



Weltmacht US-Dollar

- Die Weltleitwährung US-Dollar hat in den vergangenen Monaten von Politikern viel Kritik einstecken müssen. Zunächst waren es vor allem Stimmen aus Schwellenländern wie Iran, Türkei, Russland oder China. Mittlerweile gehören aber auch Vertreter der Industriestaaten wie z.B. der EU-Kommissionspräsident Jean Claude Juncker dazu.
- Es scheint, als habe der US-Dollar einen Vertrauensverlust erlitten oder sei gar auf dem Weg, seine Weltmachtstellung zu verlieren.
- Die Verwendung des US-Dollar im internationalen Finanzsystem gegenwärtig und in den vergangenen Jahren belegt seine Weltmachtstellung. Ein Ende davon ist nicht in Sicht.
- Es gibt nach wie vor keine Alternative zum US-Dollar als Weltleitwährung. In der Weltwirtschaft sind zwar mit China und der EU zwei weitere große Blöcke vorhanden, aber selbst eine Dreiteilung mit gleicher Bedeutung dieser Wirtschaftsräume an den internationalen Devisenmärkten ist nicht zu erkennen.
- In den nächsten zehn Jahren könnte die starke wirtschaftliche Entwicklung in China dazu führen, dass aus der bisherigen Zweiteilung der internationalen Währungsmärkte mit dem US-Dollar als Nummer 1 und dem Euro als Nummer 2 eine Dreiteilung mit klarer Rangfolge wird: 1. US-Dollar 2. Euro 3. Renminbi.

US-Dollar in der Kritik

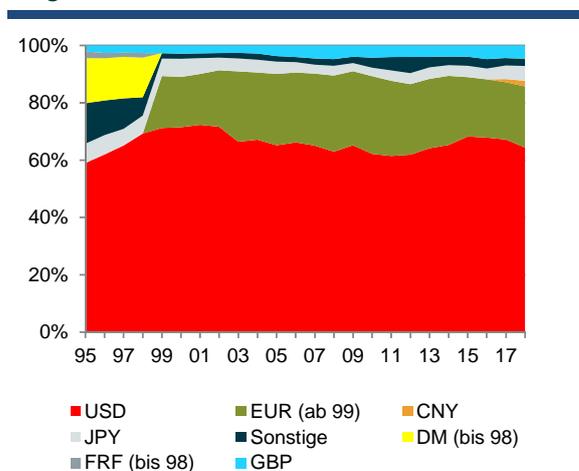
Das Missfallen am Status des US-Dollar als Weltleitwährung ist in den vergangenen Jahren verstärkt zum Ausdruck gebracht worden. Dabei kam die Kritik vor allem von Politikern aus Schwellenländern wie China, Russland, Iran oder der Türkei. Insbesondere vor dem Hintergrund der kontroversen Wirtschaftspolitik von US-Präsident Donald Trump gibt es mittlerweile auch Politiker aus den Industrieländern, die die Dominanz des US-Dollar kritisieren. Die Kritik betrifft vor allem die politischen und wirtschaftlichen Einflussmöglichkeiten der USA, die der Status der Weltleitwährung mit sich bringt.

Die steigende US-Staatsverschuldung und die fehlenden Ansätze von Präsident Trump diese zu reduzieren, stehen zwar nicht im Mittelpunkt der Unzufriedenheit, werden aber aufmerksam beobachtet.

Geht die Kritik am US-Dollar und seiner Vormachtstellung Hand in Hand mit einem Vertrauensverlust in die US-Währung, oder steht sogar die Ablösung als Weltleitwährung bevor?

Entgegen der lautstarken Kritik lässt sich ein Vertrauensverlust in den US-Dollar nicht feststellen. Einer der

Abb.1: Zusammensetzung der globalen Währungsreserven*



*USD = US-Dollar, EUR = Euro, CNY = chinesischer Renminbi-Yuan; DM = Deutsche Mark, FRF = Französischer Franc, GBP =ritisches Pfund, JPY = japanischer Yen.

Quellen: IWF, DekaBank.

