



Vom Leitstern zur Last: Der Dollar und die neue Weltordnung

Edgar Walk

Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Frankfurt am Main, Mai 2024

Folgende Erwartungen wurden mit der Liberalisierung der Kapitalflüsse Anfang der 1980er Jahre verbunden:



IMF – Bericht "Exchange Rate Arrangements and Economic Performance" (1977)

"Flexible exchange rates should serve as an equilibrating mechanism, adjusting to shifts in trade balances and capital flows without the need for restrictive policies."



OECD – "Code of Liberalisation of Capital Movements"

"The liberalization of capital movements will encourage the efficient allocation of resources and promote economic integration and stability among member countries."

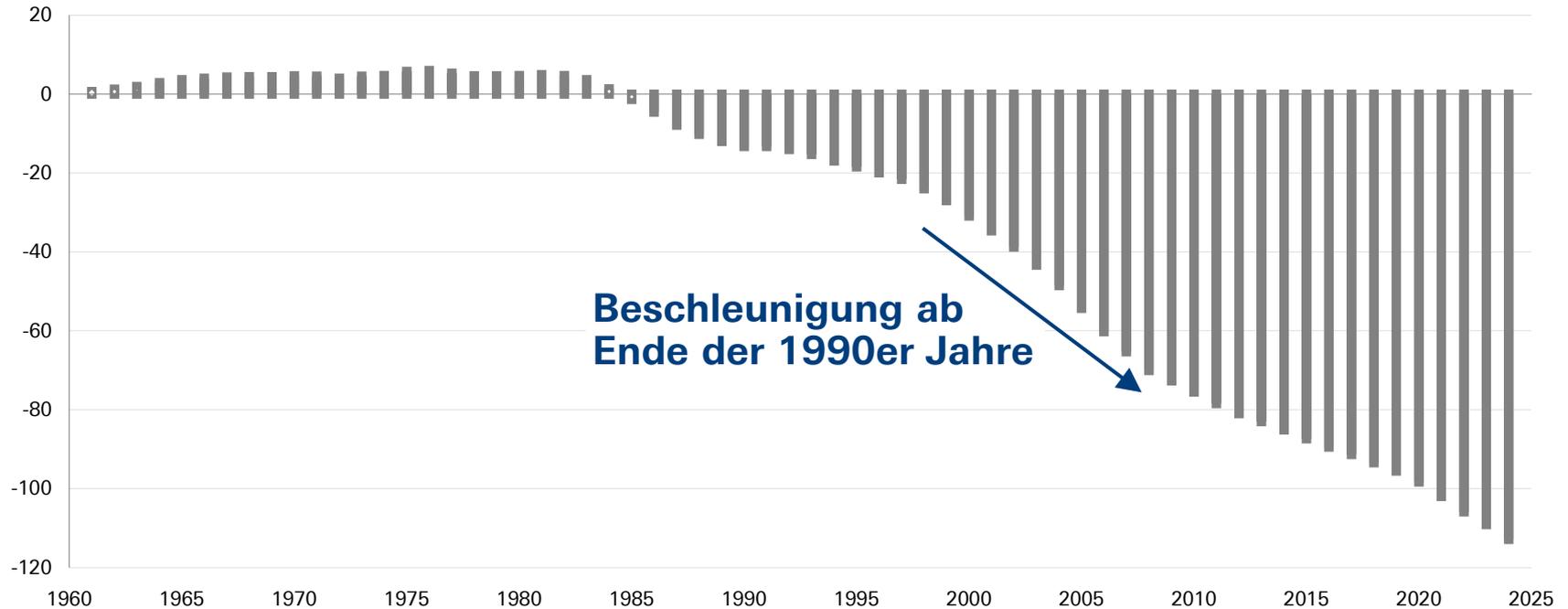


G-7 Kommuniqués der 1970er/1980er Jahre

A sound system of floating exchange rates and liberalized capital movements is essential for the orderly adjustment of external imbalances."

