



SCHWÄCHLING DOLLAR

Als einzige Weltwährung ist der Dollar zwar in Krisen gesucht.
Doch nun steht er vor einer langfristigen Abwertung.

3 EDITORIAL: Schwächling Dollar

4 Fünf Gründe, warum der Dollar schwächer wird

8 WERKSTATTBERICHT: Was ist die «Purchasing Power Parity»?

10 Was der US-Präsident mit dem Dollar macht

13 DER ORT: Fort Knox - Wo die USA das Gold ihrer Währungsreserven hüten

14 FACTS & FIGURES: Rund um den Dollar

16 EXPERTENINTERVIEW MIT GEORGE MAGNUS: «Der Renminbi wird den Dollar noch lange nicht ablösen»

18 MEIN BESTES UND MEIN SCHLECHTESTES INVESTMENT: Dominique Gisin, Abfahrts-Olympiasiegerin

20 DER ANDERE BLICK: Die Macht hat, wer Dollar macht

22 IDEEN FÜR ANLEGER: Was bei einem schwachen Dollar hilft

23 Der Dollar ist, und bleibt vorerst, die einzige Weltwährung

25 AUSBLICK: Die Angst vor dem zweiten Mal

SCHWÄCHLING DOLLAR

Liebe Leserin, lieber Leser

Das ist die erste Ausgabe unserer neuen Publikation «Teleskop». Dieses Magazin wird von nun an zweimal im Jahr erscheinen und es ersetzt das Heft «Investment Views».

Aber wieso Teleskop? Ganz einfach. Mit dem neuen Magazin machen wir das, was man mit einem Teleskop tut: In die Ferne schauen.

Wir greifen Themen auf, die noch nicht von allen ins Visier genommen wurden. Jede Ausgabe ist rund um einen inhaltlichen Schwerpunkt aufgebaut, der von unserem Research-Team stammt. Ergänzt wird das Magazin nicht nur mit konkreten Anlageideen, sondern auch mit Experteninterviews, Hintergrundberichten und mit einer prominenten Person, die ihre beste und schlechteste Investition verrät. Diesmal haben wir mit der früheren Skirennfahrerin Dominique Gisin eine Olympiasiegerin befragt.

In dieser ersten Ausgabe dreht sich alles um den US-Dollar und weshalb es gute Gründe gibt, davon auszugehen, dass er zum «Schwächling» mutieren wird. Das mag auf den ersten Blick verwundern, strotzt er aufgrund der Coronakrise derzeit doch geradezu vor Kraft. Aber aus unserer Sicht ist das nur das letzte Aufbäumen am Ende eines mehrjährigen Dollarzyklus.

Die bevorstehende Schwächephase bedeutet indes nicht, dass der Greenback seinen Status als wichtigste Weltwährung verlieren wird. Auch dazu nehmen wir in dieser Ausgabe Stellung.

Und wenn Sie sich fragen sollten, was James Bond mit dem Dollar zu tun hat, finden Sie darauf ebenfalls eine Antwort.

Ich wünsche eine anregende Lektüre und auch etwas Spass.



Dr. Felix Brill
Chief Investment Officer



FÜNF GRÜNDE, WARUM DER DOLLAR SCHWÄCHER WIRD



Der US-Dollar ist die wichtigste Währung. Das heisst aber nicht, dass er stark ist. Es gibt gute Gründe, warum er in den nächsten Jahren an Wert verlieren wird.

Felix Brill

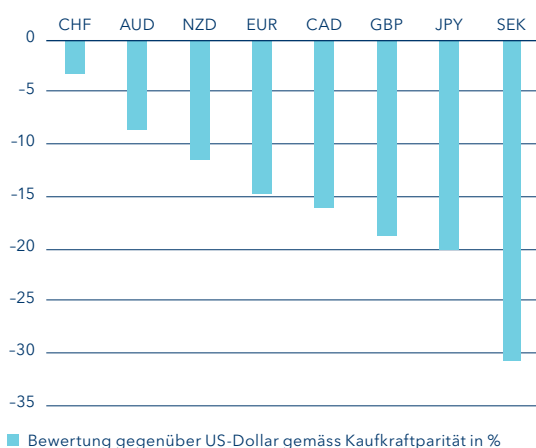
#1 Der Dollar ist gegenüber anderen Währungen zu teuer.

Das jedenfalls sagt die Kaufkraftparitätstheorie.

Der Greenback hat nicht erst in der Corona-Krise an Wert gewonnen. Im Grunde genommen hatte bereits mit der Eurokrise eine Aufwertungsphase eingesetzt, die bis heute anhält. Durch den jüngsten Aufwertungsschub in der Coronakrise hat sich das Bewertungsbild sogar akzentuiert. Als Bewertungsmaßstab für diese Aussage verwenden wir die sogenannte Kaufkraftparitätstheorie (→ vgl. Werkstattbericht Seite 8). Sie besagt, dass ein homogenes Produkt in zwei Ländern mit unterschiedlichen Währungen keinen Preisunterschied aufweist, solange es frei gehandelt wird und Transaktionskosten vernachlässigt werden können.

Aktuell ist der Dollar gegenüber dem Euro um rund 15 % überbewertet (→ vgl. Grafik Seite 6). Damit bewegt sich der Euro-Dollar-Kurs auch knapp ausserhalb des neutralen Bereichs, welcher die historisch «normale» Abweichungsbreite um die Kaufkraftparität markiert. Wenn das der Fall ist, ist die Abweichung «signifikant». Gegenwärtig ist der Dollar also signifikant überbewertet. Wie die Grafik zeigt, kann eine signifikante Abweichung natürlich immer noch extremer werden. Aber typischerweise korrigieren sich solch starke Abweichungen wieder über die Zeit. Diesbezüglich ist die empirische Evidenz eindeutig.

Die aktuelle Dollar-Stärke auf einen Blick



Interessanterweise ist der Euro trotz einer Unterbewertung von 15 % gegenüber dem Dollar aktuell bei weitem nicht der Schwächste unter den zehn Hauptwährungen der Industrieländer. Der Euro weist nach dem Schweizer Franken, dem australischen und dem neuseeländischen Dollar die viertgeringste Unterbewertung gegenüber dem Dollar auf (→ vgl. Grafik Bewertung unten). Die schwedische Krone trägt mit einer Unterbewertung von über 30 % mit gehörigem Abstand das Schlusslicht.

Insgesamt ist das Bild eindeutig: Der Dollar ist auf breiter Front zu teuer. Es steht zu befürchten, dass der Covid-19-bedingte Dollarhöhenflug nur das letzte Aufbäumen war (→ vgl. #4). Zieht man die Kaufkraftparität als Bewertungsmaßstab heran, überwiegt jedenfalls die Wahrscheinlichkeit für eine Normalisierung und damit einer Abwertung des Dollars ganz klar das Szenario, dass sich der Aufwertungs-trend der letzten Jahre fortsetzen wird. Diese Einschätzung bezieht sich auf einen Zeithorizont von zwei bis drei Jahren. Auf kurze Sicht liefert die Kaufkraftparität keine verlässlichen Signale.

#2 Die USA weisen die höhere Inflationsrate als Europa und Japan auf. Strukturell wertet der Dollar deshalb gegenüber diesen Währungen über die Zeit ab.

Die Kaufkraftparitätstheorie liefert noch einen zweiten Grund, warum der Dollar in den nächsten Jahren an Wert verlieren dürfte. Die Kaufkraftparität ist über die Zeit hinweg nicht stabil (→ vgl. Grafik Seite 6). Seit der Einführung des Euros im Jahr 2002 hat sich die Kaufkraftparität von rund 1.15 Euro pro Dollar auf 1.27 Euro pro Dollar erhöht. Der Euro hat gemessen an der Kaufkraftparität gegenüber dem Dollar 10 % gewonnen. Das erklärt sich damit, dass die USA in dieser Zeit eine strukturell höhere Inflation zu verzeichnen hatten.

Strukturelle Inflationsunterschiede sind typischerweise persistent. Auch wenn wir nicht genau wissen, wie sich die Inflation in verschiedenen Ländern in den kommenden Jahren entwickeln wird, ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass die Inflationsunterschiede zwischen den Ländern relativ stabil bleiben werden. Das erlaubt es, die Entwicklung der Kaufkraftparität über die nächsten Jahre zu antizipieren. Und

auch hier ist das Bild eindeutig: Der Dollar dürfte in den nächsten Jahren aufgrund der höheren Inflation an Kaufkraft verlieren.

Dadurch würde die derzeitige signifikante Überbewertung des Greenbacks in den nächsten Jahren noch grösser werden, selbst wenn sich der tatsächliche Wechselkurs nicht bewegen würde. Die «Schwerkraft» und folglich die Wahrscheinlichkeit einer Abwertung wird damit über die Zeit immer grösser.

#3 «Big spending» war bisher kein Segen für den Greenback. Aber genau das ist das Gebot der Stunde in den USA.

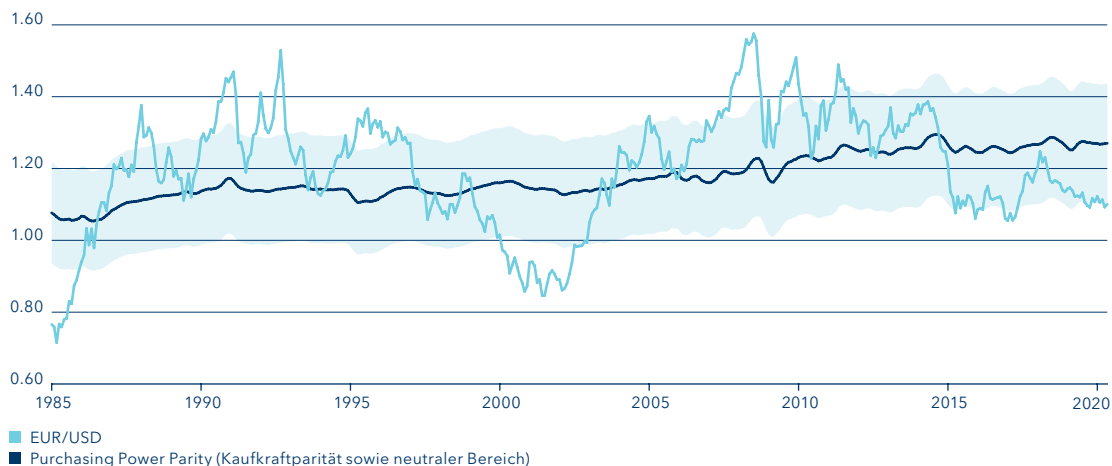
Aus der Beobachtung der Vergangenheit lässt sich kein direkter Zusammenhang zwischen der Verschuldung eines Landes und der Stärke der eigenen Währung erkennen. Das zeigt sich exemplarisch am japanischen Yen. Mit einer Staatsverschuldung von weit über 200 % des Volkseinkommens stellt Japan selbst Griechenland in den Schatten. Von einer Weichwährung kann beim Yen aber wahrlich keine Rede sein, im Gegenteil. Warum der Yen über die letzten Jahre in der Tendenz auf- und nicht abgewertet hat, lässt sich mit der Kaufkraftparität erklären: Japan hatte über all die Jahre wenig bis keine Inflation (→ vgl. #2).