Abb.2: EUR-USD Wechselkurs



Quellen: Bloomberg, DekaBank. Prognose DekaBank



wichtigsten Maßstäbe für das internationale Vertrauen in einzelne Währungen sind die Weltwährungsreserven. Mit einem Volumen von 11,4 Billionen US-Dollar stellen sie eine ernstzunehmende Größe im internationalen Finanzsystem dar. Die höchsten Währungsreserven besitzt China. Mehr als 60 % der Währungsreserven liegen in den Schwellenländern. Der US-Dollar ist die unangefochtene Nummer 1 bei den internationalen Reserven. Die Datenbank des Internationalen Währungsfonds (IWF) zur Zusammensetzung der Währungsreserven startet im Jahr 1995 (siehe Abbildung 1). Zu diesem Zeitpunkt betrug der US-Dollaranteil 59 %. Die Nummer 2 war damals die Deutsche Mark mit 15,8 %. Die jüngsten Daten des IWF liegen für das dritte Quartal 2018 vor und weisen einen Anstieg des US-Dollaranteils auf 61,9 % aus. Die neue Nummer 2 ist der Euro mit 20,4 %, gefolgt vom japanischen Yen mit 4,9 %. Auch wenn China in den vergangenen zwanzig Jahren zu einer Weltwirtschaftsmacht aufgestiegen ist, spielt die chinesische Währung nur eine untergeordnete Rolle. Sie hat einen Anteil an den internationalen Währungsreserven von nur 1,8%.

Die europäische Einheitswährung hat sich seit ihrer Einführung im Jahr 1999 als die zweite Wahl im internationalen Finanzsystem erfolgreich etabliert. Der Euro hat es allerdings nicht geschafft, einen höheren Anteil bei den internationalen Reserven zu erreichen, als die Einzelwährungen der heutigen EWU-Staaten zusammengenommen. Diese kamen 1995, vor allem getragen von der D-Mark und dem französischen Franc, ebenfalls auf etwas mehr als 20 %. Der starke Anstieg der Währungsreserven seit 1995 von 1,6 auf 11,4 Billionen ist vor allem auf die Schwellenländer zurückzuführen, deren Kritik am US-Dollar in der Vergangenheit besonders stark war. Diese Länder haben, wie die Zahlen des IWF zeigen, in erster Linie Reserven in US-Dollar aufgebaut.

Kein Vertrauensverlust erkennbar

Der US-Dollar ist auch mit Abstand die Nummer 1 bei der internationalen Verschuldung. Sein Anteil hat sich bei internationalen Anleihen nach Angaben der Europäischen Zentralbank (EZB) seit 1999 sogar von 50 % auf über 60 % erhöht. Die EZB betrachtet dabei in der engen Abgrenzung Anleihen, die nicht in der Währung des Heimatlandes eines Emittenten begeben werden. Die zweitwichtigste Verschuldungswährung ist der Euro mit 23,4 % und der chinesische Renminbi liegt weit abgeschlagen bei weniger als 1 %. Auch an den weltweiten Devisenmärkten ist kein Vertrauensverlust in die Währung der USA zu erkennen. Der US-Dollar ist dort mit großem Abstand die wichtigste Währung. Nach An-

gaben der EZB war der US-Dollar im Januar 2018 an 91 % aller Devisengeschäfte beteiligt und auch beim täglichen Handelsvolumen ist der US-Dollar die dominante Größe.

Der lange Weg des US-Dollar zur Weltmacht

Es war ein steiniger und mühsamer Weg für den US-Dollar zur Weltmacht und seine Geschichte zeigt, wie schwierig es andere Währungen haben werden, eine neue Weltmachtstellung im internationalen Finanzsystem zu erobern. Die US-amerikanische Währung hat mehr als hundert Jahre benötigt, um das britische Pfund als Weltleitwährung abzulösen. Die wichtigste Vorbedingung, um zu einer Weltleitwährung aufzusteigen, ist eine außerordentliche weltwirtschaftliche Relevanz. So wie es das britische Königreich Anfang des 19. Jahrhunderts innehatte. Sowohl $\frac{1}{4}$ der Weltbevölkerung als auch $\frac{1}{4}$ der Erde gehörten zum britischen Weltreich. Im Zuge der Entstehung dieses Weltreichs entwickelte sich London zum globalen Finanzzentrum und das britische Pfund wurde zur wichtigsten Währung für internationale Finanzierungen und zur Weltleitwährung. Dementsprechend wurde auch Öl in der britischen Währung gehandelt.

