Helaba

Im Fokus: Devisen

16. Mai 2023

US-Dollar: Über dem Zenit?

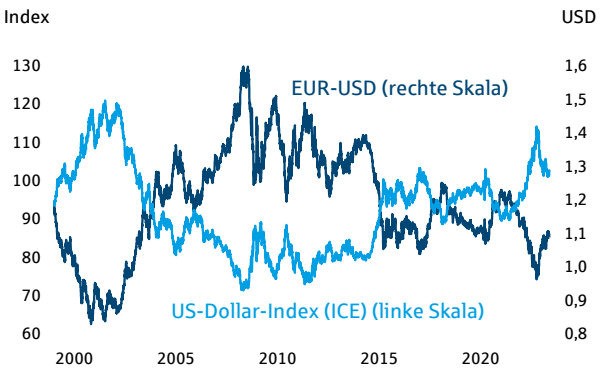
Alle Jahre wieder wird die Vorherrschaft des US-Dollar infrage gestellt. Kaum schwächelt die US-Währung nach ihrem Höhenflug ein wenig, wachsen die Zweifel – diesmal nicht zuletzt aus geopolitischen Gründen. Der US-Dollar bleibt aber wohl noch lange König, selbst wenn die Dominanz etwas bröckelt. Der Dollar könnte trotzdem abwerten, aber eher auf längere Sicht.

Christian Apelt, CFA
Devisenstratege
Tel. 069/91 32-47 26

Verliert der US-Dollar seine globale Führungsrolle? Hat gar sein struktureller Niedergang begonnen? In der jüngeren Zeit häufen sich Berichte über eine „**De-Dollarisierung**" der Welt. Hierzu passt, dass sich der Greenback seit Ende des dritten Quartals 2022 als die schwächste unter den führenden Währungen erwies. Der Euro-Dollar-Kurs stieg zeitweise über 1,10, selbst wenn er zuletzt wieder verlor. Zugegeben: Bis in den Herbst des Vorjahres wertete der US-Dollar noch massiv auf und notierte so stark wie lange nicht mehr. U.a. sank der Euro-Dollar-Kurs klar unter die Parität.

Am Devisenmarkt – und nicht nur da – spielen langfristige Faktoren in der Regel keine große Rolle, sondern kurzfristige, eher zyklische Bewegungen dominieren, insbesondere Zinserwartungen. Dass die Dollar-Herrschaft einmal mehr hinterfragt wird, erklärt sich derzeit nicht zuletzt mit der Geopolitik. China und Russland versuchen sich von der US-Währung zu lösen. Schon vor dem Ukraine-Krieg erweckte die **Instrumentalisierung des Dollar für Finanzsanktionen** – siehe Iran – in einigen Ländern Unbehagen. Demnach können die USA Banken vom Dollar und damit dem internationalen Zahlungsverkehr ausschließen. Die Sperrung russischer Devisenreserven nach Kriegsbeginn hat dies noch verschärft.

Dollar-Höhenflug beendet



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

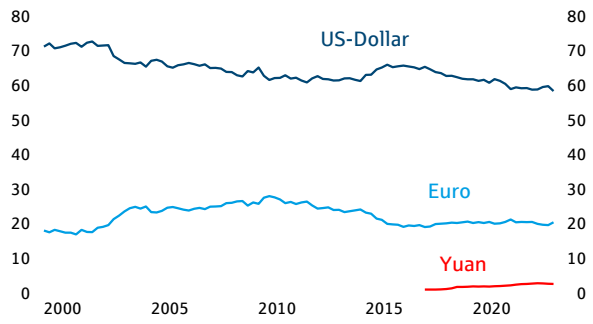
Aber nicht nur den USA eher feindlich gesonnene Länder grummeln, auch verbündete Staaten fühlen sich anscheinend unwohl. Sogar der französische **Präsident Macron** hinterfragte die Rolle des Dollar als Weltleitwährung. Er forderte Europas Abhängigkeit vom US-Dollar zu reduzieren. Und schon seit gefühlten Ewigkeiten wecken – mal mehr, mal weniger – hohe US-Haushalts- und Leistungsbilanzdefizite Zweifel. Auch die internationale Abhängigkeit von der US-Geldpolitik wird kritisiert.