« Strukturell spricht die höhere Inflation in den USA für einen schwächeren US-Dollar. »

Die Schuldenentwicklung kann jedoch einen wichtigen Einfluss auf den Wert einer Währung haben. Nämlich immer dann, wenn die Verschuldung aus dem Ruder zu laufen droht. Viele Schwellenländer können ein Lied davon singen. Aber auch Europa während der Eurokrise.

Daneben gibt es noch eine andere, potenziell schwierige Konstellation für eine Währung. Das ist der Fall, wenn ein deutliches Minus im Staatshaushalt mit einem Defizit in der Leistungsbilanz zusammentrifft. Bei dieser Kombination spricht man von einem Zwillingdefizit. Das wohl bekannteste, weil notorischste Zwillingdefizit verzeichnen die USA. Die blosse Existenz eines Zwillingdefizits muss noch keine grosse Bürde für die Währung sein. Es wird

Die Kaufkraftparität für den Euro-Dollar-Wechselkurs



meist erst dann schwierig, wenn sich eine oder beide Komponenten deutlich verschlechtern.

Das ist in den Vereinigten Staaten der Fall, wenn das Weisse Haus die Farbe wechselt, also ein Präsident der Demokraten auf einen Republikaner folgt. Grund dafür ist die Fiskalpolitik (→ vgl. «Was der US-Präsident mit dem Dollar macht» Seite 10). Aber Achtung: Die öffentliche Wahrnehmung trügt. Es sind nicht etwa die Demokraten, die typischerweise «big spending» betreiben, sondern die vermeintlich fiskalpolitisch vernünftigen Republikaner. Gerade vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Folgen der Coronakrise würde wohl eine Ausweitung der Neuverschuldung und die Wiederwahl von Donald Trump den Boden für eine Schwächephase des Dollars bereiten.

#4 Die Coronakrise hat dem Dollar kräftig Auftrieb gegeben. Mit dem Ende der Krise droht ihm die Luft zu entweichen.

Krisenzeiten sind Dollarzeiten. In Krisenphasen steigt typischerweise die Nachfrage nach Dollar-Liquidität. Das war während der globalen Finanzkrise 2008 und 2009 so. Und das hat sich zu Beginn der Coronakrise einmal mehr gezeigt, besonders Anfang März, als die Sorgen um die Ausbreitung des Coronavirus die Finanzmärkte mit voller Wucht erfassten.

Der Dollar legte auf breiter Front zu. Gemessen am handelsgewichteten Dollar-Index, bei dem die Währungsentwicklung anhand der Handelsströme gewichtet wird, betrug das Plus zwischen dem 3. und 23. März mehr als 8 %. Seitdem hat der Dollar zwar wieder etwas nachgegeben, bewegt sich aber immer noch deutlich über den Werten seit Jahresbeginn. Besonders ausgeprägt ist dieses Bild gegenüber den sogenannten Rohstoffwährungen, die wegen der tieferen Erdölnotiz umso mehr litten. So büsste etwa der kanadische Dollar seit Anfang des Jahres rund 8 % ein. Die norwegische Krone verlor gegen den US-Dollar 16 %, der russische Rubel gar 20 %.

Aufschlussreich ist der Vergleich mit der globalen Finanzkrise. Zwischen Juli und Oktober 2008 legte der Dollar handelsgewichtet um fast 20 % zu. Bis Ende 2008 gab er zunächst 4 % ab, stieg dann jedoch bis März 2009 nochmals um 8 %. Sollte tatsächlich eine zweite Welle der Coronaansteckungen auftauchen,

dürfte der Dollar wohl neuerlich Auftrieb erhalten. Aber wie sieht es danach aus?

Wiederholt sich das Muster aus der Finanzkrise, dann sieht es für den Dollar für die Zeit nach der Coronakrise nicht gut aus. Jedenfalls folgte auf das Dollar-Hoch im März 2009 eine mehr als zweijährige Schwächephase. Innerhalb von zwei Jahren verlor der Dollar handelsgewichtet fast 20 %. Und wer weiss, wie es weitergegangen wäre, wenn damals nicht die Eurokrise aufgekommen wäre.

#5 Keiner redet mehr von divergierender Geldpolitik. Damit fehlt den Dollaranhängern ein beliebtes Narrativ der letzten Jahre.

Bisher nicht zur Sprache kam die Psychologie der Anleger. Übertreibungen und Herdenverhalten sind hinlänglich bekannte Phänomene an den Finanzmärkten. Dazu zählen auch sogenannte Narrative. Das sind Erklärungsmuster, die sich über die Zeit immer mehr verfestigen und verselbständigen.

Ein wichtiges Marktnarrativ der letzten Jahre war die «divergierende Geldpolitik». Gemeint war damit der Umstand, dass die US-amerikanische Notenbank dank fortgeschrittenem Konjunkturzyklus die Geldpolitik straffen konnte, während viele andere Regionen, insbesondere Europa, weiterhin mit Null- oder gar Negativzinsen Vorlieb nehmen mussten. Dieser Zinsvorteil machte den Dollar gewissermassen attraktiver.

Empirisch hilft die Zinsdifferenz zwar nicht, die Entwicklung eines Wechselkurses verlässlich vorherzusagen. Das Narrativ hatte sich aber irgendwann so sehr verselbständigt, dass es

« Ein schwächer werdender Dollar hat auch seine guten Seiten. »

von vielen Investoren nicht mehr wirklich hinterfragt wurde. Das erübrigt sich nun ohnehin. Die US-amerikanische Notenbank hat im Zuge der Coronakrise die Leitzinsen auf null gesenkt. Das mühsam aufgebaute Zinspolster ist also erst einmal aufgebraucht. Und es sieht in Anbetracht der Folgen der Coronakrise auch nicht danach aus, als ob es schnell zurückkommen könnte. Damit fehlt vielen Dollaranhängern in den nächsten Jahren ihr beliebtes Narrativ der divergierenden Geldpolitik.

Vielleicht setzt sich aber ein anderes, dollar-unterstützendes Narrativ durch. Was, wenn die Coronapandemie und ihre Folgen die Eurokrise wieder aufleben lassen? Was, wenn die Rezession in den Industrienationen die Schwellenländer in eine neue Krise stürzen lässt? Solche Sorgen könnten sich verfestigen und den Dollar als Fels in der Brandung wirken lassen. Das sind zwar mögliche Szenarien, jedoch nicht die wahrscheinlichsten.

Fazit

Der Dollar ist ein Schwächling und dürfte aus den genannten fünf Gründen in den nächsten Jahren unter Druck geraten. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass der US-Dollar trotz seiner Wichtigkeit für die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte immer wieder ausgeprägte Schwächephasen durchlebt hat.

Die nächste steht bevor, und weil für die meisten Investoren der Dollar eine bedeutende Rolle im Portfolio spielt, kann sie das nicht kalt lassen (→ entsprechende Anlageideen finden Sie auf Seite 22). Dabei haben Dollar-Schwächephasen auch ihre angenehmen Seiten: Sie waren typischerweise gute Phasen für die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte. Bei aller Corona-bedingten Unsicherheit wäre das doch eine schöne Sache.

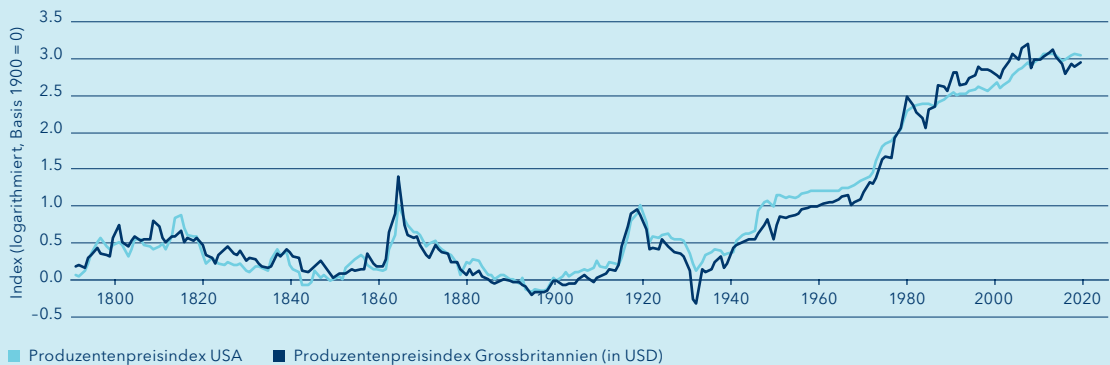
« Was, wenn die Coronapandemie die Eurokrise wieder aufleben lässt? »

WAS IST DIE «PURCHASING POWER PARITY»?

Die Kaufkraftparität ist eine etablierte Methode zur Beurteilung von Wechselkursen. Mit ihr lassen sich langfristige Wechselkurstrends beurteilen und Über- bzw. Unterbewertungen von Währungen identifizieren.

Felix Brill

Die Kaufkraftparität in der Praxis



Die Grafik zeigt die logarithmierten Produzentenpreisindizes für die USA und Grossbritannien seit 1791; die britische Zeitreihe wurde in US-Dollar umgerechnet; die Basis wurde im Jahr 1900 auf null gesetzt.

Die Kaufkraftparität (engl. purchasing power parity, PPP) basiert auf der Theorie des «law of one price». Diese besagt, dass ein homogenes Produkt in zwei Ländern mit unterschiedlichen Währungen keine Preisdifferenz aufweist, solange das Produkt ohne Einschränkungen gehandelt werden kann und die Transaktionskosten vernachlässigbar sind. Ideengeschichtlich reicht die Kaufkraftparität unter anderem bis zum bekannten britischen Ökonomen David Ricardo (1772–1823) zurück.