Das Ende der Dominanz des britischen Pfunds ist im Wesentlichen auf zwei Entwicklungen zurückzuführen: den wirtschaftlichen Aufstieg der USA und den Zerfall des britischen Weltreiches. Die USA waren 1820 eine junge Nation und wirtschaftlich keine bedeutende Größe in der Welt, während das Vereinigte Königreich eine Weltwirtschaftsmacht darstellte. In der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts setzte ein enormer Aufholprozess ein und in den hundert Jahren von 1850 bis 1950 wurde das wirtschaftliche Verhältnis zwischen den USA und dem Vereinigten Königreich auf den Kopf gestellt. Nach dem zweiten Weltkrieg waren die USA die weltweit führende Wirtschaftsnation. Die Wirtschaftsleistung der USA betrug nun ein Vielfaches der des Vereinigten Königreichs. Schätzungen gehen von bis zu dem Vierfachen aus. Gleichzeitig setzte bereits nach dem ersten Weltkrieg durch Unabhängigkeitsbestrebungen in den Kolonien der Zerfall des britischen Weltreichs ein. Dies wurde noch verstärkt durch die enormen Kosten für das Vereinigte Königreich durch die zwei Weltkriege. Nach dem zweiten Weltkrieg ging schließlich auch der Öl-Handel von britischen Pfund über in US-Dollar.

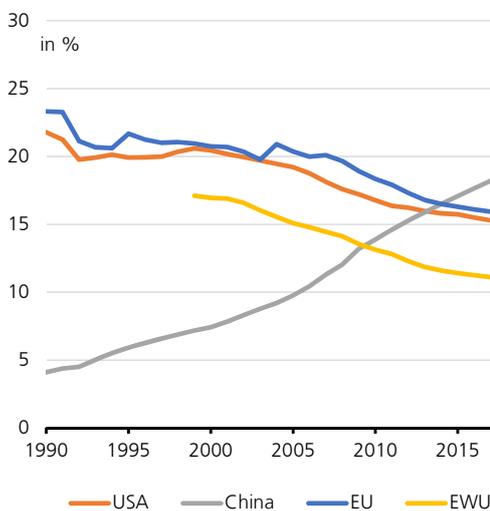
Das Vereinigte Königreich hat bis heute tiefe Spuren im Weltfinanzsystem hinterlassen. London ist ein wichtiges internationales Finanzzentrum und das britische Pfund

gehört mit einem Anteil von 4,5 % an den Weltwährungsreserven zu den führenden fünf Währungen.

Mögliche Konkurrenten

Die Suche nach Konkurrenten für den US-Dollar um die Weltherrschaft ist gegenwärtig einfach. Denn die Vorbedingung einer außerordentlichen weltwirtschaftlichen Relevanz erfüllen nur zwei weitere Wirtschaftsräume: die Europäische Union (EU) und die Volksrepublik China.

Abb. 3: Anteile am Welt-Bruttoinlandsprodukt



Quellen: Internationaler Währungsfonds, DekaBank.

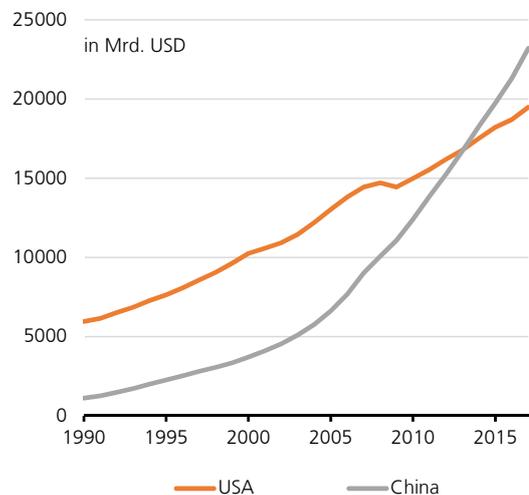
Zusammen erreichen die EU, China und die USA einen Anteil am Welt-Bruttoinlandsprodukt von knapp 50% (siehe Abbildung 3). Die restlichen 50% verteilen sich auf mehr als 180 Länder.

EU: Die Europäische Union hat zwar einen vergleichbaren Anteil an der Weltwirtschaft wie die USA. Die einheitliche Währung der EU umfasst jedoch nur etwa 70 Prozent des europäischen Binnenmarktes. Der Euro ist damit die Einheitswährung eines EU-Ausschnitts. Er hat sich erfolgreich als Nummer 2 in der Welt etabliert. Ein Kandidat, um aus eigener Kraft zur Weltleitwährung aufzusteigen, ist der Euro derzeit aber nicht, denn die europäischen Wachstumsperspektiven sind nicht dazu angetan, die USA über die nächsten Jahrzehnte abzuholen, wie es die USA mit dem Vereinigen Königreich getan haben, um das britische Pfund als Weltleitwährung abzulösen, sind nicht vorhanden. Ein europäischer Ansatz, den Abstand zum US-Dollar zu verringern, wäre die Einführung des Euro in der gesamten EU bei einer gleichzeitig politischen und wirtschaftlichen Integration. Ein europäischer Konkurrent für den US-Dollar um die Weltmacht entstünde aber erst dann, wenn sich Russ-