Bis dato ist der US-Dollar unangefochten die Weltleitwährung. 1944 wurde das auf der US-Währung basierende Finanzsystem in Bretton Woods mit Institutionen wie dem Internationalen Währungsfonds und der Weltbank etabliert. Die Auflösung von „Bretton Woods" Anfang der siebziger Jahre tat aber der Dollar-Herrschaft keinen Abbruch. Die USA sind auch – noch – die größte Volkswirtschaft der Welt. Aber die **Rolle des Dollar übertrifft das realwirtschaftliche Gewicht** bei weitem. Der Greenback dominiert nicht nur die weltweiten Devisenreserven. Der Dollar gilt auch als führende Währung für die Fakturierung im Außenhandel – selbst wenn keine Teilnehmer aus den USA dabei sind. 88 % der globalen Devisentransaktionen werden in Dollar abgewickelt. An den Finanzmärkten oder bei internationalen Krediten führt die US-Währung mit großem Abstand. Dieses „außerordentliche Privileg" der USA reduziert die Zinskosten für den Staat und damit für die Gesamtwirtschaft und erspart den Unternehmen

Transaktionskosten. Der Wohlstand wird so zusätzlich erhöht. Zudem schützt die Rolle als Weltreservewährung die USA vor schweren internationalen wirtschaftlichen Verwerfungen – selbst in der von den USA ausgelösten globalen Finanzkrise war der Dollar stark gefragt. Und schon allein deshalb ist dieses amerikanische „Privileg“ international nicht so beliebt.

Dollar-Dominanz bröckelt ganz langsam

%, Anteil an den ausgewiesenen globalen Devisenreserven



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

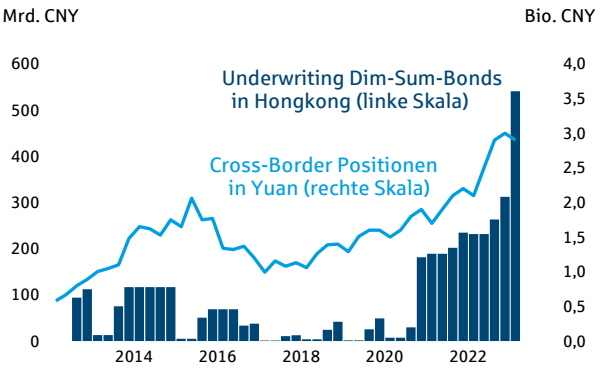
Dass die Attraktivität des Greenback tatsächlich etwas gelitten hat, zeigen die **internationalen Devisenreserven**. Hier lag der Dollar-Anteil Ende 2022 mit nur noch gut 58 % so niedrig wie seit den neunziger Jahren nicht mehr. Dabei haben Bewertungseffekte diesen Anteil sogar noch nach oben verzerrt.

Am deutlichsten strebt Russland eine „De-Dollarisierung“ an. Der russisch-chinesische Handel wurde bereits vor dem Ukraine-Krieg kaum noch in US-Dollar abgewickelt. Als Ersatz kam zunächst weniger der Chinesische Yuan, sondern der Euro infrage. Seit den Sanktionen nach dem Angriff auf die Ukraine ist der Euro aber auch keine geeignete Alternative mehr. Der Handel dürfte zunehmend in Yuan abgewickelt werden. Allerdings geht die Abneigung gegen die Dollar-Dominanz über diese beiden Länder hinaus. So schloss Brasilien mit China in diesem Frühjahr ein Swap-Abkommen für die Abwicklung des Handels in Landeswährungen ab. China versucht den Handel von Öl und Gas mit den Golfstaaten statt in US-Dollar in eigener Währung abzuwickeln. Bislang half nicht zuletzt der „**Petro-Dollar**“, die Dominanz der US-Währung aufrechtzuerhalten, zumal die Ölförderer zu den großen Besitzern von Devisenreserven zählen. Als Konsequenz neuer Abkommen könnten dann die reichen Nahoststaaten verstärkt Yuan-Reserven halten. Inwiefern nun aber wirklich nennenswert Ölgeschäfte in „Petro-Yuan“ abgewickelt werden, bleibt offen. Dass aber die Golfstaaten den Dollar-Anteil ihrer Reserven ein wenig zu Gunsten des Yuan umschichten, ist nicht ganz unwahrscheinlich.

