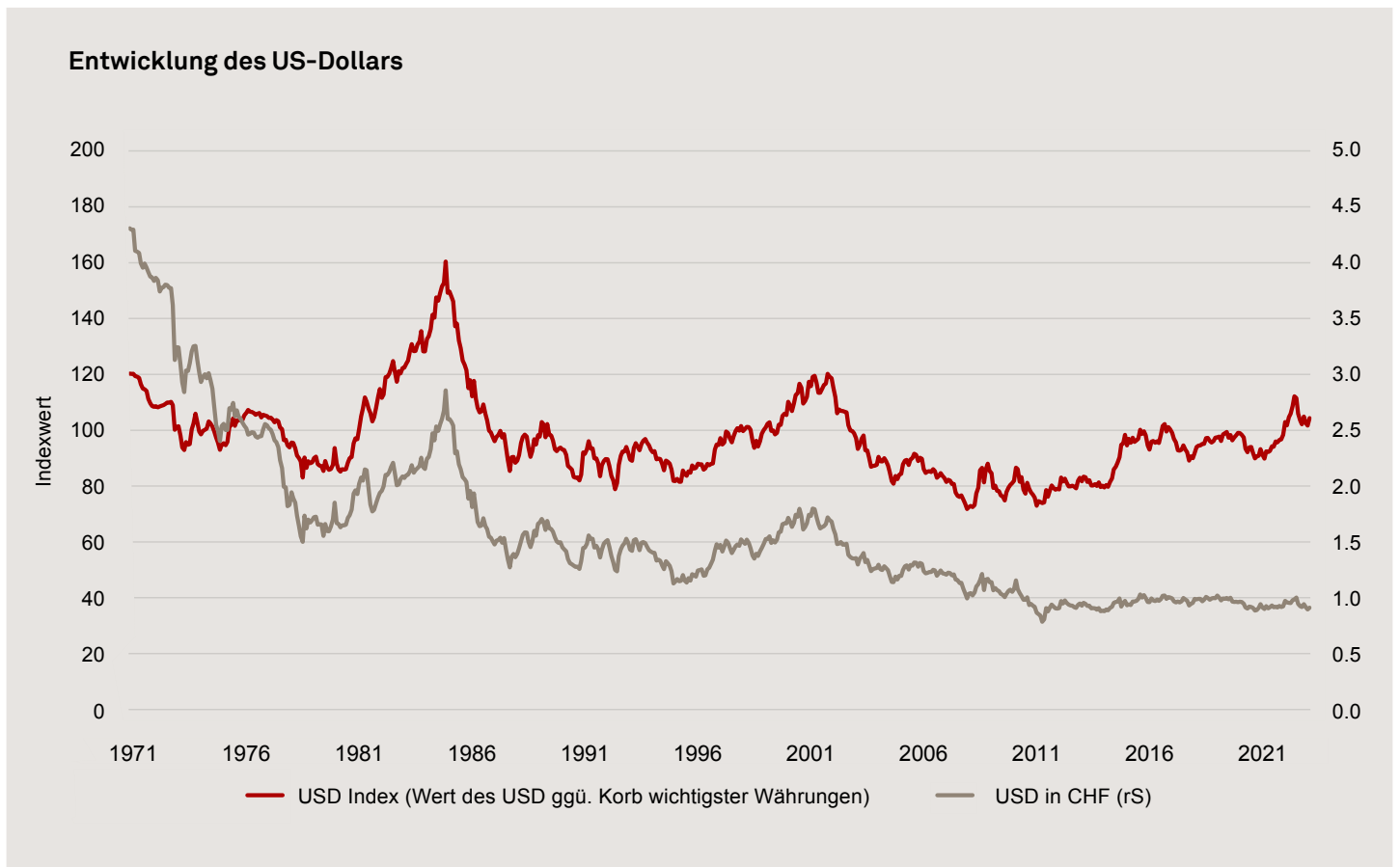
Da der US-Dollar über das Bretton-Woods-System per Konstruktion die Ankerwährung darstellte und so die verschiedenen Notenbanken einen direkten Nutzen daraus zogen, ihre Währungsreserven in US-Dollar zu halten, blieb der Anteil des US-Dollar an den globalen Währungsreserven auch in den Folgejahren hoch. Während 1970 mehr als 75% der globalen Notenbankreserven in US-Dollar lagerten, beträgt dieser Anteil auch heute noch über 50%. Nächstwichtigste Währungen sind der Euro mit etwas über 20% und der japanische Yen mit leicht mehr als 5% Anteil an den globalen Reserven.