land diesen „Vereinigten Staaten von Europa“ anschließen würde, denn die geopolitische Bedeutung eines solch großen Währungsraums wäre sehr hoch und der Machthebel, den Euro-Einfluss zu vergrößern, enorm. Das ist aber eine rein theoretische Betrachtung. Denn die Realität sieht anders aus. Die EWU ist nicht dabei, sich nennenswert zu vergrößern, noch dazu sind die Kapitalmärkte im Euroraum geringer entwickelt als in den USA. Darüber hinaus ist innerhalb der EWU die Missachtung der Stabilitätsregeln durch Italien eine Gefahr für den nachhaltigen Zusammenhalt des Euroraums.

China: Neben der EU gibt es nur noch China, das die Vorbedingung einer außerordentlichen weltwirtschaftlichen Relevanz besitzt, um als Konkurrent der USA an den Devisenmärkten in Frage zu kommen. Die chinesische Wirtschaft hat einen enormen Aufholprozess durchgemacht (siehe Abbildung 4). Vor knapp 30 Jahren war das US-BIP noch fünfmal größer als das chinesische BIP. Mittlerweile hat China in der kaufkraftgewichteten Abgrenzung des IWF die USA um knapp vier Billionen US-Dollar abgehängt und liegt damit global auf dem ersten Platz. Die USA benötigten, nachdem sie das Vereinigte Königreich wirtschaftlich eingeholt hatten, allerdings weitere 50 Jahre, um die Stellung der Weltleitwährung zu übernehmen. Der Blick auf den heutigen Stand der internationalen Rolle der chinesischen Währung, z.B. bei den Währungsreserven, der internationalen Finanzierung oder auch den Handelsvolumina an den Devisenmärkten zeigt, dass China gegenwärtig

Abb. 4: Chinas Aufholprozess - Bruttoinlandsprodukt (kaufkraftbereinigter Vergleich)



Quellen: Internationaler Währungsfonds, DekaBank.



nicht in der Lage ist, den Führungsanspruch der USA an den Finanzmärkten zu gefährden. Gleichwohl geht mit dem höheren wirtschaftlichen Gewicht Chinas auch eine stärkere Verwendung der chinesischen Währung einher. Der Wachstumsvorteil Chinas gegenüber den USA und der EWU dürfte über die kommenden 20 Jahre zwar kleiner werden, aber bestehen bleiben. Daher ist auch mit einer höheren Bedeutung des Renminbi zu rechnen. Eine einseitige Belastung des US-Dollar dadurch ist allerdings unrealistisch. Der Euro dürfte davon ebenso betroffen sein.

Aufstieg chinesischer Währung kein Automatismus

Es gibt hohe Hürden auf dem Weg zu einer größeren Akzeptanz der chinesischen Währung in der Weltwirtschaft. Dies ist der weite Abstand der kommunistischen Volksrepublik China zu den USA oder auch westeuropäischen Ländern wie Deutschland bei der Finanzmarktentwicklung und bei politischen sowie wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Die Weltbank stellt in diesem Zusammenhang wichtige Kennzahlen zur Verfügung. Dazu gehören u.a. regulatorische Qualität, Rechtsstaatlichkeit, Durchsetzbarkeit von Eigentumsrechten und Verträgen, demokratische Entwicklung, Effektivität der Regierung, politische Stabilität oder Korruptionskontrolle.

Für die chinesische Währung stellt sich gegenwärtig nicht die Frage, zur Weltleitwährung aufzusteigen, sondern sich grundsätzlich stärker im Weltfinanzsystem zu verankern und sich als Nummer 3 hinter dem Euro zu etablieren.