Unterschieden wird typischerweise zwischen absoluter und relativer Kaufkraftparität. Wir verwenden die relative PPP (→ vgl. Seite 6). Dabei wird angenommen, dass sich die Preise der Produkte unter Berücksichtigung des Wechselkurses gleich stark verändern, die Preisniveaus sich aber unterscheiden können. Ein bekanntes Beispiel zur Illustration der absoluten Kaufkraftparität ist der Big-Mac-Index der britischen Wochenzeitung «The Economist». So bekannt und von Land zu Land gleich der Doppelstock-Hamburger der weltweiten Restaurantkette McDonald's auch ist,

so wenig lässt er sich handeln, eine wichtige Voraussetzung.

Empirische Evidenz

Heerscharen von Ökonomen haben sich mit der Kaufkraftparität beschäftigt. Einen guten Überblick über die Literatur bietet die Studie «The Purchasing Power Parity Debate» von Alan und Mark Taylor aus dem Jahr 2004 (Journal of Economic Perspectives). Empirisch lässt sich die Kaufkraftparität sehr gut beweisen, wenn der Beobachtungszeitraum hinreichend lang ist.

Zudem sollten zur Schätzung der Kaufkraftparität Produzentenpreisindizes (PPI) verwendet werden, da diese mehrheitlich Güter abdecken, welche gut handelbar sind. Wie eng der Zusammenhang zwischen relativer Preis- und Wechselkursentwicklung über die letzten zwei Jahrhunderte war, zeigt die Grafik.

Die Produzentenpreise, ausgedrückt jeweils in US-Dollar, haben sich in beiden Ländern über die gesamte Zeit sehr ähnlich entwickelt. Auffällig ist aber auch, dass es zwischenzeitlich grössere Abweichungen gab. Diese bestätigen die

Erkenntnisse der Studie von Taylor und Taylor.

Praktische Anwendung

Wir aktualisieren unsere Schätzungen zur Kaufkraftparität in den Hauptwährungen monatlich. Dazu verwenden wir Produzentenpreisindizes und nominale Wechselkurse. Allerdings ist es wichtig zu beachten, dass die PPP-Schätzungen gewissen Unsicherheiten unterworfen sind. So spielen der Startzeitpunkt und die Länge des Beobachtungszeitraums eine bedeutende Rolle.

Um diesen Unsicherheiten Rechnung zu tragen, zeigen wir in Abbildungen nicht nur den Verlauf des Wechselkurses und unsere Schätzung der PPP, sondern auch noch einen sogenannten neutralen Bereich um die PPP. Dieser ist definiert als eine Standardabweichung der prozentualen Abweichung des Wechselkurses von der PPP. Der neutrale Bereich dient für uns als Orientierung, ob eine Abweichung von der PPP selbst unter Berücksichtigung der Schätzunsicherheiten «gross» ist. Je grösser eine Abweichung von der PPP ist, umso interessanter kann es sein, auf eine Auflösung dieser Fehlbewertung zu setzen.

WAS DER US-PRÄSIDENT MIT DEM DOLLAR MACHT

Der Chef im Weissen Haus hat zwar grosse Macht. Aber in welche Richtung sich die Währung entwickelt, kann er nicht direkt beeinflussen. Mit beträchtlichen Haushaltsdefiziten gelingt ihm das jedoch sehr wohl.

Thomas Gitzel

Sieben ist eine ganz besondere Zahl, mal Glückszahl, mal Unglückszahl. In sieben Tagen wurde im Schöpfungsmythos der Bibel die Welt erschaffen, Weltwunder gibt es deren sieben. Die Zahl taucht im Märchen von Schneewittchen auf, wo das Spieglein an der Wand wusste, dass Schneewittchen «hinter den sieben Bergen bei den sieben Zwergen» die Schönste im ganzen Land war, sehr zum Leidwesen der bösen Königin. In einer Bibliothek erscheint die Zahl Sieben deutlich häufiger in Buchtiteln als die benachbarten Sechs und Acht. Das Gleiche gilt in Lexika für Begriffe, die mit Zahlen beginnen.

« Der Dollar bewegt sich in knapp siebenjährigen Zyklen. »

Auch mit Blick auf die Entwicklung des US-Dollars lässt sich in der langen Historie ein im Durchschnitt knapp siebenjähriger Zyklus erkennen, wenngleich sich die US-Währung zuletzt nicht mehr ganz so genau daran hielt. Ist das nun Mystik oder steckt mehr dahinter?

Die Vermutung liegt nahe, dass die Präsidentschaftsperioden eine wichtige Rolle bei diesen Zyklen spielen. Da die Amtszeit eines Präsidenten nach spätestens acht Jahren endet, dürften die Devisenmärkte jeweils frühzeitig nach sieben Jahren auf eine neue Epoche blicken. In der Tat: Seit Mitte der 1980er-Jahre stehen die Wellenbewegungen des USD-Verlaufs in Verbindung mit der Partei des Präsidenten (→ vgl. Grafik nächste Seite). Es spielte also womöglich eine Rolle, ob die Demokraten das Weisse Haus innehatten oder die Republikaner.

Der Ruf der Parteien in Sachen Wirtschaftspolitik trägt

Seit dem Zweiten Weltkrieg sind die meisten Präsidenten der USA zweimal hintereinander ins Weisse Haus gewählt worden. Bis auf wenige Ausnahmen wechselten von 1945 bis heute auch die Parteien: Auf einen Republikaner folgte ein Demokrat und umgekehrt. Da sich die beiden Lager ideologisch hinsichtlich ihrer wirtschaftspolitischen Agenda unterscheiden, könnten die Dollar-Zyklen also tatsächlich von der politischen Färbung getrieben werden.

Den Republikanern wird eine konservativere – auch gerne restriktivere – Haushaltspolitik unterstellt, während die Demokraten mit einer etwas laxeren Handhabung von Staatsausgaben in Verbindung gebracht werden. Allerdings erweist sich das bei genauerer Betrachtung als umgekehrt. Eine Studie der Ökonomen Fabrizio Zilibotti, Andreas Müller und des Wirtschaftswissenschaftlers Kjetil Storesletten zeigt, dass republikanische Regierungen im Vergleich zu demokratischen seit

dem Zweiten Weltkrieg die Staatsverschuldung erhöht haben. Die weit verbreitete Auffassung, dass die Republikaner in der Schuldenpolitik einen fiskalischen Konservatismus umsetzen, kann jedenfalls nicht bestätigt werden.

Das Minus im Staatshaushalt kann den Dollar beeinflussen

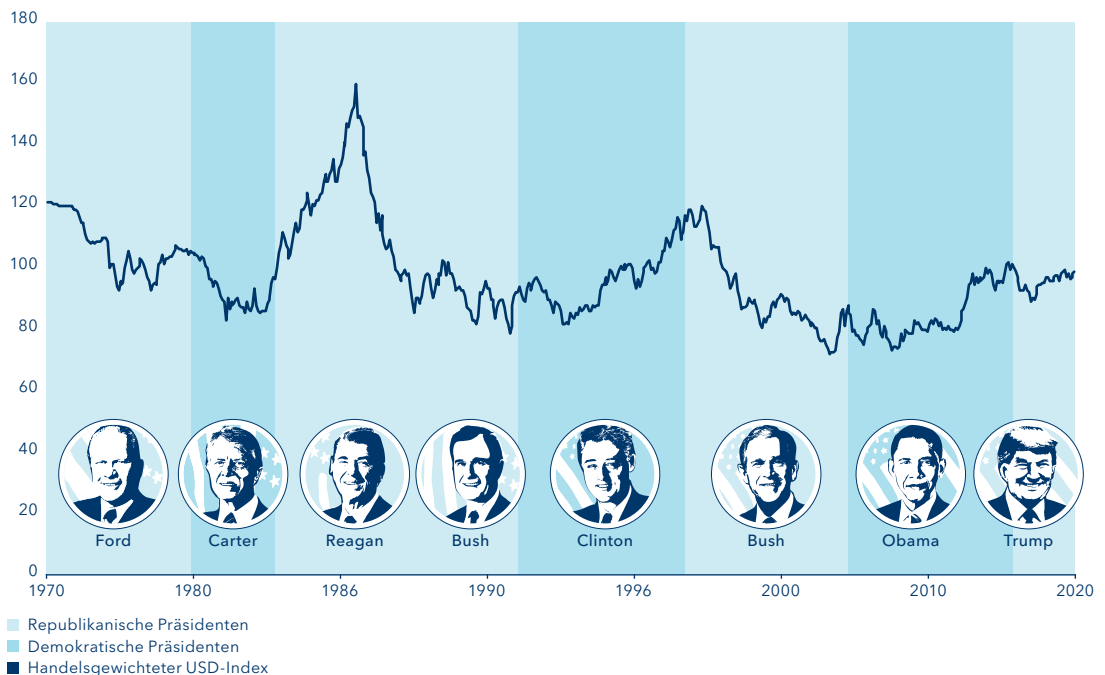
Die Auswertung der Ökonomen zeigt, dass der Wechsel von einer republikanischen zu einer demokratischen Präsidentschaft mit einem jährlichen Rückgang der Schulden (im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt, BIP) von durchschnittlich 1.8 % verbunden ist. Die Amtszeit von demokratischen Präsidenten ging mit höheren Steuern einher. Die dadurch erzielten Einnahmen stiegen gemessen am Bruttoinlandprodukt während demokratischer Regensschaften um durchschnittlich 0.8 %.