Die Kapitalflüsse sind offensichtlich keine gleichgewichtsbringende Kraft

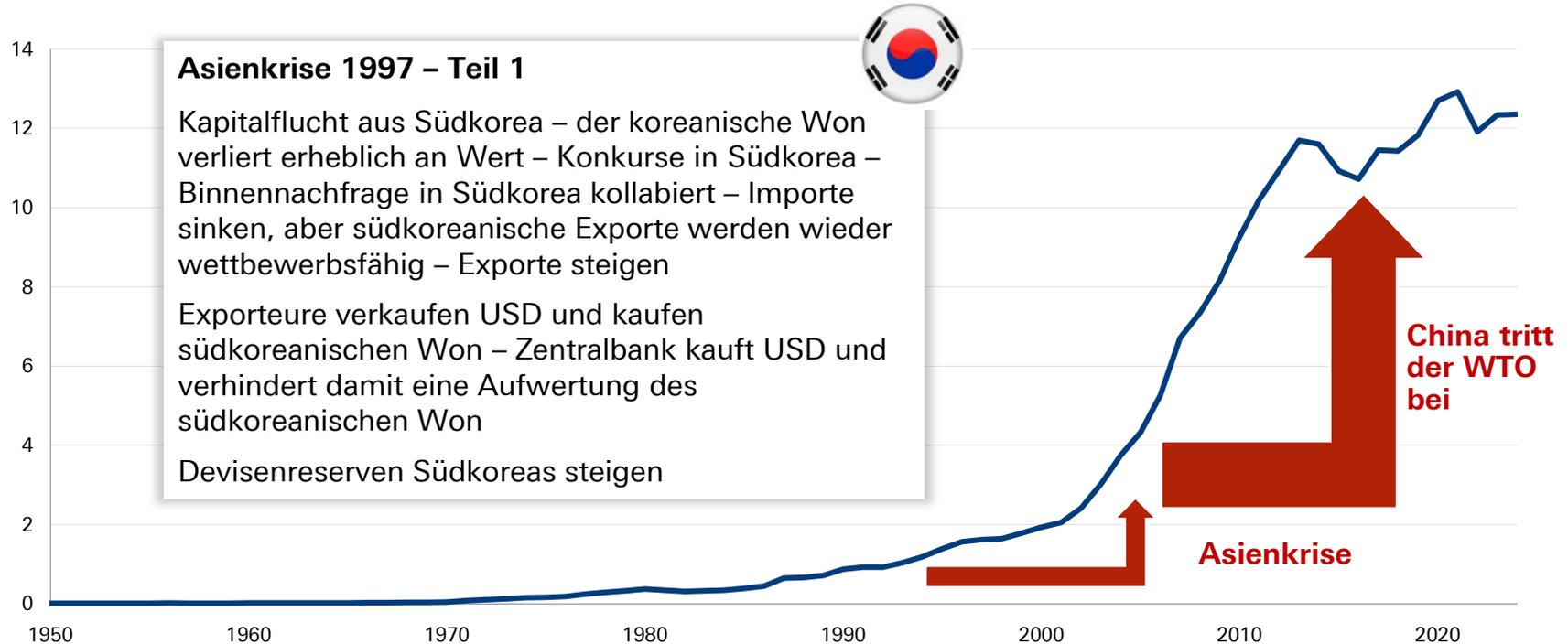
Kumulierte US-Leistungsbilanz in % des BIP



Quellen: OECD, Metzler; Stand: 31.12.2024

Die Asienkrise und der Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation

Globale Devisenreserven ohne Gold in Billionen USD



Quellen: Internationaler Währungsfonds, Metzler; Stand: 31.12.2024

Steigende Auslandsverbindlichkeiten: die Grenze ist dann erreicht, wenn Ausländer ihre Allokation in US-Finanzanlagen nicht mehr erhöhen möchten

in Billionen US-Dollar (Fremdkapital plus Eigenkapital)

