

Ohne den Dollar auskommen

Pessimismus war früher etwas für Währungsspieler; jetzt warnt sogar Goldman Sachs, dass der Dollar den Weg des Pfunds gehen wird

von David P. Goldman 13. April 2022

NEW YORK - Die schwindelerregende Summe von 18 Billionen US-Dollar - fast so viel wie das Bruttoinlandsprodukt (BIP) eines Jahres - ist der Betrag, den die Vereinigten Staaten seit der großen Finanzkrise von 2008 von Ausländern eingenommen haben.

Die Vorstellung, dass die Vorherrschaft des Dollars in der Weltfinanzwelt zu Ende gehen könnte, war noch vor fünf Jahren eine Randerscheinung, als Amerikas Nettoauslandsvermögen gerade einmal 8 Billionen US-Dollar betrug. Heute liest man in Forschungsberichten von Goldman Sachs und Credit Suisse Prognosen über das Ende der Dollar-Ära.

Washingtons Beschlagnahme der russischen Devisenreserven scheint angesichts der enormen und zunehmenden Abhängigkeit Amerikas von ausländischen Krediten eine selbstzerstörerische Maßnahme zu sein.

Paradoxiereise liegt die Stärke der USA in ihrer Schwäche: Ein plötzliches Ende der führenden Rolle des Dollars im Weltfinanzwesen hätte verheerende Folgen für die US-Wirtschaft wie auch für die Volkswirtschaften ihrer Handelspartner.

Zusätzlich zu den ausländischen Nettoinvestitionen in den USA in Höhe von 18 Billionen Dollar halten Ausländer etwa 16 Billionen Dollar in Bankeinlagen im Ausland, um internationale Transaktionen zu finanzieren. Das sind 34 Billionen Dollar Auslandsfinanzierung bei einem US-BIP von nicht ganz 23 Billionen Dollar. Ausländer sind auch stark in den US-Aktien- und Immobilienmärkten engagiert.

Niemand - am allerwenigsten China mit seinen 3 Billionen Dollar an Reserven - will einen Ansturm auf den Dollar und Dollaranlagen. Aber die Zentralbanken der Welt bauen ihr Dollar-Engagement vorsichtig, aber stetig ab.

Das Rinnsal der Diversifizierung aus dem Dollar könnte sich in eine Flut verwandeln. Was der Internationale Währungsfonds am 22. März als "die schleichende Erosion der Dollar-Dominanz" bezeichnete, deutet auf einen nicht ganz so schleichenden Ausstieg aus dem Dollar hin. Im Gegensatz zu Nebukadnezars Handschrift an der Wand können die Wahrsager des Königs die Botschaft klar und deutlich lesen.

So hat die russische Zentralbank den Anteil des US-Dollars an ihren Reserven von 21 % vor einem Jahr auf nur noch 11 % im Januar gesenkt, während der Anteil des RMB von 13 % vor einem Jahr auf 17 % gestiegen ist. Die russische Zentralbank hat in den letzten Jahren auch mehr Gold gekauft als jede andere Institution.

Mit einem Anteil von nur 8 % am weltweiten Exportvolumen gegenüber 15 % in China spiegelt die Reserveposition des US-Dollars nicht mehr die Stärke der amerikanischen Wirtschaft wider. Sie ergibt sich perverserweise aus dem Wunsch des Rests der Welt, zu sparen.

Die Bevölkerung in den Ländern mit hohem Einkommen altert schnell. Im Jahr 2001 waren 28 % der Menschen in diesen Ländern 50 Jahre oder älter; im Jahr 2040 wird dieser Anteil 45 % erreichen. Die alternden Bevölkerungen sparen für den Ruhestand. Die Deutschen und Japaner sparen fast 30 % des BIP, die Chinesen 44 %; die Amerikaner sparen nur 18 % des BIP.

In den letzten 15 Jahren haben die amerikanischen Verbraucher jedes Jahr etwa eine Billion Dollar mehr für Waren ausgegeben, als sie durch amerikanische Exporte einbrachten.

Der durch Importe ausgelöste Konsumboom und die Verfügbarkeit von billiger Elektronik aus China und anderen asiatischen Exporteuren führten zu einem Boom im Bereich der digitalen Unterhaltung, der die Aktienkurse von Apple, Microsoft, Google, Meta und anderen US-Softwareunternehmen in die Höhe trieb.

Ausländer investierten daraufhin ihre Exporterlöse in US-Tech-Aktien, aber auch in Staatsanleihen, Immobilien und so weiter. Der Tech-Boom schadete der US-Wirtschaft weit mehr als er ihr half. Er machte amerikanische Teenager zu risikoscheuen Einzelgängern, die süchtig nach Smartphones und sozialen Medien sind, und führte zu ungeahnten Börsenbewertungen.

