

# Die Irrtümer über den Dollar

Eine antiquierte Vorstellung der Wirtschaft führt zu falschen Vorstellungen über die Weltreservewährung

PATRICK HERGER

In den letzten sechs Monaten ist der Dollarkurs um bis zu 10% zurückgegangen. Finanzprofis wie der Hedge-Fund-Magnat Ray Dalio sehen dies als Warnsignal; sie glauben, der Status des Dollar als Weltreservewährung sei in Gefahr. Wenn es um den Dollar als Weltreservewährung geht, sind jedoch die Argumente nicht immer stichhaltig, falsche Vorstellungen nicht ungewöhnlich. Insbesondere zwei Problemkreise geben Anlass zu Irrtümern.

## Irrtum 1: Vorteil Weltreserve

Der Vorteil, über die Weltreservewährung zu verfügen, liegt im politischen, nicht im ökonomischen Bereich; der Dollar ist ein sehr effizientes Machtinstrument. So halten sich europäische und auch schweizerische Unternehmen an von den USA verhängte Sanktionen, beispielsweise gegen Kuba oder Iran, aus Angst vor amerikanischen Drohungen, sie könnten den Zugang zum Dollar oder zu Dollar-Märkten verlieren.

Rein ökonomisch ist die Reservewährung für die USA allerdings kein Vorteil. Denn die Vereinigten Staaten müssen sich zwar nicht wie andere Länder um genügend grosse Devisenreserven kümmern. Trotzdem kostet der Dollar als Weltreservewährung in der Nettobetrachtung mehr, als er einbringt.

Um das zu erkennen, ist es hilfreich, sich mit einem Wirtschaftsmodell zu befassen, das unter dem Namen «Dutch disease» bekannt ist. Dieses Modell beschreibt den Umstand, dass eine scheinbar positive Wirtschaftsentwicklung, etwa die Entdeckung und anschließende Ausbeutung grosser Erdölreserven, die Wirtschaft eines Landes insgesamt schädigt. Dies geschieht über verschiedene Mechanismen, etwa über sich verschlechternde Wechselkurs- und Preisentwicklungen.

Schliesslich entsteht eine Wirtschaft, in der zwar ein Sektor (etwa die Ölproduktion) stark zugelegt hat, dies aber auf Kosten von anderen Sektoren im betreffenden Land, so dass unter dem Strich ein ökonomischer Nachteil resultiert. In den USA findet etwas Ähnliches statt. Allerdings handelt es sich bei dem scheinbar vorteilhaften, tatsächlich aber problematischen Gut nicht um Erdöl, sondern um den Dollar (oder auf Dollar lautende Assets wie US-Staatsanleihen). Die Parallelen zu Erdölstaaten sind bei näherem Hinsehen frappant.

In den Petro-Staaten ist es der Ölsektor, der auf Kosten des übrigen produzierenden Gewerbes überdimensionierte Ausmasse annimmt, in den USA ist es der Finanzsektor. Sowohl in Ölländern



Der Dollar ist ein effizientes politisches Machtinstrument der USA, kostet aber mehr, als er einbringt.

PAUL YEUNG / BLOOMBERG

als auch in den USA wird diese zentrale Branche vom Staat geschützt und gestützt; es entsteht eine schmale Schicht von Superreichen, die Polarisierung der Gesellschaft nimmt zu. Insgesamt überwiegen die ökonomischen Nachteile, die aufgrund eines begehrten Exportguts entstehen, fast immer die Vorteile. Das gilt auch für die USA und den Dollar.

## Irrtum 2: Die Leistungsbilanzen

Wenn manche Investoren über den Dollar als Weltreservewährung nachdenken, tun sie das unter einer konventionellen, handelsfokussierten Sichtweise. Die heutige Welt zeichnet sich jedoch durch eine starke Finanzialisierung aus. Es sind nicht die Devisenströme aus dem Handel mit internationalen Partnern, welche die Wirtschaft dominieren, sondern die in Finanzkontrakten verbrieften Zahlungsverprechen. Mit anderen Worten: Die reale Wirtschaft ist zweitrangig geworden, sie ist nicht mehr der bestimmende Faktor; das sind die Finanzmärkte.