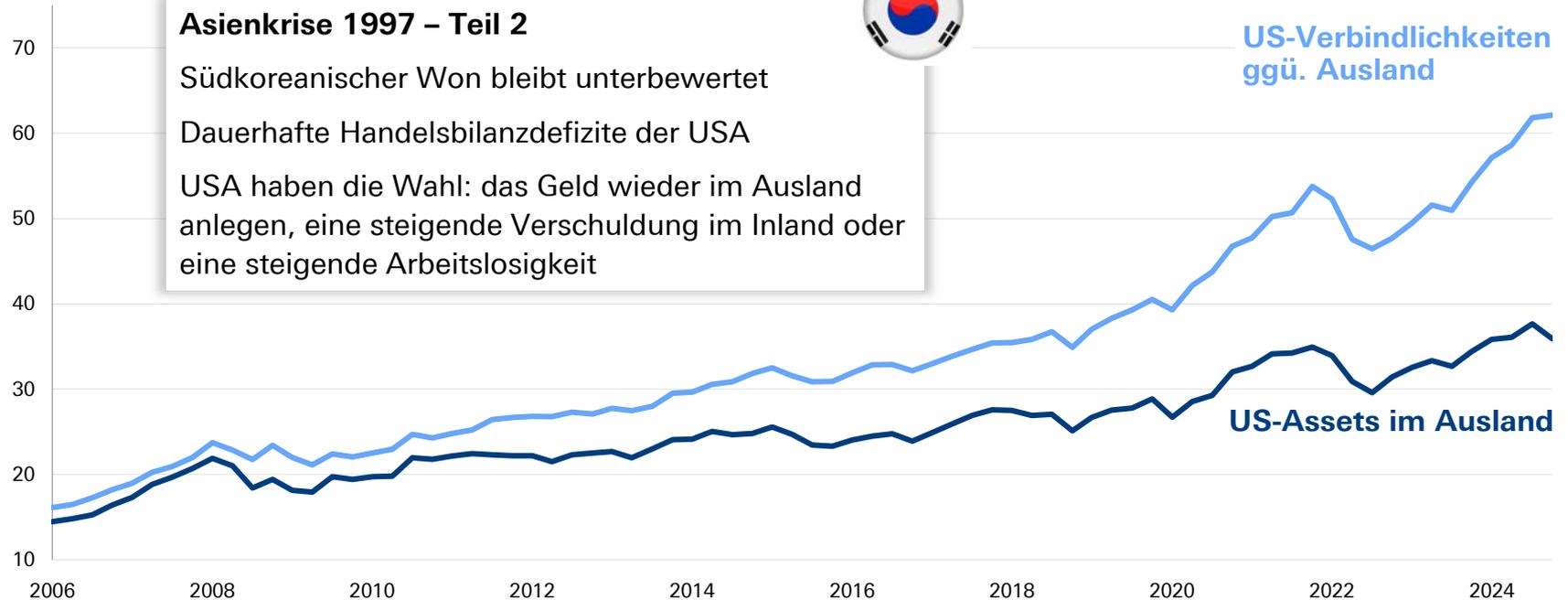


Asienkrise 1997 – Teil 2

Südkoreanischer Won bleibt unterbewertet

Dauerhafte Handelsbilanzdefizite der USA

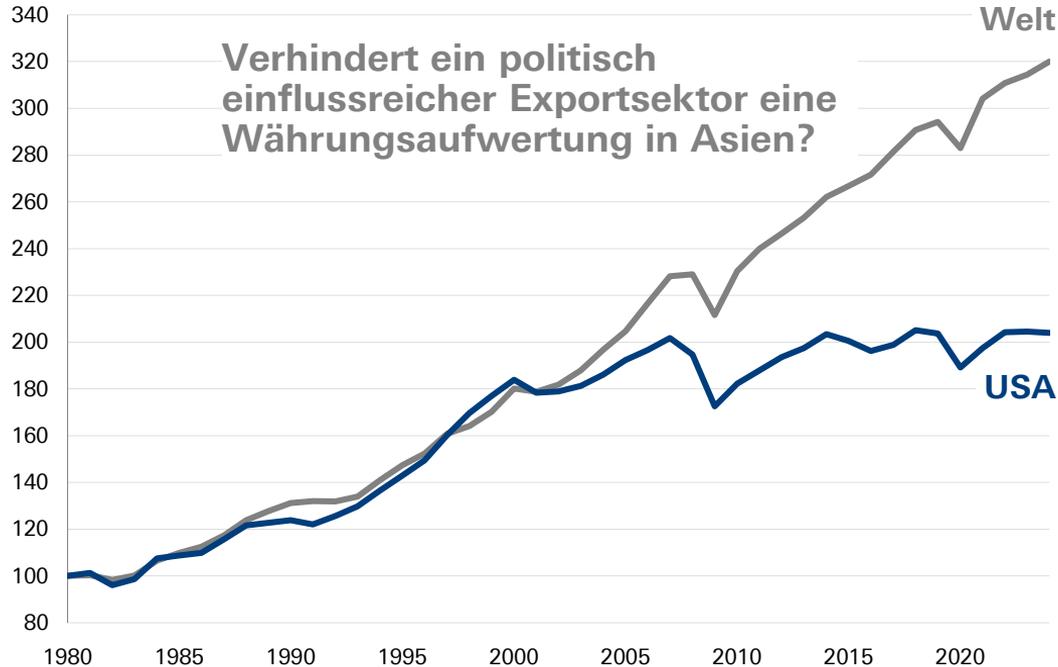
USA haben die Wahl: das Geld wieder im Ausland anlegen, eine steigende Verschuldung im Inland oder eine steigende Arbeitslosigkeit



Quellen: Internationaler Währungsfonds, Metzler; Stand: 31.12.2024

Die Folge: Deindustrialisierung

Industrieproduktion (31.12.1980 = 100)