Spekuliert wird, dass vor allem um die **BRICS-Staaten** – Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika – ein vom Dollar unabhängiges Finanzsystem entstehen könnte. So existieren in und um die BRICS bereits Institutionen wie das „Contingent Reserve Arrangement“ oder die „New Development Bank“ als Alternativen zum Dollar-System mit IWF und Weltbank. Diese neuen Institutionen haben aber bislang noch keine große Bedeutung. Außerdem versuchen insbesondere China und Russland ein neues System für den grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr zu etablieren, das unabhängig von dem von den USA beeinflussten SWIFT ist.

Während wohl alle BRICS-Staaten eine Grundskepsis gegenüber dem Dollar teilen, ist allerdings schon allein die politische Ausgangslage sehr unterschiedlich. China oder Russland sehen sich als Rivalen der USA und würden deren Einfluss grundsätzlich verringern. Andere möchten wohl nur die Abhängigkeit vom Dollar reduzieren, zumal etwa Indien mit China größere Konflikte als mit den USA hat. Daher sind **dieser Kooperation Grenzen gesetzt**. Eine gemeinsame Währung ist kein Thema. Nichtsdestotrotz haben diese Länder ein Interesse, den Dollar weniger zu nutzen. Unter den BRICS-Staaten gilt der Yuan als seriöseste Währung. Daher würde Chinas Währung am ehesten von einer Abkopplung vom Dollar profitieren.

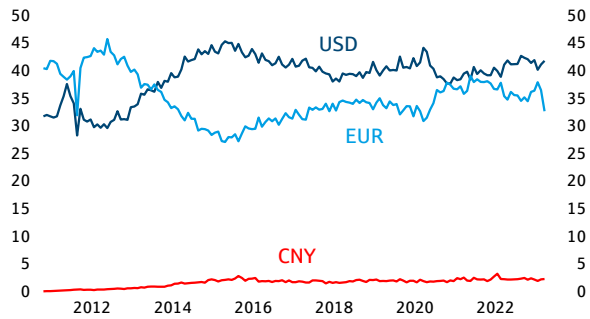
Mühsame Internationalisierung des Yuan



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Yuan im Zahlungsverkehr wenig bedeutsam