Globale Finanztransaktionen werden ebenfalls zu mehr als 50% in US-Dollar abgewickelt; der Euro stellt mit 25% die zweitwichtigste Währung dar, während die vormals wichtigste Währung – das britische Pfund – noch für rund 10% des Umsatzes verantwortlich zeichnet.

Der Schweizer Franken war ebenfalls Teil des Wechselkurssystems nach Bretton Woods. Zum Ende des Systems war der Franken mit einem Wechselkurs von 4.375 Franken pro US-Dollar fixiert. Mit dem Aufbrechen der Wechselkursbindung begann der Schweizer Franken gegenüber dem

US-Dollar stetig an Wert zuzulegen und erreichte im März 2008 erstmals die Parität – für einen Schweizer Franken bekam man nunmehr einen US-Dollar.

Mit der Einführung des Euro wurde 1999 die fortan zweitwichtigste Währung geschaffen. Trotz des Konstruktionsfehlers der europäischen Einheitswährung, der diese phasenweise stark unter Druck brachte, hat der US-Dollar in der Summe auch gegenüber dem Euro an Wert verloren.



Neben der geschichtlichen Dimension und der Funktion als globale Reservewährung gründet die Dominanz des US-Dollars auch weiter auf der wirtschaftlichen Potenz des grössten währungsintegrierten Wirtschaftsraumes. Gemessen an der globalen Wertschöpfung stellt die USA mit einem Anteil von über 24% den grössten Wirtschaftsraum dar, gefolgt von China mit rund 18%.

Betrachtet man die globalen Börsenkapitalisierungen, rangiert die USA klar auf dem ersten Platz mit einem Anteil von über 50%. Weiter werden wichtige Rohstoffe wie beispielsweise Öl exklusiv in US-Dollar gehandelt, was die Vormachtstellung der Valuta stärkt – wie auch die verbreitete Verwendung der Währung im illegalen Handel.

373%

So stark hat der Schweizer Franken seit dem Ende des Festwechsellkurssystems 1971 gegenüber dem US-Dollar an Wert gewonnen.

6'471 Mrd. USD

beträgt das gesamte Volumen an in USD gehaltener Reservewährung der Notenbanken per Ende 2022. Dies entspricht 54% der gesamten globalen Reservewährungen.

Mangels Alternativen die einzige Referenzwährung

Dass der US-Dollar seine Vormachtstellung auf absehbare Zeit verlieren könnte, wird nicht nur von US-kritischen Kommentatoren immer mal wieder ins Feld geführt. Tatsächlich gibt es eine Reihe von Gründen, welche die Dominanz der Währung in Frage stellen könnten:

Entwicklung der Wirtschaftsräume

Während die US-Wirtschaft 1960 knapp 40% zur globalen Wertschöpfung beitrug, ist dieser Anteil zwischenzeitlich auf unter 25% gesunken. Vor allem der Aufstieg Chinas und der absehbare Verlust der wirtschaftlichen Vormacht der USA können die Frage nach der weiteren Sinnhaftigkeit des US-Dollars als globale Referenzwährung aufkommen lassen.

US-Staatsfinanzen

Mit der Senkung der Kreditwürdigkeit der USA hat die Ratingagentur Standard & Poor's 2011 ein deutliches Zeichen gesetzt. Im Gegensatz zu Ländern wie Deutschland, Kanada oder auch der Schweiz besitzen die USA nicht mehr die höchste Kreditwürdigkeit, was vor allem auf die Entwicklung der Staatsfinanzen zurückzuführen ist. Inwiefern die durch diesen Staat herausgegebene Währung weiter einen globalen Anker darstellen soll – diese Frage kann gestellt werden.

Multipolarisierung der globalen Ordnung

Einhergehend mit dem Aufstieg anderer Weltregionen und dem relativen Bedeutungsverlust der USA wird auch der US-Dollar in seiner Stellung vermehrt hinterfragt. Dass die USA dabei ihre Währung wiederholt auch als Handelswaffe für Sanktionen und extraterritoriale Einflussnahmen einsetzen, leistet diesem Prozess zusätzlich Vorschub.



Bretton Woods (USA): Hier haben 44 Staaten im Jahr 1944 das Abkommen unterzeichnet.

Auch wenn diese Entwicklungen unbestritten sind und auch den Eindruck vermitteln könnten, der US-Dollar könnte seine Vormachtstellung einbüßen, so gibt es ein zentrales Gegenargument: Es fehlen die Alternativen.