Das Ergebnis ist die größte Blase in der weltweiten Finanzgeschichte. Als die Covid-19-Pandemie die Blase zum Platzen zu bringen drohte, schüttete die US-Regierung 6 Billionen Dollar an Konjunkturmitteln aus. Dadurch wurde die Technologieblase wieder in Gang gesetzt, was erklärt, warum die Nettoauslandsvermögensposition der USA zwischen 2019 und 2022 um weitere 6 Billionen Dollar auf das heutige negative Niveau von 18 Billionen Dollar fiel.

Die Blase ist so gewaltig, dass die ganze Welt daran beteiligt ist, und keine der großen Volkswirtschaften der Welt kann sich aus ihr lösen, ohne erheblichen Schaden zu nehmen.

China leidet unter den amerikanischen Strafzöllen und den Sanktionen gegen Technologieimporte, während es jedes Jahr Waren im Wert von über 600 Milliarden Dollar in die USA liefert - fast ein Drittel mehr als vor der Einführung der Zölle durch die Trump-Regierung im Jahr 2019. Die chinesische Führung möchte mehr Konsum und weniger Sparen fördern, kann die Chinesen aber nicht zum Konsumieren überreden. Deshalb exportiert China weiterhin in die USA und spart die Erlöse.

Die Welt kann sehr gut ohne den Dollar auskommen, um den Handel zu finanzieren. Indien und Russland können den Handel in ihren eigenen Währungen abwickeln, wobei ihre jeweiligen Zentralbanken bei Bedarf über Swap-Linien Rupien und Rubel bereitstellen. Der russische Überschuss gegenüber Indien wird Presseberichten zufolge in den indischen Markt für Unternehmensanleihen investiert. Berichten zufolge bereitet sich Indien darauf vor, die Exporte nach Russland um 2 Milliarden Dollar pro Jahr zu erhöhen, was einer Steigerung um 50 % gegenüber dem derzeitigen Niveau entspricht. China bezahlt inzwischen die Ölimporte aus Russland und Saudi-Arabien in seiner eigenen Währung. Der RMB hat seit September 2019 gegenüber dem US-Dollar um mehr als 12 % aufgewertet und bietet trotz Chinas

Devisenkontrollen weiterhin höhere Realrenditen als der Dollar sowie eine Reihe von Investitionsmöglichkeiten.

Nichts hindert die 76 % der Weltbevölkerung, deren Regierungen es abgelehnt haben, sich dem Sanktionsregime gegen Russland anzuschließen, daran, den Handel in Landeswährung zu finanzieren. Die asiatischen Länder verfügen inzwischen über Swap-Linien in Höhe von 380 Mrd. USD, mehr als genug, um den gesamten asiatischen Handel zu finanzieren.

Sofern langfristige Ungleichgewichte im Handel entstehen, können die Zentralbanken diese durch den Transfer von Gold ausgleichen. In mehreren irreführenden Medienberichten wurde behauptet, die USA könnten Russland daran hindern, seine Goldreserven zu nutzen. Das ist unzutreffend. Die USA können Russland von den öffentlichen Goldmärkten fernhalten, aber sie können Russland nicht daran hindern, Gold mit den Zentralbanken Indiens oder Chinas zu handeln.

Es ist kein Zufall, dass dieselben Zentralbanken, die das Dollar-Finanzierungssystem umgehen, den Daten des World Gold Council zufolge in den letzten 20 Jahren das meiste Gold gekauft haben.

Land

Goldkäufe seit 2002 (Tonnen)

Russische Föderation

1876

China, V.R.: Festland

1448

Türkei

562

Indien

400

Kasachstan, Rep.

323

Saudi-Arabien

180

China und Russland waren die größten Käufer von Gold, gefolgt von der Türkei, Indien und Kasachstan.

Der Wert von Gold im Vergleich zu konkurrierenden US-Dollar-Anlagen ist so hoch wie noch nie.

In normalen Zeiten erhalten Anleger von inflationsindexierten US-Staatsanleihen - Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) - den gleichen Schutz wie von Gold. Im Falle eines plötzlichen Wertverlusts des Dollars und eines entsprechenden Anstiegs des US-Preisniveaus zahlen TIPS den Anlegern einen Bonus im Verhältnis zum Anstieg des US-Verbraucherpreisindex (CPI). In den vergangenen 15 Jahren lag die Gleichlaufquote von Gold und TIPS-Renditen bei bemerkenswerten 85 %.