% der weltweiten SWIFT-Zahlungen



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

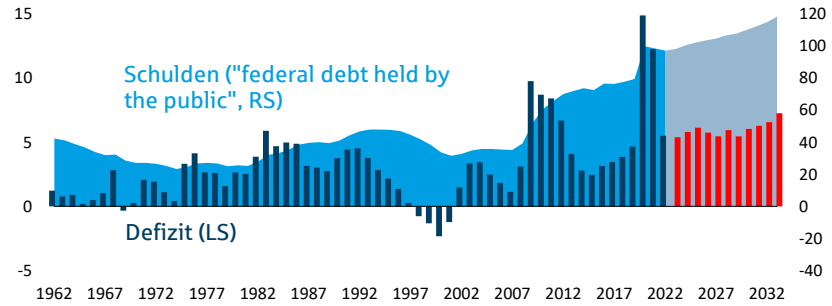
China hat den Yuan vor allem via Swap-Abkommen mit einzelnen Staaten gefördert. So hat die Bedeutung des Yuans im Handel zwar seit gut zehn Jahren zugenommen, insgesamt bleibt der Anteil aber gering – im Rahmen von SWIFT bei gut 2 %. Ein wenig mehr hat Chinas Währung unter den Notenbankreserven zugelegt. Aus politischen Gründen könnte dieser Anteil durchaus noch wachsen. Aber trotz aller politischer Förderung **stößt irgendwann der Yuan an Limits**. Chinas Währung ist immer noch nicht frei konvertibel, was seine internationale Attraktivität erheblich schmälert. Für einen durchschlagenden Erfolg sind Chinas Finanzmärkte zu wenig entwickelt. Solange die Konvertibilität eingeschränkt ist, ist keine entscheidende Besserung absehbar. Eine Weltleitwährung bedarf auf Dauer eigentlich auch eines Leistungsbilanzdefizits, um den Rest der Welt mit Devisen zu versorgen. Letztlich müsste die chinesische Politik einiges an Kontrolle über Wirtschaft, Wechselkurse und Kapitalmärkte abgeben, wenn sie ernsthaft den US-Dollar herausfordern wollte. Um eine Weltreservewährung zu werden, die über den Kreis von Verbündeten hinausgeht, ist außerdem das Vertrauen in die chinesische Politik vermutlich nicht ausgeprägt genug.

Der **Euro** wird seit der Schuldenkrise kaum noch als Dollar-Herausforderer gesehen. Dort wurden neben wirtschaftlichen auch politische Probleme offensichtlich. Trotz voller Konvertibilität sind in Euro die Kapitalmärkte nicht groß bzw. integriert genug, um es mit dem Dollar wirklich aufzunehmen. Seitdem hat die Gemeinschaftswährung insgesamt an Marktanteilen verloren. Dennoch bleibt der Euro mit Abstand die zweitwichtigste Währung der Welt.

Die Konkurrenten von „König Dollar“ sind bislang nicht schlagkräftig genug, um ihn zu entthronen. In der Historie haben frühere Leitwährungen wie der Niederländische Gulden oder das Britische Pfund allerdings zu ihrer eigenen Entthronung beigetragen – durch Finanz- und Schuldenkrisen, Inflation und Abwertungen. Die **US-Staatsfinanzen** bereiten durchaus **Grund zur Sorge**, insbesondere auf längere Sicht. Die derzeitige Situation ist – auch im Vergleich zu anderen Staaten – sicher nicht dramatisch. Der aktuelle Streit um die Schuldenobergrenze spricht wohl weniger für kritische Staatsfinanzen, sondern mehr für Probleme im politischen System. In Zukunft werden die finanziellen Spielräume für die Politik aber eher enger. Ob das zu einer noch unseriöseren Geld- und Finanzpolitik führen wird, die dann den Dollar langfristig schwächen würde, ist Spekulation.

