

Der Dollar ist absturzgefährdet

Experten halten einen Einbruch von 30 Prozent für möglich – die hohen Schulden der USA sprechen für eine weitere Korrektur

ALBERT STECK

Die Finanzminister der zehn grössten Länder trafen sich im November 1971 in Rom zur Krisensitzung. Das globale Währungssystem war am Kollabieren. An diesem Treffen sagte der US-Finanzminister John Connally einen Satz, der in die Geschichte eingehen sollte: «Der Dollar ist unsere Währung, aber er ist euer Problem.»

Ausgelöst wurde die Krise durch den Entscheid der USA, das Abkommen von Bretton Woods zu kündigen. Dieses hatte im internationalen Handel für fixe Wechselkurse zum Dollar gesorgt und den Wert des Dollars an eine Golddeckung gebunden. Insgesamt trug das zum grossen Boom nach dem Zweiten Weltkrieg bei. Die Kündigung des Abkommens und die Aufhebung der Golddeckung führten zum sogenannten Nixon-Schock, benannt nach dem damaligen US-Präsidenten: Der Dollar verlor dramatisch an Wert – in kurzer Zeit halbierte sich sein Wert. Dies war auch eine Reaktion auf die vorherige Überbewertung der amerikanischen Währung, welche den USA ein hohes Leistungsbilanzdefizit beschert hatte.

Die Parallelen zu heute sind offensichtlich: Auch jetzt wieder stöhnt das Land unter einem rekordhohen Leistungsbilanzdefizit. Und der Dollar verliert ebenfalls stark an Wert. Im ersten Halbjahr 2025 hat der Greenback den grössten Verlust seit über fünfzig Jahren eingefahren. Die Einbusse zum Franken sowie zum Euro beträgt mehr als 12 Prozent. Die entscheidende Frage lautet nun: Gilt Connallys Glaubenssatz («unsere Währung – euer Problem») auch weiterhin? Oder wird der Dollar plötzlich zur Last für die USA selbst?

Rückgang auf 55 Rappen?

Die Antwort hängt davon ab, ob die derzeitige Talfahrt des Dollars bald endet oder ob das Gröbste erst noch folgt. Die Einschätzung renommierter Experten lässt befürchten, dass eher das zweite Szenario zutrifft. So kommt George Saravelos, der Leiter der Devisenanalyse bei der Deutschen Bank, in einer neuen Studie zum Schluss, dass der Dollar weitere 30 bis 35 Prozent an Wert verlieren könnte. Dies würde bedeuten, dass der Dollarkurs von heute 80 Rappen auf unter 55 Rappen fällt.

Auch der Harvard-Professor Kenneth Rogoff, der soeben ein neues Buch über den Dollar publiziert hat, beurteilt die Zukunft der amerikanischen Währung skeptisch. Bis in 25 Jahren werde der Dollar seine Vormachtstellung im globalen Währungssystem verloren haben. Vor allem China, aber auch andere Länder würden sich schrittweise aus ihrer Abhängigkeit von den USA lösen, sagt Rogoff.

Eine historische Analyse verdeutlicht zunächst: Der Greenback war noch nie eine besonders starke Währung – zumindest in Relation zum Schweizer Franken. Vor hundert Jahren kostete ein Dollar zwischen 5 und 6 Franken. Heute ist der Wert auf einen mageren Siebtel von damals geschrumpft (vgl. oberste Grafik).

Der Vergleich zeigt zudem, dass die Abwertung stets schubweise und in Wellenbewegungen erfolgte. Auf den Absturz des Dollars in den 1970er Jahren folgte zunächst eine kräftige Gegenbewegung. Dies führte 1985 zum Plaza-Abkommen zwischen den fünf grössten Wirtschaftsnationen. Darauf sank der Dollar gegenüber D-Mark und Yen erneut um 50 Prozent.