Steht also das Weisse Haus unter demokratischem Vorsitz, fällt der Schuldenstand, während er bei einer republikanischen Regierung steigt. Dies bleibt nicht folgenlos für die Währung. Ein deutliches Minus im Staatshaushalt in Kombination mit einem Defizit in der Leistungsbilanz, man spricht auch von einem Zwilingsdefizit, kann für eine Währung zur Bürde

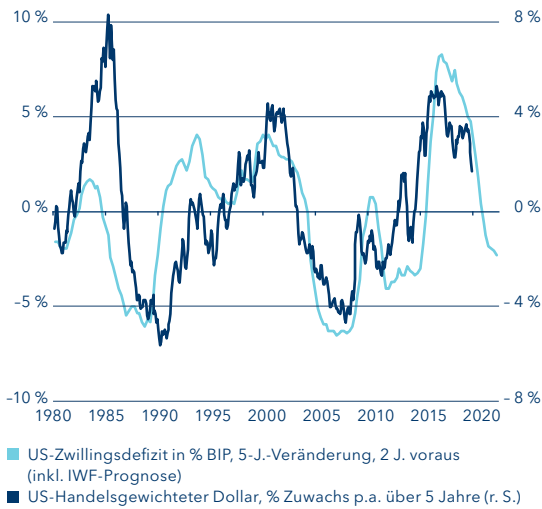
« Die USA sind ein notorisches Defizitland. Seit den 1980er-Jahren gab es mit einer Ausnahme keine Überschüsse mehr. »

werden. Die Leistungsbilanz ist die Differenz zwischen den Exporten und Importen von Gütern, Dienstleistungen und bestimmten Kapitalerträgen und -transfers. Da der Handel meist den grössten Teil davon ausmacht, heisst ein Leistungsbilanzdefizit normalerweise, dass eine Volkswirtschaft mehr importiert als exportiert – und dass sie selbst nicht genug Geld erwirtschaftet, um für all diese Importe zu

Präsidentschaftszyklen seit 1970



EUR/USD und Zwillingsdefizit



bezahlen. Stark vereinfacht ausgedrückt verschulden sich also Länder mit einem Minus in der Leistungsbilanz im Ausland. Die USA sind ein notorisches Defizitland. Seit den 1980er-Jahren gab es mit einer einzigen Ausnahme im Jahr 1991 keine Überschüsse mehr. Liegt zusätzlich zum Leistungsbilanzdefizit auch ein negativer Saldo im Staatshaushalt vor, verstärkt sich der Effekt noch, denn der öffentliche Konsum erhöht die Einfuhr von Waren und Dienstleistungen aus dem Ausland zusätzlich.

Wenn nun eine Volkswirtschaft mehr Güter im Ausland nachfragt, als sie selbst produziert, werden entsprechend Devisen benötigt, um die Rechnungen zu begleichen. Der Kauf von Devisen schwächt die eigene Landeswährung. Zwar ist dieser Mechanismus in den USA aufgrund der Stellung des US-Dollars als führende Weltreservewährung (→ vgl. «Der Dollar ist, und bleibt vorerst, die einzige Weltwährung» Seite 23) weniger stark ausgeprägt als etwa in Schwellenländern – aber er ist dennoch nachweisbar. Die Veränderung des Zwillingsdefizits hat einen rund zweijährigen Vorlauf auf die Entwicklung des Dollars (→ vgl. Grafik oben).

Weitet sich das zusammengefasste Minus der Leistungs- und Budgetbilanz also aus, wertet der US-Dollar ab. So schliesst sich der Kreis: Die Präsidentschaftsperioden und die damit einhergehende unterschiedliche Ausgestaltung der Fiskalpolitik haben tatsächlich einen Einfluss auf die Entwicklung des US-Dollars. Dieser Schluss ist umso relevanter, als dass derzeit mit Donald Trump ein Republikaner im Weissen

Haus sitzt, der sich im Herbst der Wiederwahl stellt und der eine grosszügige Ausgabenpolitik verfolgt.

Verhindert der Demokrat Joe Biden eine Dollar-Schwäche?

Vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Folgen der Coronakrise muss Trump die ohnehin schon anschwellende Neuverschuldung zusätzlich massiv erhöhen. Damit liegt es nahe, anzunehmen, dass der Dollar auch dieses Mal dem Muster folgen und mittelfristig abwerten wird. Trumps Wiederwahl steht aber möglicherweise wegen der tiefen Rezession in Folge des Coronavirus auf wackligen Beinen. Wie es den Menschen wirtschaftlich geht, ist bei Wahlen mitentscheidend.

Allerdings wird auch unter einer demokratischen Führung im Weissen Haus noch über längere Zeit eine expansive US-Fiskalpolitik vonnöten sein, um die Folgen der Coronakrise abzufedern. Das Budgetdefizit der USA lag im Jahr 2019 schon bei hohen 4.7 % des Bruttoinlandprodukts und dürfte sich aufgrund von Hilfsmassnahmen im laufenden Jahr auf knapp 12 % verschlechtern. Auch ein Joe Biden, der demokratische Herausforderer von Trump bei den Wahlen im Herbst, wird deshalb einer USD-Schwäche wenig entgegensetzen können. Denn eine Haushaltskonsolidierung dürfte erst einmal ein Buch mit sieben Siegeln bleiben.

« Auch ein Joe Biden, der demokratische Herausforderer von Trump bei den Wahlen im Herbst, wird einer USD-Schwäche nur wenig entgegensetzen können. »

FORT KNOX: WO DIE USA DAS GOLD IHRER WÄHRUNGSRESERVEN HÜTEN

Clifford Padevit

Es ist wohl das Verdienst des Film-Charakters James Bond, dass Fort Knox im US-Bundesstaat Kentucky überhaupt so bekannt ist. Denn in «Goldfinger» heckt der gleichnamige Super-Schurke den Plan aus, das US-Goldlager auszu-rauben. Der Plan hätte funktioniert, wäre da nur nicht der Top-Agent 007 gewesen.

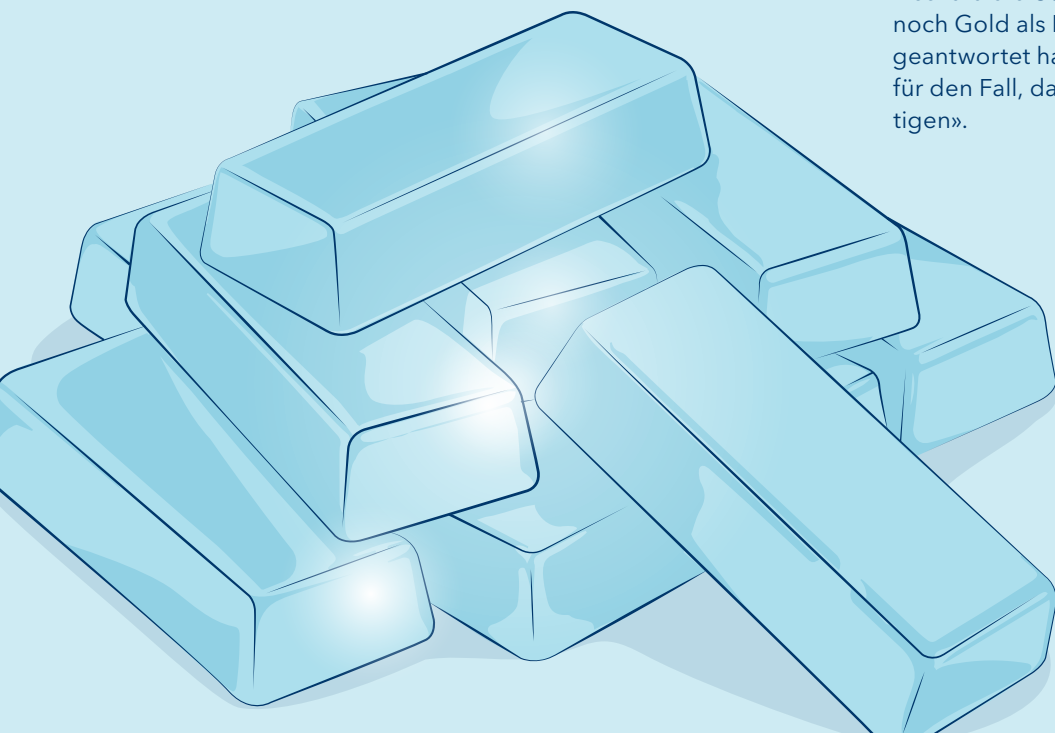
In Tat und Wahrheit ist Fort Knox ein langweiliger Ort. Seit Jahren ist kein Gold mehr dorthin transferiert oder von da wegtransportiert worden. Das einzige Gold, das den Ort je verlässt, sind extrem kleine Mengen für Prüfzwecke. Ansonsten muss es selbst für die Bewacher, die eigene «U.S. Mint Police», ein ziemlich eintöniger Alltag sein. Denn Besucher sind nicht erlaubt.

Doch der amtierende Finanzminister der USA, Steven Mnuchin, der auch der Behörde vorsteht, die Dollarmünzen und -noten produziert, liess es sich nicht nehmen, 2017 Fort Knox zusammen mit einigen ausgewählten Politikern zu besuchen. Das war das erste Mal seit 1974, dass Personen ohne ständige Zutrittsberechtigung dieses Privileg gewährt wurde. Mnuchin twiterte danach unbeschwert: «Glad gold is safe» (Zum Glück ist das Gold sicher).

Fort Knox ist das mit Abstand grösste von den drei Goldlagern der USA. Insgesamt sind dort 147.3 Millionen Unzen (eine Unze entspricht gut 31/1000 Kilogramm, total rund 4'583 Tonnen) gebunkert und somit etwa 60 % des gesamten Staatsbestands im Inland. Der Rest ist auf


Standorte in Denver (Colorado) und West Point (New York) verteilt. In den Büchern ist das Gold mit USD 42.22 pro Unze bewertet. Der Marktpreis bewegt sich derzeit jedoch bei über USD 1'700.

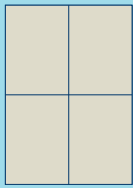
Das Gold dient den USA als Währungsreserve, obwohl seit 1971 der Dollar nicht mehr an den Wert des Edelmetalls gebunden ist und fixe Wechselkurse 1973 abgeschafft wurden. Dennoch halten die USA immer noch grosse Mengen. Zusätzlich zu den Reserven im eigenen Land kommen kleine Vorräte im Ausland dazu. Insgesamt verfügen die USA über mehr als 8'100 Tonnen Gold und sind damit die Nation der Erde mit dem höchsten Goldbestand. Warum? Der frühere US-Notenbankchef Alan Greenspan soll einmal auf die Frage, weshalb die USA überhaupt noch Gold als Reserve halten, geantwortet haben: «Einfach für den Fall, dass wir es benötigen».



RUND UM DEN DOLLAR

Ein normales Blatt Papier hält ca. 400 Faltungen aus, bevor es bricht. Eine Dollarnote kann bis zu 8'000 Mal gefaltet werden.

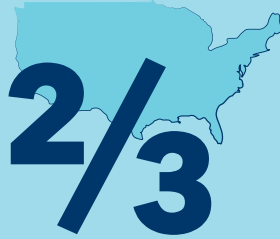
 = 100 Faltungen



400 Faltungen



8'000 Faltungen



aller **100\$**-Scheine befindet sich ausserhalb der USA.