USA: Überdurchschnittliche Defizite und ein wachsender Schuldenberg

Fiskaljahre, Bundeshaushalt, % am BIP*

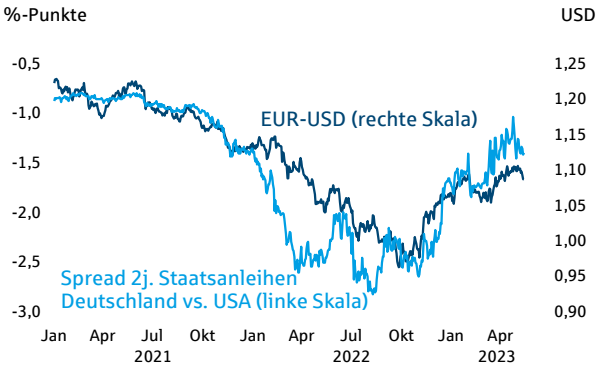


* ab 2023 Basis-Projektion des CBO

Quellen: Congressional Budget Office (CBO), Helaba Research & Advisory

Um seine Führungsrolle muss der Greenback also auf absehbare Zeit kaum fürchten. Allerdings ist sein Vorsprung gegenüber anderen Devisen bei Betrachtung der wirtschaftlichen Fundamentaldaten eigentlich zu groß. Geopolitische Erwägungen könnten zudem ein Auslöser sein, den Dollar-Anteil zu verringern. Die **Dominanz der US-Währung** dürfte daher ein wenig bröckeln. Dass der Dollar eingeholt oder gar überholt wird, ist jedoch noch für längere Zeit nicht zu erwarten.

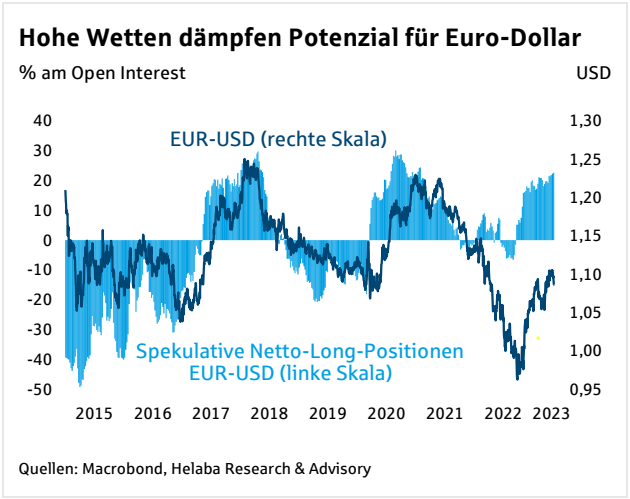
Am Devisenmarkt dürften leichte Umschichtungen insbesondere unter den Zentralbankreserven von kurzfristigen Effekten überlagert werden. Hier dominieren nach wie vor die geldpolitischen Aussichten. Die US-Notenbank hat nach dem jüngsten Schritt über 5 % vermutlich das **Ende ihres Zinserhöhungszyklus** erreicht. Die EZB wird hingegen wohl ihre Geldpolitik weiter straffen und zumindest noch einmal ihren Leitzins anheben. Damit schrumpft der US-Renditevorteil gegenüber dem Euro, was letzteren begünstigt. An den Finanzmärkten ist davon aber bereits viel vorweggenommen, was sowohl die Renditedifferenz von Staatsanleihen als auch der Euro-Dollar-Kurs zeigen.



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Spannender ist die Frage nach der nächsten geldpolitischen Kehrtwende. Da die Fed der EZB gewissermaßen zeitlich voraus ist, wird der Dollar-Zins wohl zuerst fallen. An den Terminmärkten wird eine erste Reduktion derzeit sogar schon für den September eingepreist. Dies ist aus unserer Sicht ein wenig zu früh. Schließlich wird dann die Kerninflation in den USA noch recht hoch ausfallen. Der bis dato sehr robuste Arbeitsmarkt sollte bis dahin zwar endlich erste Bremsspuren zeigen, aber wohl noch ziemlich ausgelastet sein. Das Auspreisen von Zinssenkungen könnte dem **Dollar auf kürzere Sicht einen leichten Schub** geben. Im ersten Halbjahr 2024 wird die Fed aber vermutlich ihren Leitzins senken, was das Anstiegspotenzial der US-Währung begrenzt bzw. mehr für eine Euro-Aufwertung spricht.

Im Zuge des Anstiegs des Euro-Dollar-Kurses war der Wechselkurs auf mittlere Sicht überkauft, was das weitere Potenzial limitiert. Zudem haben sich die spekulativen Positionen zu Gunsten des Euro ausgeweitet. Dies kann man als Kontraindikator werten. Allerdings waren diese Positionen bisher nicht so extrem, dass eine große Trendwende zu erwarten wäre. Eher spricht das dafür, dass der **Euro-Anstieg eine Atempause** einlegt, was sich ja zuletzt bereits abzeichnete.