Unterschiedliche Teuerung

Solche Sprünge wirken drastisch. Doch die Wechselkurse müssen sich auch deshalb anpassen, weil die Teuerungsraten in den verschiedenen Ländern höchst unterschiedlich ausfallen. So verzeichnete die Schweiz in den letzten hundert Jahren eine mittlere Jahresinflation von 1,9 Prozent, gegenüber 3,0 Prozent in den USA. Der Unterschied mag auf den ersten Blick gering wirken. Das

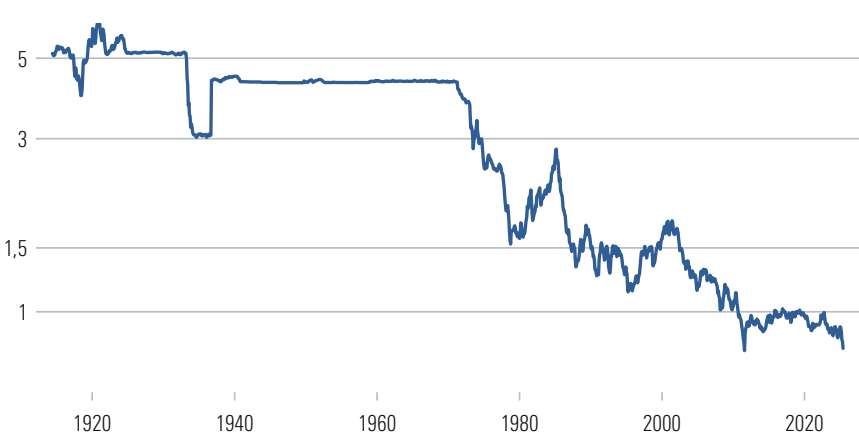


Neun von zehn Devisentransaktionen weltweit werden in Dollar abgewickelt.

NATHALIA ANGARITA / REUTERS

Trotz historischer Talfahrt ist die US-Währung überbewertet

Wechselkurs eines Dollars in Franken

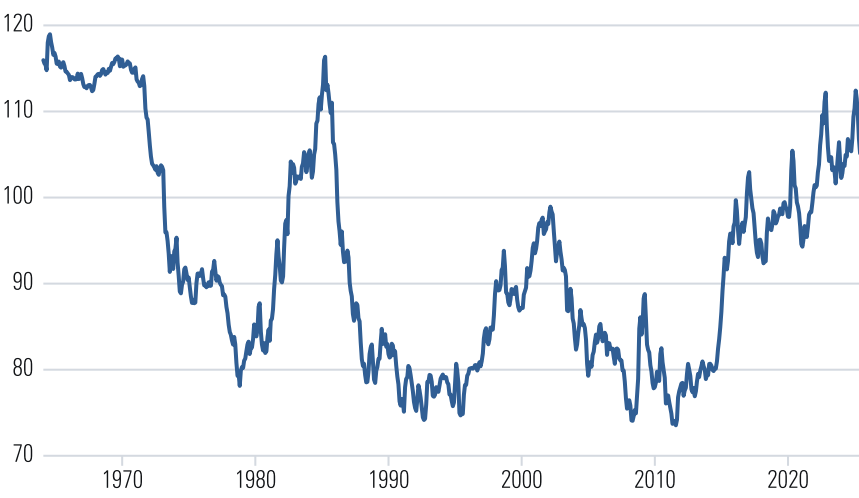


Logarithmische Darstellung

QUELLE: SNB

NZZ / sal. / nth.