Notenumlauf (2018)

Note (\$)	Anzahl Noten (in Mrd.)	Wert (in USD Mrd.)
1	12.4	12.4
2	1.3	2.5
5	3.1	15.3
10	2.0	20.1
20	9.4	188.5
50	1.8	89.2
100	13.4	1'343.5
Total	43.4	1'671.9



25 Jahre beträgt die durchschnittliche Lebensdauer einer Münze.

Geschichte der amerikanischen Währung

1776 Die erste 25-Note der modernen USA ist die sogenannte Continental und ist neun Tage älter als die USA selbst. Am 25. Juni 1776 verabschiedet der Kontinentalkongress einen Beschluss zur Schaffung von «Kreditnoten» für die Verteidigung Amerikas.

1862 Erstes Papiergeld. Der Kongress nimmt den «Legal Tender Act» an und schafft damit eine Papierwährung.

1861 Der Greenback wird lanciert. Um den Sezessionskrieg zu finanzieren, gibt der Kongress dem US-Finanzministerium das Recht, zinslose Anrechnungspapiere auszugeben. Es ist das erste Papiergeld der USA. Diese Noten werden aufgrund der Gestaltung Greenbacks genannt. Sämtliche Noten, die seither ausgegeben wurden, sind bis heute gültig und eintauschbar.

1869 Zentralisierte Notenherstellung. Das staatliche Bureau of Engraving and Printing (BEP) beginnt die eigene US-Banknotenproduktion mit allen nötigen Gravuren, den Köpfen und dem Wappen der United States Notes. Bis dahin hatten private Unternehmen Banknoten produziert und ans BEP für die Siegelung und das Zuschneiden geschickt.

1913 Zentralbank Fed gegründet. Das Gesetz zur Schaffung der Federal Reserve, der Notenbank, wird 1913 verabschiedet. Dieses System soll das nationale Bankensystem besser mit Geld versorgen und die Fed gibt neu auch die Banknoten aus.

1889 Porträts auf Banknoten erhalten Namen. Ein neues Gesetz schreibt vor, dass auf allen Banknoten, die ein Porträt zeigen, auch die Namen der Personen aufzuführen sind. Und so wissen wir bis heute, wie George Washington aussah (1\$-Note).

1929 Design-Standardisierung. Um die Produktionskosten zu senken, werden die Banknoten um 30 % verkleinert. Zudem werden für jeden Betrag eigene Standarddesigns festgelegt, was die Anzahl unterschiedlicher Noten reduziert und es für das Publikum einfacher macht, echte von falschen Noten zu unterscheiden.

1800

1900

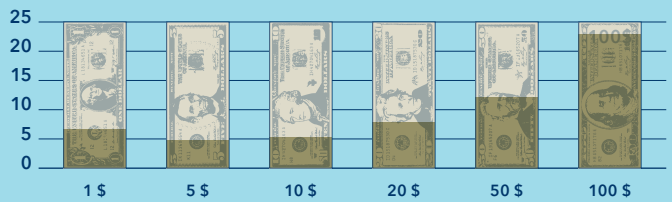
Lebenszyklus einer Banknote der Federal Reserve



97%

der sich im Umlauf befindenen US-Währung sind Banknoten der Federal Reserve.

Durchschnittliche Lebensdauer einer US-Banknote in Jahren



70%

Mehr als 70% der neu gedruckten Noten werden für den Austausch von beschädigten Noten verwendet.

1996 Erstes neues Design nach 70 Jahren. Die erste Überarbeitung seit den 1920ern bringt ein sachte überarbeitetes Design sowie neue Sicherheitsmerkmale. Die Überarbeitung betrifft erst den 100\$-Schein, der 1996 erscheint, gefolgt vom 50\$-Schein 1997, dem 20er, dem 10er und dem 5er.

1990 Sicherheitsfaden und Mikroprint. Diese beiden Elemente werden zu den Noten hinzugefügt, um einfache Kopien oder durch Computer-Drucker erstellte Kopien rascher zu entarnen. Die erste Banknote mit diesen Elementen ist der 100\$-Schein, bis 1993 ist es bei allen Denominationen umgesetzt, bis auf den 1\$- und 2\$-Schein.

1957 Motto «In God We Trust» kommt hinzu. Erst 1955 wird es Pflicht, auf dem USD «In God We Trust» zu drucken. Die erste Banknotenserie mit diesem Motto erscheint 1957.

2003 Redesign der 20\$-Note

2004 Redesign der 50\$-Note

2006 Redesign der 10\$-Note

2008 Redesign der 5\$-Note

2013 Redesign der 20\$-Note

2016 Nach über 100 Jahren wieder eine Frau abgebildet. Jacob Lew, der Finanzminister der Administration von Barack Obama, bestätigt, dass Harriet Tubman, die schwarze Kämpferin gegen Sklaverei, auf der 20\$-Note abgebildet werden soll. Die Administration von Donald Trump verzögert das Vorhaben. Es wäre die erste Frau auf einer Banknote seit Martha Washington, deren Porträt am Ende des 19. Jahrhunderts verwendet wurde.

2000

«DER RENMINBI WIRD DEN DOLLAR NOCH LANGE NICHT ABLÖSEN»

China ist noch nicht bereit, seine Währung zu internationalisieren. Dieser Ansicht ist der britische Ökonom und Buchautor George Magnus. Er meint, der Dollar wird weiterhin dominieren.

Interview: Clifford Padevit

Herr Magnus, nach der Finanzkrise 2008/09 keimte in China der Wunsch, den Renminbi zu internationalisieren. Diese Pläne werden jedoch immer wieder verzögert. Ist denn die Internationalisierung überhaupt noch auf der Agenda Chinas?

Ich glaube es nicht. Die Chinesen haben erst noch andere Probleme zu lösen. Und es gibt in China Ökonomen, die warnen, dass die Öffnung der Währung bloss eine Ablenkung wäre.

Trotzdem, wie müsste China denn vorgehen, um die Währung zu internationalisieren?

Es gibt nur einen Weg. Man muss Ausländern erlauben, die Währung zu besitzen. Und es existieren lediglich zwei Möglichkeiten, wie diese Forderungen in Renminbi aufbauen können. Erstens, indem das Land kontinuierlich ein Zahlungsbilanzdefizit aufweist, also mehr importiert als exportiert, dann zahlt es mehr Renminbi in die Welt als es in Fremdwährung erhält.

Und zweitens?

Ein Land muss Kapitalabflüsse gestatten, sodass Geld in ein anderes fließen kann, wenn ein Leistungsbilanzüberschuss erzielt wird. Die kommunistische Partei Chinas akzeptiert jedoch keine dieser Optionen. China möchte kein Leistungsbilanzdefizit, weil man glaubt, das würde die Währung destabilisieren. Und wenn in einem Land mehr gespart als investiert wird, hat es immer einen Leistungsbilanzüberschuss. Dieser ist im Fall von China zwar

viel kleiner als noch vor 15 Jahren, aber es ist immer noch ein Überschuss.

Es gibt eine Reihe von Ökonomen, die sagen, China müsse die Kapitalbilanz öffnen, weil das Land bald ein Defizit in der Leistungsbilanz aufweisen und deshalb auf Kapital angewiesen sein wird. Sie sehen das offenbar anders?

Ja. Die volkswirtschaftliche Gesamtrechnung diktiert, dass der Unterschied zwischen Sparaufkommen und Investitionen in einem Leistungsbilanzdefizit oder -überschuss reflektiert ist. Wenn das Sparaufkommen die Investitionen überragt, dann wird das Land ein Plus in der Zahlungsbilanz ausweisen. Sind die Investitionen höher als das Sparaufkommen, so resultiert ein Defizit. Die Frage ist also, ob China Anpassungen im System zulässt, die das Verhältnis zwischen Spar- und Investitionsquote deutlich verändern.

Macht es das?

Die Regierung hat zugelassen, dass die Investitionsrate sinkt. Vorhaben, die die Sparquote beeinflussen würden, wären etwa eine Steuerreform, eine Sozialversicherungsreform, die Privatisierung, eine konsumfreundlichere Politik oder die Öffnung des Dienstleistungssektors. Aber all das steht nicht auf der Agenda.

Eigentlich hätte man gedacht, dass die Internationalisierung der Währung mit der Infrastrukturinitiative «One Belt One Road», die



neue Handelswege von und nach China aufbaut, vorangebracht wird?

Schon, aber die meisten Transaktionen sind in Dollar. Und vom Wert her sind die Transaktionen als Kredite strukturiert, nicht als ausländische Direktinvestitionen. China kontrolliert drei Entwicklungsbanken, die Dollarkredite an interessierte Länder verleihen. Das Gleiche macht übrigens die unter chinesischer Führung ins Leben gerufene Asiatische Infrastruktur-investmentbank, die sich vom Aufbau her an der Weltbank orientiert. Aber auch sie finanziert ihre Projekte vor allem in Dollar.

Ökonomisch gesehen ist China ein Gigant, die Währung hat jedoch international keine Bedeutung. Warum ist der Dollar immer noch die dominante Währung?

Es ist die Kombination von Tiefe und Breite des US-Finanzmarkts. Es gibt keinen zweiten so grossen Markt wie den für US-Staatsanleihen. Es existiert keine zweite Währung, bei der die Zentralbank Swaps mit anderen Notenbanken inklusive solchen aus Schwellenländern anbietet. Und überhaupt findet man die Vielfalt von in US-Dollar begebenen Schuldscheinen in keiner anderen Währung. Zudem vertrauen Investoren weltweit darauf, dass die Märkte in Dollar ehrlich, offen und transparent funktionieren, und sie glauben an die amerikanische Notenbank, die Fed. Drittens und viertens sind Anleger träge und es gibt keinen echten Ersatz.

Könnte denn etwa der Euro die Rolle des Dollars in Frage stellen?

Der Euro ist zwar die zweitwichtigste Reservewährung der Welt. Aber sie hat doch ein paar Schwächen gegenüber dem Dollar. Alle anderen Währungen, auch der Renminbi, sind weit, weit, weit weg davon. Das heisst nicht, dass der Dollar nie vom Thron gestossen werden wird. Aber es wäre schon ein gravierendes Ereignis

nötig, damit Investoren weltweit das Vertrauen in die US-Institutionen und die Fed verlören. So etwas würde zu einer Diversifikation der Währungsanlagen führen. Aber selbst dann würde der Renminbi kaum davon profitieren.

Weil das Vertrauen in China fehlt?