Die Währung der nächstgrößeren Volkswirtschaft – der chinesische Renminbi – kommt gerade mal bei 3% der globalen Transaktionen zum Einsatz. Der Reservewährungsanteil hat zugenommen, beläuft sich allerdings nach wie vor auf unter 3%.

Auch der Euro, dem nach seiner Kreierung in Teilen das Potenzial zur Überwindung der Vormachtstellung des US-Dollars zugestanden wurde, hat in den letzten Jahren, aufgrund der mangelnden fiskalischen und politischen Integration, wieder an Bedeutung verloren. Der Reservewährungsanteil beträgt aktuell noch rund 20%.

Der chinesische Renminbi stellt die einzige Alternative zum US-Dollar als globale Referenzwährung dar. Nach wie vor liegt er allerdings in der Bedeutung weit hinter dem

US-Dollar zurück und auch die nach wie vor weitgehend geschlossenen Kapitalmärkte Chinas – wie auch politische sowie ideologische Differenzen und grundsätzliche Vorbehalte – sind in einem solchen möglichen Ablösungsprozess nicht förderlich. Der US-Dollar wird auf absehbare Zeit seine Vormachtstellung behalten.

Faktisch stellt der chinesische Renminbi die einzig valable Alternative zur globalen Referenzwährung USD dar.

Vor dem Hintergrund der ideologischen und politischen Differenzen wie auch der Organisation der Kapitalmärkte ist dennoch auf absehbare Zeit eine Ablösung des USD als wichtigste Währung nicht zu erwarten.





Das Vertrauen in eine Währung ist eine zentrale Komponente.

Christoph Boner
Chief Investment Officer

Was macht eine Währung überhaupt erst zu einer Währung?

Eine Währung stellt eine Form eines Zahlungsmittels dar. Ein Zahlungsmittel ist dabei nichts anderes als ein übertragbarer, einheitlicher und zahlbarer Werttrager. Bei Währungen üblich ist die Herausgabe durch einen staatlich geregelten Emittenten. Durch den ebenfalls gesetzlich geregelten Annahmezwang wird der Wert als Zahlungsmittel gewahleistet, auch wenn die Währung als solches keinen eigentlichen Wert (über den Materialwert hinaus) besitzen muss. In der Vergangenheit wurden Währungen oftmals an Gold gebunden, um so die Werthaltigkeit sicherzustellen und das Vertrauen in das Geldsystem zu stärken. Moderne Geldsysteme funktionieren heute allerdings meist ohne eine solche Bindung an ein Wertmetall.

Wieso stellt der US-Dollar im internationalen Kontext eine Form von Referenzwährung dar?

Die Relevanz des US-Dollars auf globaler Ebene ergibt sich aus verschiedenen Gründen. Zum einen stellen die USA den grössten wahrungshomogenen Wirtschaftsraum dar. Die Liquidität wie auch die Stabilität des US-Dollars tragen weiter dazu bei, dass viele Zentralbanken ihre Devisenreserven, die aus der Verwaltung der eigenen Währung entstehen (können), in US-Dollar halten.

Weiter und wiederum auch aufgrund der Grösse der US-Wirtschaft stellt der US-Dollar im internationalen Handel die wichtigste Währung dar. Insbesondere werden auch viele Rohwaren, wie beispielsweise Öl, vornehmlich in US-Dollar gehandelt.

Wie wurde der US-Dollar zur dominanten Währung?

Geschichtlich rührt die Relevanz des US-Dollars vom Bretton-Woods-System her. Dieses System fester Wechselkurse wurde 1944 mit dem Ziel der Schaffung einer stabilen internationalen Wirtschaftsordnung definiert. Dabei wurden die Währungen der teilnehmenden Länder an den US-Dollar gebunden, wobei dieser wiederum an Gold fixiert wurde. Auch nach dem Zusammenbruch des Systems in den 1970er-Jahren und der Loslösung des US-Dollars vom Goldpreis verblieb der US-Dollar im internationalen Wahrungsgefuge die zentrale Währung.

Wodurch ist die Vormachtstellung des US-Dollars bedroht?

Mit der Aufhebung der Goldpreisbindung wird das Vertrauen der Wirtschaftsteilnehmer in eine Währung zu einer zentralen Komponente. In diesem Zusammenhang ist die Organisation des Wahrungswesens – beispielsweise die Organisation der Notenbanken wie auch die allgemeine politische Stabilität

eines Landes – von zentraler Bedeutung. Ebenfalls relevant sind weitere Faktoren, wie die wirtschaftliche Stärke des entsprechenden Währungsraumes, die Steuerkraft wie auch die bestehende Verschuldung des Staates.