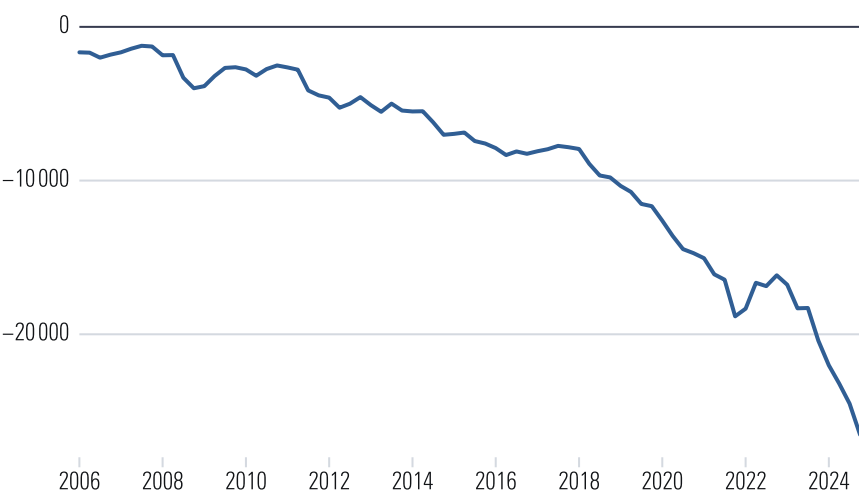
Realer effektiver Wechselkurs des Dollars (Index: 2020 = 100)



QUELLE: BIZ

NZZ / sal.

Nettoauslandvermögen der USA, in Milliarden Dollar



QUELLE: ST. LOUIS FED

NZZ / sal.

Zinsen Kredite aufnehmen kann. Zudem können sich die USA in ihrer eigenen Währung verschulden. Eine Abwertung des Dollars fügt damit primär den ausländischen Gläubigern Verluste zu.

Gläubigerländer profitieren

In den USA mehren sich indes die kritischen Stimmen, welche überdies in der Regierung Trump prominent vertreten sind: Gemäss dieser Auffassung sind jene Nationen, die in grossem Umfang Dollarreserven halten, Trittbrettfahrer: Sie profitieren von der wirtschaftlichen Grösse der USA, ohne sich an den Kosten zu beteiligen. Umgekehrt bürden sie dem Land grosse Lasten auf, indem sie den Wert des Dollars nach oben treiben, was die Konkurrenzfähigkeit der amerikanischen Exportwirtschaft untergräbt und die einheimische Industrie zerstört.

Was zweifellos zutrifft: Die Globalisierung hat die amerikanische Wirtschaft in eine Schieflage gebracht. Das äussert sich neben dem riesigen Handelsbilanzdefizit auch in der dramatischen Lücke beim Nettoauslandvermögen. Die Statistik zeigt nämlich, dass die USA immer stärker in ausländischen Besitz geraten. Noch vor der Finanzkrise von 2008 besaßen die Amerikaner ähnlich hohe Vermögenswerte im Ausland wie die übrige Welt in den USA.

Doch inzwischen sind die Schulden gegenüber dem Ausland förmlich explodiert: Sie belaufen sich zurzeit auf 62 000 Milliarden Dollar. Das kontrastiert mit Vermögenswerten von lediglich 36 000 Milliarden, welche die USA ausserhalb ihres Landes besitzen. Dieser Schuldenüberschuss von 26 000 Milliarden entspricht beinahe der Wirtschaftsleistung eines ganzen Jahres (vgl. unterste Grafik).

Es greift indes zu kurz, wenn die Trump-Administration die Schuld für dieses Ungleichgewicht den Handelspartnern zuschiebt – und als Gegenmittel höhere Zölle propagiert. Denn die Amerikaner könnten diese Lücken ebenso schliessen, indem sie mehr sparten und weniger konsumierten. Vor allem der Staat, der sich ein riesiges Haushaltsdefizit von jährlich 7 Prozent leistet, braucht mehr Budgetdisziplin.

Die Ökonomen sind sich zudem einig, dass die USA ihren gigantischen Kapitalhunger über kurz oder lang mässigen müssen. Auf dieses Szenario stützt sich auch die neue Studie der Deutschen Bank. Darin geht George Saravelos von der Deutschen Bank davon aus, dass sich der negative Saldo beim Auslandvermögen wieder bei einem Wert von 60 Prozent des Bruttoinlandprodukts einpendeln wird – was historisch immer noch viel wäre.