Eine Währung ist nicht nur wegen der Tiefe des Marktes international verbreitet, sondern wegen der Transparenz, der Rechenschaftspflicht der Institutionen und der Rechtsstaatlichkeit. China bietet nichts davon. Ich sage nicht, der Renminbi könne nicht die Bedeutung eines Schweizer Frankens, japanischen Yens oder des britischen Pfundes im internationalen Gefüge erlangen. Aber um den Dollar abzulösen, wird es noch lange nicht reichen.

ZUR PERSON

George Magnus ist ein unabhängiger Ökonom aus Grossbritannien, der mehrere Bücher geschrieben hat. Der 70-jährige ist ein Research Associate am Chinazentrum der Universität Oxford sowie der School of Oriental and African Studies der University of London. Er publiziert regelmässig in Zeitungen und wird häufig von Medien als Experte befragt. Magnus war lange Zeit Chefökonom der Schweizer Grossbank UBS. Sein jüngstes Buch heisst «Red Flags: Why Xi Jinping's China is in Jeopardy» und ist bei Yale University Press erschienen (nur auf Englisch verfügbar). Seine Beiträge veröffentlicht er auch auf seiner Webseite:

www.georgemagnus.com

Anmerkung: Die Ansichten und Meinungen, die im Experteninterview geäussert werden, können von der Meinung der VP Bank abweichen.

DOMINIQUE GISIN

Die Olympiasiegerin in der alpinen Abfahrt von Sotschi 2014 weiss, wie man Rückschläge wegsteckt.

Clifford Padevit



« Ich habe in Verletzungspausen immer einen Gang hochgeschaltet. »

Dominique Gisin

«Wäre meine Karriere ein Film, man würde sagen, die Geschichte sei unrealistisch», sagt Dominique Gisin. Doch die Story ist wahr. Gisin stürzte 2010 während der Abfahrt an den Olympischen Spielen in Vancouver, doch 2014 in Sotchi ist sie zurück und gewinnt, zeitgleich mit der Slowenin Tina Maze, die Goldmedaille. Es ist der Höhepunkt ihrer Karriere, und wenn sie das selbst so erzählt, klingt es fast, als könne sie es immer noch nicht ganz fassen. So viel Arbeit hat sie in diesen Sieg gesteckt, so viel Leid erlitten mit mehreren Verletzungen am rechten Knie. Und so viele Menschen hat sie

mit ihrer Geschichte berührt, davon zeugen Begegnungen auf der Strasse und unzählige Briefe.

Auch nach der Sportlerkarriere, die sie vor fünf Jahren beendete, gibt die heute 35-jährige Vollgas. Sie ist Delegierte des Stiftungsrats bei der Schweizer Sporthilfe, sie ist Botschafterin für das Schweizerische Rote Kreuz und die Engelbergerin sitzt im Verwaltungsrat der lokalen Bergbahnen. Sie unterstützte ihre jüngere Schwester Michelle, ebenfalls Skifahrerin, und trug viel dazu bei, dass diese vor zwei Jahren Olympiasiegerin in der Kombination wurde.

Daneben hat sie ihre Berufspilotenlizenz erworben und hält Vorträge darüber, wie man am Ball bleibt und Ziele erreicht. Ruhig sitzen ist ihr Ding nicht, darum nimmt sie während des «Lockdown» das Physikstudium an der Technischen Hochschule (ETH) in Zürich wieder auf und ist auf Kurs zum Master. Und sie setzt sich für die Initiative Engelbergs ein, 1'000 Ferienwochen an Gesundheitspersonal zu schenken als Dank für die Arbeit in der Coronakrise.

Es ist schwer, Schritt zu halten mit allem, was Gisin macht. Das ging den Gegnerinnen in der Abfahrt nicht anders.



Mein bestes Investment

«Die Zeit und Energie, während einer Verletzungspause alles zu tun, um bald wieder die volle Leistung erzielen zu können».

Wie es dazu kam

«Ich erlitt mehrere schwere Verletzungen. Während andere Sportler vielleicht die Chance sahen, Ferien zu machen oder einen Sprachaufenthalt, habe ich immer einen Gang hochgeschaltet», sagt Gisin. Als Beispiel nennt sie die Knieverletzung im Alter von 17, bei der alles ausser dem Kreuzband gerissen oder gebrochen war. Für eine so komplexe Verletzung gab es überhaupt keine Anleitung, wie man das Knie wieder aufbauen sollte. Und das ausgerechnet in einer Zeit, als es um die Qualifikation für das nationale Kader ging.

Hat es sich gelohnt?

«100 %. Alles was ich nach dieser Knieverletzung in meiner Sportkarriere noch erreicht habe, wäre ohne dieses Investment nicht mehr möglich gewesen. Und es kam viel zurück, nicht nur gesundheitlich, sondern auch finanziell.»



Mein schlechtestes Investment

«Aus rein finanzieller Sicht hat sich wohl der Aufwand für die Berufspilotenlizenz nicht ausbezahlt. Das kommt nicht mehr zurück.»

Wie es dazu kam

«Fliegen ist meine Leidenschaft und zunächst die Privatpilotenlizenz zu erlangen, war ein guter Ausgleich, um etwas aufzubauen. Teuer war vor allem die Berufspilotenlizenz, um allein mit Instrumenten fliegen zu können. Wenn ich den Aufwand für die Ausbildung aufrechnete, würde mir wohl schlecht (lacht). Je nach Flugzeugtyp kostet eine Flugstunde bis zu CHF 600, dazu kommen noch die Kosten für den Fluglehrer. Es kann gut sein, dass mich die Ausbildung CHF 50'000 gekostet hat. Da ich öfter zeitliche Unterbrüche hatte, kam es wohl teurer als bei anderen.»

Gibt es auch etwas Gutes daran?

«Ich kann jetzt von A nach B fliegen, auch mal bei mässigem Wetter. Und wer weiss, was die Zukunft bringt. So oder so konnte ich viele unvergessliche Abenteuer in der Luft erleben.»

DIE MACHT HAT, WER DOLLAR MACHT

Die eigene Währung als akzeptiertes Zahlungsmittel in der ganzen Welt einsetzen zu können, das ist der Vorteil einer Weltwährung. Gleichzeitig können die USA damit auch politische Ziele durchsetzen.

Gerd Hübner

Die Menschen auf Kuba haben es derzeit nicht leicht. Medienberichten zufolge sind Sprit und Lebensmittel knapp. Es herrscht Hunger und Armut. Der Grund: Im vergangenen Jahr wandte sich die US-Regierung von der Politik der Öffnung gegenüber dem Inselstaat ab, die Donald Trumps Vorgänger Barack Obama eingeleitet hatte, und verkündete Sanktionen. Damit, befand der amtierende US-Finanzminister Steven Mnuchin, wolle man die Führung in Havanna für die Unterdrückung der Menschen Kubas und die Unterstützung anderer Diktaturen in der Region, vor allem in Venezue-

la, zur Rechenschaft ziehen. Eine Umgehung der Sanktionen, die Kuba vom US-Dollar abschneiden, ist so gut wie unmöglich. Dass dem so ist, hat mit der Rolle des Dollars als Weltleitwahrung zu tun. Ohne den Dollar geht kaum etwas auf der Welt. Über 60 % der weltweiten Wahrungreserven werden in Dollar gehalten (→ vgl. «Der Dollar ist, und bleibt vorerst, die einzige Weltwährung» Seite 23). Der Euro folgt weit abgeschlagen mit 20 % auf Platz zwei.

Zudem ist die US-amerikanische Währung an 88 % aller weltweiten Devisentransaktionen beteiligt. Eine solch dominante Währung gab es

seit dem britischen Pfund nicht mehr.

Die Funktion des US-Dollars als Leitwährung geht auch auf das Bretton-Woods-System mit fixen Wechselkursen und der Konvertibilität von Gold in Dollar zurück. (→ vgl. Infobox Seite 21)

Durchsetzungskraft dank Sanktionen

Obwohl das Bretton-Woods-System 1973 kollabierte, hat sich der Dollar als Weltwährung gehalten. Als globale Leitwährung ist der Dollar in ausreichendem Masse überall verfügbar und in alle anderen Währungen konvertierbar. Zudem ist Amerika eine politische und wirtschaftliche Weltmacht, es verfügt über weit entwickelte Finanzmärkte. Der Dollar genießt überdies ein hohes Mass an internationaler Akzeptanz (→ vgl. Experteninterview Seite 16).

Weil wegen der verbreiteten Verwendung von Dollar kaum eine internationale Finanztransaktion abläuft, ohne dass die Vereinigten Staaten davon erfahren, lässt sich der Dollar auch politisch einsetzen. Der Grund dafür sind die sogenannten Clearingstellen.

« Eine solch dominante Währung wie den US-amerikanischen Dollar gab es seit der Vormachtstellung des britischen Pfunds nicht mehr. »

Über Clearingstellen erfolgt die Abrechnung und Abwicklung von US-Finanzmarktgeschäften sowie der Dollar-Zahlungsverkehr. Weltweit gibt es nur zwei davon. Die eine ist die Fedwire der US-amerikanischen Notenbank mit mehr als 6'000 zugelassenen Banken, die andere ist das Clearing House Interbank Payments System, kurz CHIPS genannt, das etwa 60 Grossbanken als Teilnehmer zählt.

Zugang zum Dollar ist für Banken überlebenswichtig

Doch dürfen Dollar-Transaktionen nur jene Banken durchführen, die das Zutrittsrecht zum Clearing haben. Das heisst, ohne den Zugang zu den Clearing- und Settlement-Prozessen können Finanzmarktteilnehmer ihre Geschäfte und Zahlungen in Dollar weder abrechnen noch abwickeln. Um die Abhängigkeit gegenüber dem US-Finanzsystem zu begrenzen, sei die einzige Alternative, auf Dollar-Finanzmarktgeschäfte und -Zahlungen zu verzichten, folgerte etwa die Schweizer Regierung in einem Bericht zuhanden des Parlaments. Das aber dürfte sich kaum eine Bank leisten können.

Deshalb ist es für Kreditinstitute, die in den Verdacht geraten, gegen US-Sanktionen zu verstossen, auch so wichtig, dieses Zutrittsrecht nicht zu verlieren. Spektakulär war zum Beispiel der Fall der französischen Grossbank BNP Paribas im Jahr 2014. Sie akzeptierte eine Geldstrafe in Höhe von 8.9 Mrd. Dollar – weil sie Geschäfte mit Ländern machte, gegen die die USA Sanktionen erhoben hatten. Nach Angaben des Justizministeriums soll BNP zwischen 2004 und 2012 Gelder von sanktionierten Staaten im Umfang von mehr als 8.8 Mrd. Dollar

« Weil aber kaum eine internationale Finanztransaktion abläuft, ohne dass die Vereinigten Staaten davon erfahren, lässt sich der Dollar auch politisch einsetzen. »

durch das US-Finanzsystem geschleust haben.