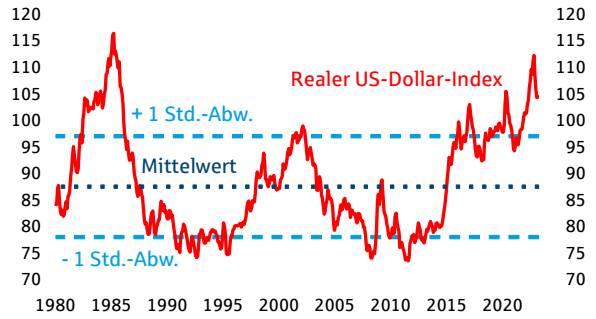
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Eine andere Frage ist die nach der **Risikoneigung an den Finanzmärkten**. Als Weltleitwährung ist der US-Dollar ein sicherer Anlagehafen, der in nervösen Marktphasen gesucht ist. Ob das auch gilt, wenn die USA wegen des Streits um die Schuldenobergrenze an den Rand eines Zahlungsausfalls geraten, bleibt offen. Die Probleme bei US-Regionalbanken belasten den Dollar eher nur, wenn damit Zinssenkungsspekulationen einhergehen. Zuletzt schienen die Bankenprobleme aber kein großes Thema mehr für die gesamten Finanzmärkte zu sein. Temporär könnte der Dollar bei wachsender Unsicherheit durchaus zulegen, zumal die US-Konjunktur in den kommenden Monaten schwächeln wird. Aber auch hier gilt: Mittelfristig dürfte die Laune an den Märken eher besser als schlechter werden, was tendenziell mit einem steigenden Euro-Dollar-Kurs einhergeht.

Auf längere Sicht bestehen neben der Geopolitik auch wirtschaftliche Gründe, die gegen den Dollar sprechen. Trotz der Verluste seit Herbst ist der **Greenback** langfristig betrachtet immer noch **recht teuer**. Das Haushaltsdefizit wurde bereits erwähnt, aber auch der Fehlbetrag in der Leistungsbilanz von 3 % am BIP ist erheblich. Dies erfordert einen regelmäßigen Kapitalzufluss aus dem Ausland – ein leichtes Defizit wäre hingegen unproblematisch. Damit sind die „Zwillingsdefizite“ mit knapp 9 % im historischen Vergleich ziemlich hoch, was auf längere Sicht zur Vorsicht mahnt.

Dollar trotz Rückgangs noch sehr teuer

Handelsgewichteter Index, enge Abgrenzung



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

2022 hatte der Euro wegen der Energiepreise unter einem Terms-of-Trade-Effekt gelitten. Dieser hat sich aber relativiert, die Energiepreise haben sich wieder drastisch verringert. Handels- und Leistungsbilanz haben sich in der Eurozone deutlich verbessert, aus einem Defizit von 3 % wurde ein Überschuss von 2 % am BIP. Damit hat hier der Euro wieder Vorteile. Risiken existieren natürlich auch in Europa, wie eine Eskalation des Ukraine-Krieges oder innenpolitische Krisen in der Eurozone. Solange diese Faktoren aber nicht virulent werden, sollte **auf längere Sicht der Euro die Oberhand** behalten.

	aktuell*	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24
US-Dollar / Euro	1,09	1,05	1,10	1,10	1,10

* 15.05.2023

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Kurzfristig könnte der Euro-Dollar-Kurs von zuletzt 1,09 also etwas nachgeben. Für **Ende 2023** erwarten wir wieder Kurse um **1,10**. Im kommenden Jahr dürfte der Euro-Dollar-Kurs dann mit Blick auf die geldpolitische Entwicklung sogar noch höher steigen – unabhängig davon, dass der Dollar weiter die Welt regiert.

Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

https://news.helaba.de/research/

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin /
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24
Internet: http://www.helaba.de

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.