TIPS und Gold wichen jedoch bei drei Gelegenheiten voneinander ab. Die erste war die Lehman-Pleite im Jahr 2008, die die weltweite Finanzkrise auslöste. Der zweite war der Beinahe-Bankrott Italiens im Jahr 2011. Der dritte und extremste Fall ereignete sich nach dem Ukraine-Krieg.

Bei einem Preis von etwa \$1.970 pro Unze ist Gold jetzt \$437 "reicher" als TIPS, wie die obige Grafik zeigt. Der starke Anstieg der US-Renditen in den letzten zwei Monaten hätte den Goldpreis unter normalen Umständen zum Absturz gebracht. Aber die Beschlagnahme von Zentralbankvermögen durch die Exekutive ist alles andere als normal. Trotz des Zinsanstiegs notiert der Goldpreis in der Nähe seines Allzeithochs.

Eine andere Möglichkeit, die gleichen Daten zu betrachten, ist ein Streudiagramm zwischen Gold und der 5-jährigen TIPS-Rendite. Der heutige Goldpreis liegt, wie erwähnt, 437 \$ über der Regressionslinie.

Früher las man in den Newslettern von Münzhändlern und Geldverrückten über den Niedergang des Dollars. Doch nun warnt der konventionellste aller Kommentatoren, die Forschungsabteilung von Goldman Sachs, dass der Dollar den Weg des britischen Pfunds gehen wird. Die Ökonomen Cristina Tessari und Zach Pandl schrieben am 30. März:

Der Dollar steht heute vor vielen der gleichen Herausforderungen wie das britische Pfund zu Beginn des 20. Jahrhunderts: ein geringer Anteil am Welthandelsvolumen im Verhältnis zur Dominanz der Währung im internationalen Zahlungsverkehr, eine sich verschlechternde Nettoauslandsvermögensposition und potenziell ungünstige geopolitische Entwicklungen.

Gleichzeitig gibt es aber auch wichtige Unterschiede - insbesondere die weniger gravierenden binnenwirtschaftlichen Bedingungen in den USA heute als im Vereinigten Königreich in der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg. Sollten ausländische Investoren zögerlicher werden, US-Verbindlichkeiten zu halten - [zum Beispiel] wegen struktureller Veränderungen im weltweiten Rohstoffhandel - könnte das Ergebnis eine Dollarabwertung und/oder höhere Realzinsen sein, um eine Dollarabwertung zu verhindern oder zu verlangsamen.

Alternativ könnten die politischen Entscheidungsträger in den USA auch andere Maßnahmen zur Stabilisierung der Nettoauslandsverbindlichkeiten ergreifen, einschließlich einer strafferen Finanzpolitik.

Unterm Strich hängt es in erster Linie von der Politik der Vereinigten Staaten selbst ab, ob der Dollar seine dominierende Stellung als Reservewährung behält. Eine Politik, die es zulässt, dass unhaltbare Leistungsbilanzdefizite fortbestehen, die zur Anhäufung hoher Auslandsschulden führt und/oder eine hohe US-Inflation zur Folge hat, könnte zur Substitution durch andere Reservewährungen beitragen.

So schrieb der Credit Suisse-Analyst Zoltan Posznar am 7. März:

Wir sind Zeugen der Geburt von Bretton Woods III - einer neuen Welt(währungs)ordnung, in deren Mittelpunkt rohstoffbasierte Währungen im Osten stehen, die wahrscheinlich das Eurodollar-System schwächen und auch zu inflationären Kräften im Westen beitragen werden.

Es bahnt sich eine Krise an. Eine Krise der Rohstoffe. Rohstoffe sind Sicherheiten, und Sicherheiten sind Geld, und in dieser Krise geht es um die zunehmende Anziehungskraft von Geld von außen gegenüber Geld von innen. Bretton Woods II wurde auf Insider-Geld aufgebaut, und seine Fundamente

sind vor einer Woche zusammengebrochen, als die G7 die russischen Devisenreserven beschlagnahmten.

Was sollten Anleger in diesem Umfeld tun? Man erinnert sich an den alten Witz aus der Breschnew-Ära über die empfohlene Vorgehensweise im Falle eines Atomkriegs: "Ziehen Sie ein weißes Laken an und gehen Sie zum nächsten Friedhof - langsam, um keine Panik auszulösen." Wer klug ist, geht in Richtung Ausgang, um keine Panik auszulösen. Irgendwann könnte aus dem Spaziergang ein Lauf werden.

Folgen Sie David P. Goldman auf Twitter: @davidpgoldman