Dementsprechend werden etwa die Wechselkurse nicht durch Handelsaktivitäten bestimmt, sondern durch die (viel grössere) Sphäre der Finanzkontrakte. Investoren sollten daher eine Sichtweise entwickeln, welche die Finanzperspektive ins Zentrum rückt.

Dann tauchen auf ihrem Radar die vielen auf Dollar lautenden Verbindlichkeiten auf. Diese Verbindlichkeiten werden von Regierungen aus aller Welt sowie nichtamerikanischen Finanzinstituten und Unternehmen ausgegeben – und sogar von supranationalen Organisationen. Selbst die USA können die daraus resultierende Dollar-Nachfrage nicht durch Handelsbilanzdefizite befriedigen, und seien diese noch so gross.

Vor 13 Jahren zeigten sich für Deutschland die Folgen der Finanzialisierung in dramatischer Weise. Im Jahr 2007 erzielte die BRD dank ihren Exporteuren einen Leistungsbilanzüberschuss mit den USA von 5 Mrd. \$ pro Monat. Sollte es im deutschen Wirtschaftssystem einen Bereich geben, dem es an Dollar-Liquidität mangelt, könne sich dieser Bereich ja leicht bei Export-Champions wie Mercedes, BMW oder VW mit Dollar versorgen, glaubten nicht wenige.

Das war ein gewaltiger Irrtum, wie sich herausstellte. Auf der einen Seite standen 5 Mrd. \$ an Handelsbilanzüberschüssen mit den USA zu Buche. Auf der anderen Seite hatte der deutsche Bankensektor die Risiken seiner Geschäfte falsch eingeschätzt und suchte mit Beginn der Krise verzweifelt nach Dollar-Liquidität. Die deutschen Banken brauchten nicht 5 Mrd. \$, auch nicht 50 Mrd. \$. Sie brauchten 2 Bio. \$

an kurzfristig verfügbarem Kapital – eine Summe, die alle Zahlungsströme aus deutschen Handelsaktivitäten zwerghaft erscheinen lässt.

Die US-Zentralbank Federal Reserve warf den Ländern mit Dollar-Problemen schliesslich eine Rettungsleine zu in Form sogenannter Central Bank Liquidity Swap Lines (CBLs). Dafür bildete sie mit vier weiteren Zentralbanken, darunter die Schweizerische Nationalbank (SNB), einen Verbund, welcher der Welt bei Bedarf Dollar zur Verfügung stellt. Das tun die USA nicht unbedingt aus Altruismus.

Aber die Summe der auf Dollar lautenden Zahlungsverprechen übersteigt die aus der Realwirtschaft resultierenden grenzüberschreitenden Zahlungsströme in einem solchen Masse, dass es ohne staatliche Hilfestellungen zu häufigen Krisen und Crashes käme, was auch die USA in Mitleidenschaft ziehen würde. Deswegen ist der Verbund der fünf Zentralbanken eine ständige Einrichtung geworden, die bis heute die Welt über CBLs mit Dollar versorgt.

## Der Yuan als Reservewährung

Aus dem Gesagten ergibt sich, dass ein oft gehörtes Argument falsch ist. Es lautet, dass der chinesische Yuan kaum je eine wichtige Reservewährung werden könne, weil China niemals genügend

grosse Handels- und Leistungsbilanzdefizite zulassen werde, um den Rest der Welt mit seiner Währung zu versorgen.