Ein anderer Fall ist der des russischen Milliardärs Viktor Vekselberg. Dessen Schweizer Konten wurden, weil die USA Sanktionen gegen Personen im unmittelbaren Umfeld des russischen Präsidenten Wladimir Putin verhängt hatten, 2016 eingefroren. Eigentlich, so berichtet die «Neue Zürcher Zeitung», verstosse dieses Einfrieren gegen Schweizer Recht. Dass es die Schweizer Banken dennoch taten, zeugt aber einmal mehr von der Macht der USA oder besser: der Macht des Dollars.

Banken sind deshalb bei jedem Geschäft darauf bedacht, nicht gegen Sanktionen der US-Regierung zu verstossen. Zentral ist hier die Specially Designated Nationals and Blocked Persons List, kurz SDN-Liste genannt, des US-amerikanischen Finanzministeriums. Dort sind alle Staaten, Unternehmen und Privatpersonen aufgeführt, die die nationale Sicherheit der Vereinigten Staaten gefährden.

Die eigene Währung als internationale Leitwährung hat also

nicht nur enorme wirtschaftliche Vorteile. Dank der Beliebtheit des Dollars können die USA nicht nur politisch ihre Meinung durchsetzen, sondern haben über ihre Währung einen weiteren Weg, ihren Forderungen Gehör zu verschaffen.

INFO

Das Bretton-Woods-System

bezeichnet ein internationales Währungssystem, das 1944 beschlossen und eingeführt wurde. Teil des Systems waren fixe Wechselkurse zum Dollar sowie die Konvertibilität von Dollar in Gold. Der Dollar war somit Leit- und Reservewährung.

Die USA gaben 1971 einseitig den Goldstandard auf, was das Ende des Systems einläutete. Seit 1973 herrschen freie Wechselkurse.

WAS BEI EINEM SCHWACHEN DOLLAR HILFT

Bernd Hartmann, André Rheinberger

01

Währungshedges für Nicht-USD-Anleger

Ein schwächerer US-Dollar führt bei Anlegern, deren Referenzwährung nicht der Greenback ist, zu Währungsverlusten bei USD-denominierten Anlagen. Keine US-Anlagen zu halten, greift zu kurz, denn gewisse Sektoren, wie etwa die IT-Branche, werden durch US-Unternehmen dominiert.

Exportorientierte US-Konzerne werden durch einen günstigeren USD international wettbewerbsfähiger. Auslandsgewinne dieser Unternehmen sind mehr wert, wenn sie repatriiert werden. Mit Devisentermingeschäften oder währungsgesicherten Fondstranchen können Anleger Währungsschwankungen ausschliessen oder reduzieren.

02

Regionale Diversifikation für USD-Anleger

Anleger mit Referenzwährung USD sollten darauf achten, sich mit ihrer Portfolio-Allokation nicht zu sehr auf den Dollarmarkt zu beschränken. Bei der Aktienselektion sind Unternehmen mit Preismacht zu bevorzugen, da diese Kostenschwankungen ausgleichen können.

Anlagen in anderen Ländern helfen ausserdem, die Diversifikation zu erhöhen. Dies empfiehlt sich primär für Aktienanlagen, denn bei qualitativ hochwertigen Anleihen überschattet die Währungsentwicklung schnell die Couponzahlung.

03

Schwellenländer-Bonds

Ein wichtiger Teil der Finanzierung von Schwellenländern erfolgt in USD. Wertet der USD ab, reduziert sich die Schuldenlast des Gläubigers. Die verbesserte Tragfähigkeit wirkt sich ceteris paribus positiv auf die Schuldnerqualität aus. Dies erhöht die Attraktivität von Schwellenländeranleihen.

04

Schwellenländer-Aktien

In vielen Portfolios sind Aktien von Schwellenländern (Emerging Markets) gemessen an der realwirtschaftlichen Bedeutung für die Weltwirtschaft unterrepräsentiert. Bei einem schwächeren Dollar, eine Situation, die Schwellenländer strukturell begünstigt, steigt der Anreiz, die regionale Diversifikation anzupassen.

05

Gold

Die Produktionskosten von Gold fallen grösstenteils nicht in Dollar an. Schwächt sich der Greenback ab, steigen die in USD umgerechneten Kosten, womit sich der Goldpreis erhöht. Daher weist das Edelmetall, wie auch andere Rohstoffe, eine negative Korrelation zum USD auf. Primär sind es aber die Diversifikationseigenschaften als konjunkturunabhängige Anlage, die für das Gold sprechen.

DER DOLLAR IST, UND BLEIBT VORERST, DIE EINZIGE WELTWÄHRUNG

Die Vormachtstellung des Dollars ist unerreicht. Keine Währung ist auch nur annähernd so weit herum akzeptiert wie die US-Währung.

Thomas Gitzel

Die Coronakrise macht deutlich, dass der US-Dollar nach wie vor die wichtigste Währung der Welt ist. Wann immer es zu Verspannungen an den Finanzmärkten kommt, Aktienmärkte fallen, in den Geldmärkten die Liquidität fehlt und Risikoaufschläge von Unternehmens- und Schwellenländeranleihen steigen, wertet der Dollar auf. Er ist als «sicherer Hafen» in solchen Phasen heiss begehrt. Doch es ist mehr, was den Dollar zur Leitwährung macht.

Eine Leitwährung zeichnet sich dadurch aus, dass sie als international wichtigste Transaktions-, Anlage- und Reservewährung akzeptiert wird. Hierzu muss sie uneingeschränkt in andere Währungen tauschbar und in ausreichendem Masse global verfügbar sein, um der weltweiten Liquiditätsnachfrage entsprechen zu können. Es ist also vor allem die schiere Grösse des Währungsraumes, die den Greenback so bedeutend macht. So war der Dollar laut der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, der Zentralbank der Zentralbanken, an neun von zehn weltweiten Devisentransaktionen (88 %) beteiligt, während der Euro als zweitwichtigste Währung nur bei einem Drittel (31 %) aller Währungstausche auftaucht. Der chinesische Renminbi rangiert mit einem Anteil von derzeit 4 % weit abgeschlagen auf dem achten Platz.

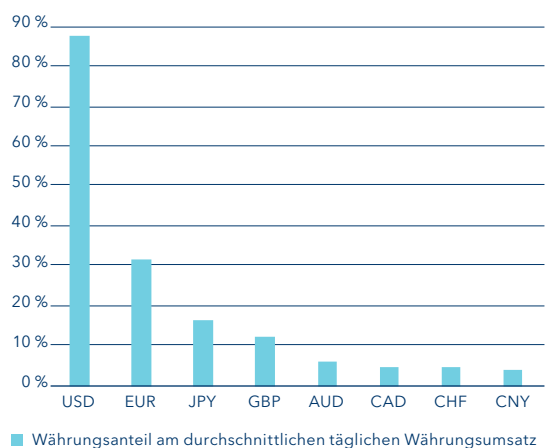
Finanzmarkt spielt eine grosse Rolle

Die Verfügbarkeit einer Währung ist also eine notwendige Bedingung, um in den Rang einer Reservewährung zu kommen. Das reicht aber nicht, denn gleichzeitig muss der

Finanzmarkt offen und sowohl tief als auch gut entwickelt sein. Kapital muss also in den betreffenden Wirtschaftsraum ungehindert hinein- und herausfliessen können. Volkswirte nennen dies eine «liberalisierte Kapitalbilanz» eines Landes.

Es müssen Anlagen an den Zins- und Aktienmärkten ohne staatliche Kontrollen möglich sein. Die USA beziehungsweise der Dollar erfüllt auch dieses Kriterium, anders als etwa der chinesische Renminbi (→ vgl. Experteninterview Seite 16). Die Zins-, Anleihen- und Aktienmärkte nehmen mit ihrer Grösse und Zugänglichkeit ebenfalls eine Leuchtturmfunktion an den Finanzmärkten wahr.

Beteiligungsquote an Devisenmarkttransaktionen nach Währungen



Um das Vertrauen und die internationale Akzeptanz als Reservewährung zu gewährleisten, muss das Leitwährungsland zudem die innere Wertstabilität der Währung durch eine nachhaltig auf Preisniveaustabilität ausgerichtete Geld- und Finanzpolitik sicherstellen, einen hohen Grad an makroökonomischer Stabilität besitzen und eine bedeutende wirtschaftliche und politische Rolle in der Weltwirtschaft spielen.

Wegen der in den USA stark steigenden Staatsverschuldung – auch vor dem Hintergrund der billionenschweren Coronarettungspakete – mögen Zweifel aufkommen, ob der Dollar seine Rolle als wichtigste Währung verteidigen kann. Doch die USA blicken auf eine einzigartige Erfolgsgeschichte in Sachen Stabilität zurück.

Während massive Geldentwertungen in nahezu allen Weltregionen anzutreffen waren, warten die USA hierbei mit einer weissen Weste auf. Obwohl auch die USA in den vergangenen Jahrzehnten schwerwiegende Wirtschaftskrisen erlitten, schafften es die US-Notenbank und die verschiedenen Regierungen, langfristig für Verlässlichkeit und Stabilität zu sorgen.

Die Wirtschaftswissenschaftler Steve H. Hanke und Nicholas Kruszwei von der Johns-Hopkins-Universität in Baltimore (USA) liefern den Beweis mit ihrer umfangreichen Datenbank zu Hyperinflationen. Im Untersuchungszeitraum seit Mitte des 18. Jahrhunderts fanden sie 56 Hyperinflationen. Davon spricht man, wenn monatlich eine Inflationsrate von 50 % und mehr vorliegt. Auf dieser Liste sucht man die USA oder Grossbritannien vergebens, findet aber Deutschland, Frankreich, China oder auch

Russland. Diese Stabilität wird durch die politische und militärische Dominanz des Landes unterstützt. Diese Dominanz ist nach wie vor ein Alleinstellungsmerkmal, wenngleich der Abstand zum aufstrebenden China knapper wird.