Es droht eine hohe Inflation

Dazu aber müsste sich der Dollar um weitere 30 bis 35 Prozent abwerten, so rechnet Saravelos vor. Gleichzeitig würde eine solche Abschwächung helfen, das Leistungsbilanzdefizit, welches im letzten Jahr über 1000 Milliarden Dollar erreicht habe, wieder auf ein nachhaltiges Niveau zu reduzieren, erklärt der Devisenexperte.

Eine solche Korrektur wäre heftig – auch wenn sie über eine längere Zeit erfolgen würde. Geschädigt würden dadurch einerseits die ausländischen Gläubiger, deren Vermögen empfindlich an Wert verlören. Die womöglich grössere Gefahr allerdings lauert in den USA selber: Denn der schwache Dollar könnte die Teuerung bei den Konsumentenpreisen beträchtlich anheizen. Schon jetzt geht der Marktkonsens von einer Beschleunigung der Inflation aus, nicht zuletzt wegen der Zölle. Manche Experten sagen für Ende Jahr eine Teuerungsrate von 4 Prozent voraus.

Der Dollar bleibt somit eine Art Fiebermesser, welcher den Stress im globalen Finanzsystem anzeigt. Fest steht: Zwischen den USA und der übrigen Welt haben sich enorme Ungleichgewichte aufgestaut. Eine Korrektur ist im Gange, doch wer den höchsten Preis dafür zu bezahlen hat, muss sich erst noch weisen.

exponentielle Wachstum führt allerdings dazu, dass sich die Preise in dieser Periode in der Schweiz lediglich versiebenfacht haben, während sie in den USA um das 19-Fache zulegten.

Zur Beurteilung, ob eine Währung billig oder teuer ist, eignet sich der nominale Wechselkurs daher kaum. Aussagekräftiger ist stattdessen der reale effektive Wechselkurs. Dieser misst die Wertentwicklung einer Währung gegenüber einem Währungskorb der wichtigsten Handelspartner und bereinigt diese um die unterschiedlichen Inflationsraten. Dieser Indikator gibt somit Aufschluss über die preisliche Wettbewerbsfähigkeit eines Landes im Vergleich zu seinen Konkurrenten.

Globale Ankerwährung

Die entsprechende Statistik der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zeigt, dass der Dollar gemäss diesem Massstab als hoch bewertet einzustufen ist, obwohl der Kurs in den letzten Monaten bereits sank. Um den historischen Mittelwert zu erreichen, müsste die amerikanische Währung um weitere 10 bis 15 Prozent fallen. Und gegenüber dem Niveau vor der Finanzkrise von 2008 beträgt der Korrekturbedarf gar 30 Prozent (vgl. mittlere Grafik).

Einen populären Gradmesser bildet im Weiteren der sogenannte Big-Mac-Index, den die Zeitschrift «The Economist» publiziert. Der Index vergleicht die lokalen Preise, die man zahlt, um einen Hamburger zu erwerben. In seiner jüngsten Auswertung bezeichnet der «Economist» den Dollar gegenüber den allermeisten Währungen als überbewertet – zu den wenigen Ausnahmen zählen der Franken und der Euro. Gegenüber dem chinesischen Yuan und dem japanischen Yen erreicht die Überbewertung 40 Prozent.

Was es allerdings schwierig macht, den fairen Wert des Dollars zu bestimmen, ist dessen Funktion als weltweite Ankerwährung. Zwar ist die Hegemonie nicht mehr ganz so extrem wie zu Beginn des Jahrhunderts. Der Anteil an den globalen Währungsreserven ist in dieser Zeit von 71 auf 58 Prozent gesunken. Bei anderen Kriterien jedoch bleibt die Dominanz erdrückend: Noch immer werden 88 Prozent aller Devisentransaktionen in Dollar abgewickelt.

Ob der Status als Leitwährung den USA mehr Vor- oder Nachteile einbringt, darüber wird seit langem heftig debattiert. So sprach der ehemalige französische Staatspräsident Valéry Giscard d'Estaing von einem «exorbitanten Privileg». Tatsächlich profitiert der amerikanische Staat davon, dass er zu tieferen