Aber Handelsgeschäfte sind de facto irrelevant, wenn die Reservewährung dem Rest der Welt über andere Kanäle zur Verfügung gestellt wird, etwa mittels CBLs. Dann verträgt sich der Handelsbilanzüberschuss eines Landes sehr wohl mit dem Anspruch, eine Alternative zum Dollar als Weltreservewährung zu bieten. Und Peking arbeitet auf dieses Ziel hin. Zwischen Januar 2009 und März 2020 unterzeichnete China mit insgesamt 33 anderen Regierungen Devisen-Swap-Abkommen – mehr als jedes andere Land (die USA schlossen in dieser Zeit 14 Abkommen ab).

Laut einer HSBC-Studie geht deswegen eine Mehrheit von für Devisenreserven verantwortlichen Zentralbank-Managern davon aus, dass der Yuan bis in zehn Jahren 10 bis 20% der globalen Reserven ausmacht. Derzeit liegt der Wert bei knapp 2% (Euro und Yen machen etwa 20% bzw. 5% der globalen Reserven aus).

## Die Zukunftsaussichten

Der Aufstieg des Yuan ist allerdings nicht notwendigerweise mit einem entsprechenden Bedeutungsverlust des Dollars verbunden. So werden 60% der weltweiten Währungsreserven in Dollar gehalten, aber bei Devisen-Swaps und Devisen-Forward-Kontrakten beträgt sein Anteil 90%. Ein Grund für diese Dominanz liegt in dem Umstand, dass die europäischen Bond-Märkte erhebliche Defizite aufweisen. Dies wiederum liegt daran, dass der europäische Währungsraum falsch konstruiert wurde und die mächtigsten Euro-Länder eine von moralisch-ideologischen Vorstellungen geprägte Wirtschaftspolitik verfolgen.

Und hier liegt eine Gefahr für den Euro. Der Anreiz, für immer mehr Projekte auf eine Dollar-Finanzierung auszuweichen, dürfte für die europäischen Peripherieländer aufgrund der ökonomischen und politischen Realitäten zunehmen. In ähnlicher Weise dürfte für viele Länder der globalen Peripherie der Anreiz gross sein, den Yuan als Finanzierungswährung zu wählen und nicht den Dollar, sobald diese Möglichkeit besteht.

Es ist daher nicht unwahrscheinlich, dass der Dollar einen etwaigen Bedeutungsverlust infolge des Aufstiegs des Yuan grösstenteils kompensiert, indem er sich als Schattenwährung in der Euro-Zone ausbreitet. Aus dieser Perspektive sind die mittel- und langfristigen Aussichten für den Dollar als Weltreservewährung neutral, für den Yuan gut, für den Euro schlecht.

# Globalance World sorgt für mehr Durchblick im Portfolio

Viele Informationen zu Aktienanlagen sind wichtig, aber nicht leicht zugänglich. Ein neues Online-Tool schafft Abhilfe

MICHAEL SCHÄFER

Manchmal sind es die grossen Hunde, die laut bellen, und die kleinen, die beissen. In diesem Sinn ziemlich kräftig zugebissen hat nun die in Zürich ansässige Globalance Bank. Das im Vergleich zu einer Credit Suisse oder einer UBS winzige Institut hat am Montag eine Neuerung vorgestellt, mit der es in Sachen Transparenz von Geldanlagen den Grossen einiges voraushat.

## Nichtfinanzielle Daten wichtig

Bei der auch für Nichtkunden zugänglichen Online-Applikation Globalance World geht es weniger um traditionelle Bewertungs- und Risikokennzahlen wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis, die Dividendenrendite oder die Volatilität. Stattdessen lassen sich dort für etliche Aktienindizes und 6000 Einzeltitel wichtige nichtfinanzielle Informationen einsehen. Sie sind auch grafisch veranschaulicht.

Wichtig sind diese Informationen für Anleger unter anderem deshalb, weil sie stärker zukunftsgerichtet sind als klassische finanzielle Daten. Das gilt vorab für den Anteil des Umsatzes, den ein Unternehmen mit sogenannten Megatrends erzielt. Zu diesen Themen, deren Bedeutung erwartungsgemäss zunehmen wird, zählen etwa die Urbanisierung, die Digitalisierung oder die Ressourcenknappheit.