Grundsätzlich ändert sich die Relevanz von Währungen auch im Laufe der Zeit. So war bis zu Beginn des 20. Jahrhunderts das britische Pfund global die wichtigste Währung. Während mit der Schaffung der europäischen Einheitswährung Euro eine weitere relevante Währung entstanden ist, könnte der chinesische Renminbi aufgrund des wachsenden Wirtschaftsraumes ebenfalls deutlich an Relevanz gewinnen.

Was bestimmt den Wert einer Währung?

Mit Wegfall einer Bindung an einen realen Wert wie Gold bestimmt sich

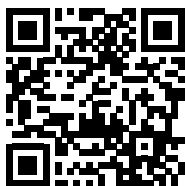
der Wert einer Währung aus Angebot und Nachfrage nach dieser. Das Angebot wird dabei durch die dedizierte (staatliche) Emissionsstelle bestimmt, während die Nachfrage insbesondere durch die wirtschaftliche Tätigkeit in einer Währung bestimmt wird. Kommt dieses Verhältnis von Angebot und Nachfrage aus dem Gleichgewicht, entsteht eine Inflation (das Geld erfährt eine Entwertung) oder eine Deflation (das Geld gewinnt an Wert). Der Zinssatz, festgelegt durch die Notenbanken als Emittenten des Geldes, bestimmt dabei zentral das Angebot (und die Nachfrage) nach Geld, womit die Geldmengensteuerung erfolgt. Unter Berücksichtigung der Umlaufgeschwindigkeit muss die Geldmenge in einem konstanten Verhältnis zum Waren- und Dienstleistungsumfang einer Wirtschaft stehen, um eine Wertstabilität sicherzustellen.

Privatbank IHAG Zürich AG
Bleicherweg 18
Postfach
8022 Zürich

Telefon +41 44 205 11 11

info@pbihag.ch
pbihag.ch

PDF-Download



Disclaimer: Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Werbe- und Informationszwecken des Empfängers und ist nicht zur Weitergabe an Dritte bestimmt. Es stellt keine Offerte, keine Einladung zur Offertstellung und keine Empfehlung dar und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit und Richtigkeit. Dieses Dokument stellt insbesondere keine Anlageberatung dar, berücksichtigt keine persönlichen Umstände des Empfängers und enthält keine Investitions-, Rechts- oder Steuerberatung, und es sollten keinesfalls Anlageentscheide alleine gestützt auf dieses Dokument gefällt werden. Bei Fragen steht Ihnen Ihre Kundenbetreuerin oder Ihr Kundenbetreuer gerne zur Verfügung, vor allem auch, wenn Sie spezifisches Informationsmaterial wie allfällige Prospekte und Basisinformationsblätter einzusehen wünschen. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen beruhen auf den gegenwärtigen Annahmen und Erwartungen, die ausserhalb des Einflussbereichs der Privatbank IHAG Zürich AG (nachfolgend «Bank» genannt) liegen und daher einer Vielzahl von Ungewissheiten unterliegen. Die tatsächlichen zukünftigen Ereignisse und Fakten können somit wesentlich von den getroffenen Annahmen und Erwartungen abweichen (sowohl negativ als auch positiv). Die Bank übernimmt keine Verpflichtung und beabsichtigt auch nicht, die in diesem Dokument gemachten zukunftsgerichteten Angaben zu aktualisieren, soweit solche vorhanden sind, oder bei einer anderen als der erwarteten Entwicklung zu korrigieren. Die Quellen, auf die sich dieses Dokument stützt, gelten zwar in der Regel als zuverlässig, die Bank lehnt aber jede Haftung oder Verantwortung für die Auswahl solcher Quellen ab. Ebenso ist jede Haftung oder Verantwortung für den Inhalt dieses Dokuments ausgeschlossen. Dieses Dokument richtet sich in erster Linie an Personen mit Domizil in der Schweiz und nicht an Personen mit Domizil im Ausland. Insbesondere richtet sich dieses Dokument keinesfalls an US-amerikanische, kanadische oder britische Bürger oder natürliche oder juristische Personen mit Wohnsitz oder Sitz in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada oder Grossbritannien, noch an Personen, die irgendwelchen Restriktionen (zum Beispiel aufgrund ihrer Nationalität oder ihres Wohnsitzes) bezüglich in diesem Dokument festgehaltener Informationen unterliegen.