US-Dollar Abschwächung kein Vertrauensverlust

Über die nächsten Jahre ist mit einem schwächeren US-Dollar gegenüber dem Euro zu rechnen (Abbildung 2). Aber der schwächere US-Dollar ist nicht auf erhöhte Zweifel an seinem Status als Weltleitwährung zurückzuführen, sondern auf die unterschiedliche Position der USA und dem Euroraum im Konjunkturzyklus und der damit verbundenen unterschiedlichen Geldpolitik sowie der erwarteten Zinsunterschiede an den Kapitalmärkten. Während die USA nach der Weltfinanzkrise bereits 2010 wieder einen nachhaltigen Wachstumspfad einschlugen, geriet die EWU in den Jahren 2012/13 in die Schuldenkrise und eine zweite Rezession. Damit haben die USA ungefähr drei Jahre Vorsprung im Konjunkturzyklus. Dies gab der US-Notenbank die Möglichkeit, Ende 2015, knapp sechs Jahre nach dem Ende der US-Rezession, die Leitzinswende zu vollziehen. Im Euroraum, wie in den USA sechs Jahre nach dem Ende der Rezession, markiert das Ende Nettoanleihekäufe durch die EZB den Anfang vom Ausstieg aus der ultra-lockeren

Geldpolitik und im nächsten Jahr dürfte die Leitzinswende folgen.

Ein Problem für den US-Dollar könnte allerdings auftauchen, wenn die US-Finanzpolitik weiterhin einen derart deutlichen Kurs in die Verschuldung hinein steuert wie gegenwärtig. Die auch in den USA demografisch bedingt steigenden Sozialausgaben, verbunden mit hohen Verteidigungslasten bei gleichzeitiger politischer Unmöglichkeit, höhere Steuern durchzusetzen, können auch dem Vertrauen in die Währung Schaden zufügen. Dies wäre jedoch eine Entwicklung über viele Jahre hinweg.

Fazit

Entgegen der vielgeäußerten Kritik an der Weltmachtstellung des US-Dollar steht weder die Ablösung des US-Dollar als Weltleitwährung bevor, noch ist ein Vertrauensverlust in die US-amerikanische Währung an den internationalen Finanzmärkten erkennbar. Der US-Dollar ist die unangefochtene Nummer 1. Der Euroraum ist zu klein und die EU ohne einheitliche Währung sowie Regierung, um dem US-Dollar seinen Führungsanspruch streitig machen zu können. Darüber hinaus ist der Brexit eine große substantielle Schwächung der EU.

China, die dritte Säule der Weltwirtschaft, besitzt im Gegensatz zum hohen Anteil am Welt-Bruttoinlandsprodukt, derzeit nur eine untergeordnete Rolle im internationalen Währungssystem. Mit dem Fortschreiten des wirtschaftlichen Aufholprozesses in China gegenüber den Industrieländern wird zwangsläufig die Bedeutung des Renminbi zunehmen. Der nächste Schritt dürfte für die chinesische Währung in den kommenden Jahren sein, Platz 3 in der internationalen Rangfolge zu erreichen.

Tripolare Welt mit klarer Rangordnung

Über die nächsten zehn Jahre steht nicht die Ablösung des US-Dollar an, sondern vielmehr die Entwicklung hin zu einer tripolaren internationalen Währungsordnung mit einer klaren Rangfolge: 1. US-Dollar 2. Euro 3. Renminbi. Dies wäre bereits ein großer Erfolg für China. Dafür gibt es aber keinen Automatismus und China wird große Anstrengungen unternehmen müssen, um dies zu erreichen. Denn es bedarf nicht nur des wirtschaftlichen Aufholens, sondern auch eines Aufholens in den Bereichen Finanzmärkte, regulatorische Qualität, Rechtsstaatlichkeit (u.a. Respektierung und Anerkennung von Eigentumsrechten, Durchsetzbarkeit von Verträgen) demokratische Entwicklung, Effektivität der Regierung, politische Stabilität oder Korruptionskontrolle.



Die Ablösung des britischen Pfunds als Weltleitwährung durch den US-Dollar war nicht nur mit dem enormen Aufstieg der USA verbunden, sondern auch mit dem Absturz des Vereinigten Königreiches vom Weltreich

zum Durchschnittsland. Ein vergleichbarer Niedergang der USA ist in den Wachstumsperspektiven nicht erkennbar.

Autor:

Dr. Christian Melzer
Tel.: (069) 7147-2851
christian.melzer@deka.de

Impressum: <https://deka.de/deka-gruppe/impressum>

Rechtliche Hinweise:

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht, noch ersetzen sie eine (Rechts- und / oder Steuer) Beratung; auch die Übersendung dieser stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen (teilweise) aus von uns nicht überprüf-baren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die Darstellungen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.

Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse / Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse / Preise.

Makro Research
Volkswirtschaft Spezial

Ausgabe 2/2019 – Mittwoch, 13. März 2019