Angesichts des drängenden Problems der Klimaerwärmung und der damit verbundenen Dringlichkeit, fossile Energieträger möglichst rasch durch erneuerbare Energien zu ersetzen, ist es nicht minder wichtig, wie stark ein Unternehmen zur Klimaerwärmung beiträgt. Anders als viele Mitbewerber berücksichtigt Globalance dabei nicht nur die Emissionen, die eine Gesellschaft selbst generiert oder die sie durch bezogene Energie verantwortet (Scope 1 und 2), sondern auch jene, die durch Vorleistungen und den Einsatz der Endprodukte entstehen (Scope 3).

Möglich machen das die Daten der ebenfalls in Zürich ansässigen und inzwischen vom Indexanbieter MSCI übernommenen Firma Carbon Delta. Am Beispiel eines Herstellers von Autos mit Verbrennungsmotor zeigt sich schnell, dass die Klimabilanz deutlich schlechter ausfällt, wenn auch die gefahrenen Kilometer in die Rechnung einfließen.

Genau diese umfassende Sichtweise ist aber entscheidend, wenn man die Risiken für den Aktienkurs eines Automobilherstellers beurteilen will, die mit der möglichen Einführung einer CO<sub>2</sub>-Lenkungsabgabe oder -Steuer verbunden sind. Gleiches gilt für die Chancen, die anderswo durch eine solche Massnahme entstünden.

Abgerundet wird das Bild durch den «Globalance Footprint», der messen soll, inwiefern ein Unternehmen zum wirtschaftlichen Wohlstand, der Zukunftsfähigkeit der Gesellschaft und zum Erhalt der natürlichen Lebensgrundlagen

beiträgt. Dahinter verbergen sich zahlreiche Aspekte wie die im Unternehmen herrschenden Arbeitsbedingungen, der von ihm verfolgte Grad der Steueroptimierung oder der Umgang mit der knappen Ressource Wasser, die zumindest mittelbar kursrelevant sind.

## Künftige Renditen nicht ableiten

Bei der Globalance Bank ist man sich bewusst, dass es keine direkte Verbindung zwischen den genannten Grössen und der künftigen Entwicklung des Aktienkurses eines Unternehmens gibt. Beispielsweise hat sich der Kurs der BYD-Aktien in diesem Jahr vervierfacht, obwohl die Welt auf eine Klimaerwärmung um fast 7 Grad bis 2100 zusteuern würde, wenn alle Firmen so wirtschaften würden wie der chinesische Hersteller von wiederaufladbaren Batterien.

Stattdessen soll das von Globalance als «Google Earth für das Portfolio» be-

zeichnete Tool in erster Linie die Transparenz der Investitionen erhöhen und den Anstoss geben, Dinge stärker zu hinterfragen. So wäre es etwa spannend zu erfahren, wie es das amerikanische Forstunternehmen Weyerhaeuser – das sich auf seiner Website als äusserst ökologisch darstellt – «schafft», innerhalb des S&P-500-Indexes mit einem Erwärmungspfad von 9,9 Grad den schlechtesten Wert aufzuweisen.

Unter dem Strich kommt es aber in erster Linie nicht auf den einzelnen Titel an, sondern auf die Anlagen in der Gesamtheit. Nützlich erscheint vor diesem Hintergrund die Möglichkeit, zwei Portfolios oder Indizes miteinander zu vergleichen oder die Entwicklung verschiedener Grössen über die Zeit verfolgen zu können. Schon jetzt darf man auf die Weiterentwicklungen von Globalance World und die Reaktionen der Mitbewerber gespannt sein. Die Reise dürfte noch lange nicht zu Ende sein. Und es ist gut, dass sie jetzt begonnen hat.