Der Dollar besitzt also alle wichtigen Eigenschaften für eine globale Leitwährung. Es ist deshalb nicht erstaunlich, dass das Gros der weltweiten Devisenreserven in Dollar gehalten wird. Nach Angaben des Internationalen Währungsfonds (IWF) entfallen 62 % der globalen Devisenreserven auf den US-Dollar. Weit abgeschlagen auf Platz zwei folgt der Euro mit einem Anteil von 20 %.

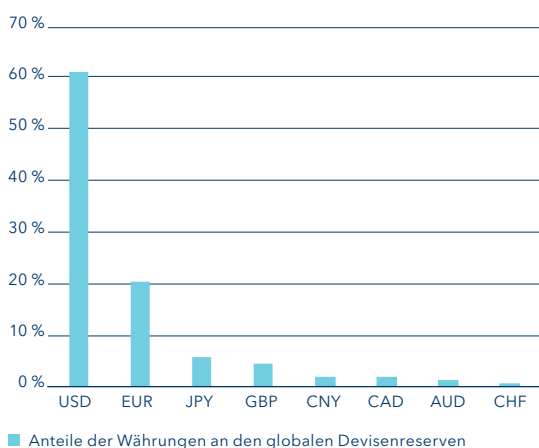
Wie lange hält die Dominanz des Dollars?

Dass der Dollar für immer die Leitwährung Nummer eins bleibt, ist nicht in Stein gemeisselt. Bis Mitte der 1920er-Jahre war das britische Pfund noch die dominierende Reservewährung. Erst dann wurde der US-Dollar zu einer wirklichen Konkurrenz. Bis zum Ende des Zweiten Weltkrieges galten das Pfund und der Dollar als die Weltleitwährungen. Der Siegeszug des Dollars begann nach Kriegsende.

Mit China erwächst nun eine neue politische und wirtschaftliche Supermacht. Der Verdacht liegt deshalb nahe, dass die Tage der Vorrangstellung des US-Dollars gezählt sind. Doch wird der Greenback noch über einen sehr langen Zeitraum dominieren. Wie wir gezeigt haben, ist eine grundlegende Bedingung für eine Reservewährung eine liberalisierte Kapitalbilanz. Das heisst, Kapital kann ungehindert in den Währungsraum hinein- und herausfliessen. Starke Zu- oder Abflüsse von Anlagegeldern können zu einer massiven Auf- oder Abwertung einer Währung führen, mit entsprechenden Auswirkungen auf die Inflation und die Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaft. Ein grosser Kapitalabzug kann im schlimmsten Falle zur Zahlungsunfähigkeit führen und Regierungen stürzen. Ein Staat gibt damit auch ein gutes Stück politische Kontrolle ab. Autoritären Regierungen fällt dies schwer, letztlich setzt ein freier Kapitalverkehr ein offenes und liberales Staatswesen voraus.

Gerade weil der chinesische Staat sehr stark auf Kontrolle setzt, ist es nicht absehbar, dass die Regierung in Peking einen freien Kapitalverkehr zulassen wird. Damit entfällt aber eine zentrale Voraussetzung für eine Reservewährung. Aus diesem Grund wird der Renminbi dem US-Dollar den Rang nicht so bald ablaufen.

Dollar ist mit Abstand am wichtigsten



DIE ANGST VOR DEM ZWEITEN MAL

Bernd Hartmann

Das Coronavirus und die damit einhergehenden weitreichenden Folgen der Eindämmungsmassnahmen haben unser aller Leben schlagartig verändert. Mit Blick nach vorne dominiert die Frage, ob es zu einer zweiten Ansteckungswelle kommen wird. Die Erfahrungen aus früheren Pandemien lehren uns, dass dies durchaus wahrscheinlich ist, solange kein Impfstoff existiert. Niemand kann jedoch sagen, ob und in welchem Ausmass eine zweite Welle die Erde überrollt.

Eine ähnliche Fragestellung beschäftigt derzeit die Investoren. Auch hier lehrt uns die Aufarbeitung der Vergangenheit, dass auf das Aufwärts nach einem starken Einbruch oftmals ein erneuter Rückschlag folgt, bevor eine nachhaltige Erholung einsetzt.

Erholung erst im 4. Quartal

Beides macht den Anlegern Angst, was sich in den heftigen Marktausschlägen zeigt. Der Schock ist noch nicht überwunden: Die Aktienbörsen verloren deutlich schneller mehr als in früheren Bärenmärkten. Auf die Korrektur folgte dann eine überaus kräftige Erholung; innert eines Monats konnte die Hälfte des Einbruchs wieder gutgemacht werden.

Hilfsprogramme der Regierungen und grosszügige Stimuli der Notenbanken liessen Investoren über die konjunkturellen Hiobsbotschaften hinwegsehen. Da Finanzmärkte zu-

künftige Ereignisse vorwegnehmen, ist eine gegenüber der Realwirtschaft vorzeitige Erholung grundsätzlich nichts Ungewöhnliches. Allerdings befindet sich die Wirtschaft derzeit noch mitten im Abschwung. Zwar dürfte der Tiefpunkt im zweiten Quartal gefunden werden. Eine Erholung erwarten wir aber erst im vierten Quartal.

Die Zeit bis dahin wird für zahlreiche Unternehmen eine enorme Belastungsprobe darstellen. Dabei gilt es Liquiditätsengpässe zu meistern, um das Überleben zu sichern. Trotz der Unterstützung der Notenbanken, die mit ihren Markteingriffen die Finanzierungskosten tief halten, wird dies nicht allen Unternehmen gelingen. Solange sich die wirtschaftliche Erholung noch nicht abzeichnet, bergen Insolvenzen und allfällige zunehmende politische Dissonanzen Rückschlagspotenzial.

An Strategie festhalten

Anleger sollten sich in diesem Umfeld nicht zu einseitig positionieren. Im Rahmen der persönlichen Anlagestrategie sollte zwar in Aktien und Unternehmensanleihen investiert werden. Bei der Auswahl ist es wichtig, sich auf qualitativ hochwertige Unternehmen zu konzentrieren. Sie sind besser gerüstet, um wirtschaftlich schwierige Monate zu überstehen, und daher eher fähig, um von einer anziehenden Konjunktur zu profitieren.

«Anleger sollten sich in diesem Umfeld nicht zu einseitig positionieren.» »

Auch langfristige Themeninvestments in ausgeprägte Trends wie etwa die digitale Transformation, die durch die Coronakrise noch beschleunigt wurde, sollten Teil der Aktienallokation sein.

Die Ausweitung der Kreditaufschläge bietet derzeit eine gute Gelegenheit, um fällige Rückzahlungen von Anleihen zu reinvestieren. Wir empfehlen, bei den soliden Qualitäten zu bleiben und sich nicht zu sehr auf die Kaufprogramme der Notenbanken zu verlassen. Strategien, die kontrolliert Risiken eingehen und so ein attraktives Chancen-Risiko-Verhältnis aufweisen, erachten wir derzeit als besonders interessant. Dazu zählen risikooptimierte Aktienstrategien oder Wandelanleihen. Konjunkturunabhängige Anlagen wie Gold oder Insurance-linked Securities bieten aktuell wichtige Stabilität im Portfolio und sollten daher nicht fehlen.

IMPRESSUM

CIO-Office · VP Bank AG
Aeulestrasse 6 · 9490 Vaduz
T +423 235 61 73 · F +423 235 76 21
cio-office@vpbank.com

Redaktionsteam

Dr. Felix Brill, Chief Investment Officer
Dr. Thomas Gitzel, Chief Economist
Bernd Hartmann, Head CIO Office
André Rheinberger, Head Group Investment Advisory
Clifford Padevit, Head Group Investment Communications
Christina Strutz, Office & Publication Manager
Felipe Gomez de Luis, Head of Marketing Communications & Branding
Extern: Gerd Hübner, Freier Finanzjournalist

Gestaltung & Illustrationen

Lieu Nguyen, Senior Visual Designer
Katja Schädler, Visual Designer

Erscheinungsart

Halbjährlich

Erscheinungsdatum

1. Juni 2020

Redaktionsschluss

11. Mai 2020

Quellen für Charts und Statistiken

Seite 5: Refinitiv Datastream, VP Bank
Seite 6: Refinitiv Datastream, VP Bank
Seite 9: Federal Reserve Bank of St. Louis, OECD, U.S. Bureau of Labor Statistics, VP Bank
Seite 11: Bloomberg, VP Bank
Seite 12: Bloomberg, Refinitiv Datastream, VP Bank
Seite 23: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), VP Bank
Seite 24: Internationaler Währungsfonds (IWF), VP Bank

Quellen für Infografiken

<https://money.visualcapitalist.com>
<https://www.uscurrency.gov>
<https://www.federalreserve.gov>

Fotos

Seite 17: © Rene Ruis, Keystone-SDA
Seite 18: zur Verfügung gestellt

Druck

BVD Druck+Verlag AG, Schaan



MIX
Papier aus verantwortungsvollen Quellen
FSC® C013308



Wichtige rechtliche Hinweise

Diese Dokumentation wurde von der VP Bank AG (nachfolgend Bank) erstellt und durch die Gesellschaften der VP Bank Gruppe vertrieben. Diese Dokumentation stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Die darin enthaltenen Empfehlungen, Schätzungen und Aussagen geben die persönliche Auffassung des betreffenden Analysten der VP Bank AG im Zeitpunkt des auf der Dokumentation genannten Datums wieder und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Dokumentation basiert auf Informationen, welche als zuverlässig eingestuft werden. Diese Dokumentation und die darin abgegebenen Einschätzungen oder Bewertungen werden mit äusserster Sorgfalt erstellt, doch kann ihre Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit nicht zugesichert oder gewährleistet werden. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Dokumentation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu den darin behandelten Finanzinstrumenten oder deren Emittenten. Weitere wichtige Informationen zu den Risiken, welche mit den Finanzinstrumenten in dieser Dokumentation verbunden sind, zu den Eigen geschäften der VP Bank Gruppe bzw. zur Behandlung von Interessenkonflikten in Bezug auf diese Finanzinstrumente sowie zum Vertrieb dieser Dokumentation finden Sie unter https://www.vpbank.com/de/rechtliche_hinweise.

Die **Zukunft** versteht, wer das Grosse **erkennt**.

Die Finanzmärkte sind ständig in Bewegung. Doch mit einem langfristigen Horizont gewinnt man genügend Weitblick und Sicherheit. Als Bank mit unternehmerischem Hintergrund bieten wir Ihnen die verlässliche Orientierung. Eine Qualität, die über viele Prognosen hinausführt.