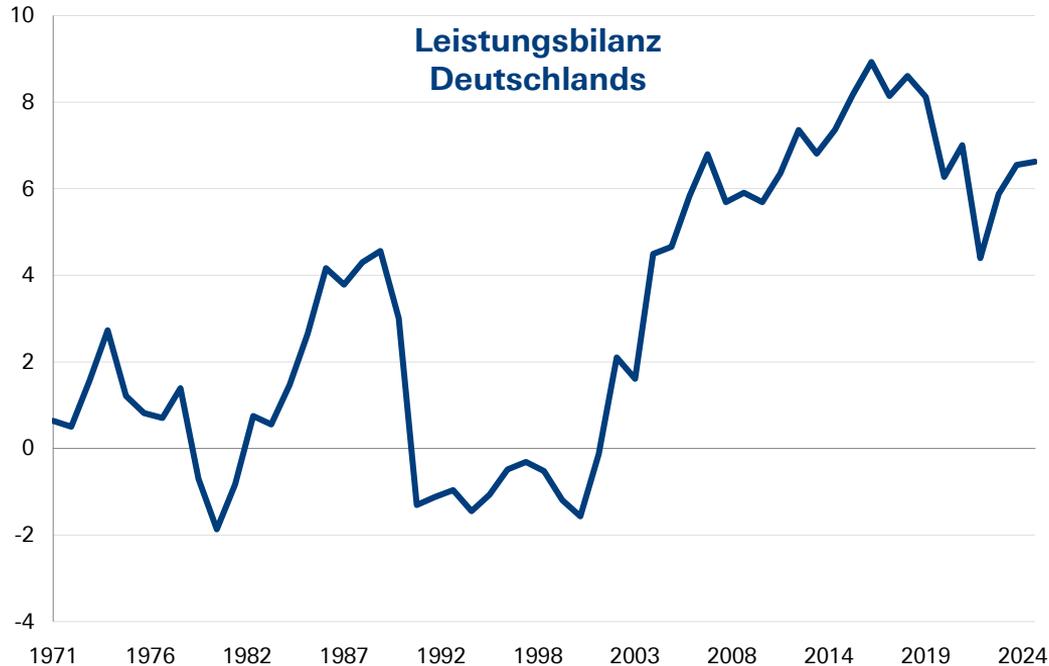


Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 31.12.2024

- USA: Verlust an Wettbewerbsfähigkeit der Industrie aufgrund überbewerteter Währung
- Solange andere Länder ihre Währungen auf unterbewertetem Niveau an den US-Dollar koppeln, sind die USA machtlos
- Donald Trump erkannte frühzeitig das politische Potenzial der Unzufriedenheit infolge der Deindustrialisierung

Auch Deutschland wird oft aus den USA eine unfaire Handelspolitik vorgeworfen

in % des BIP



- Vorwurf: „Lohnzurückhaltung seit der Agenda 2010“
- Wahrscheinlich ist aber eher der Grund die Alterung der Gesellschaft ...
- ... und eine Schuldenaversion auf staatlicher und privater Ebene
- Der hohe Leistungsbilanzüberschuss ist ein Warnsignal, da er Symptom einer nur geringen Investitionsneigung des Staates und der Unternehmen ist

Quellen: OECD, Metzler; Stand: 31.12.2024

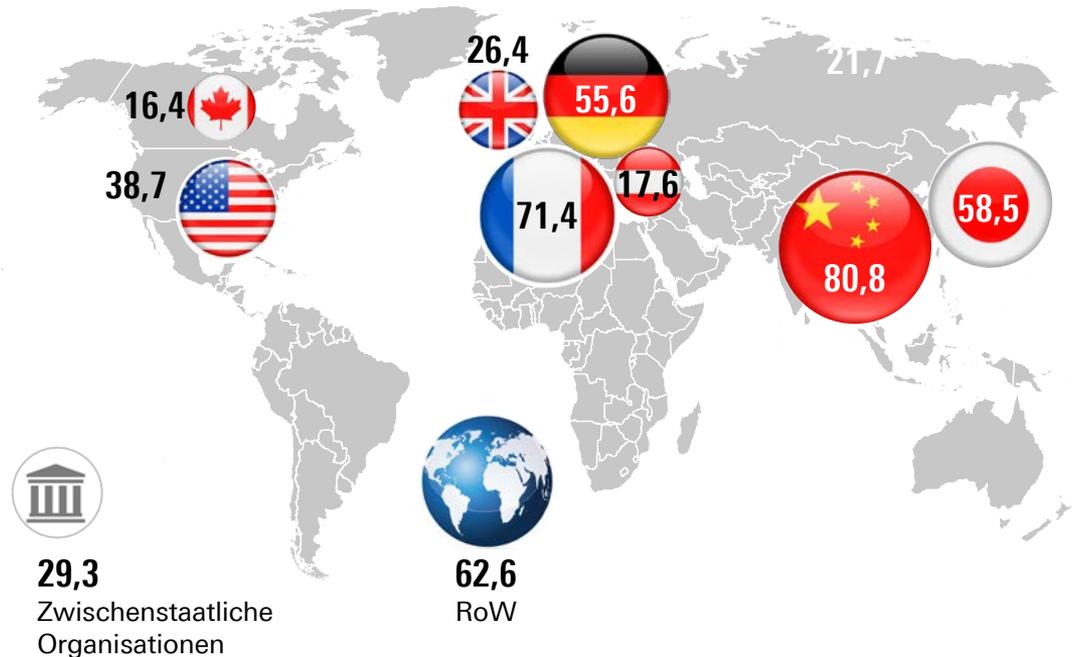
Was sind eigentlich noch die Vorteile einer Weltreservewährung?



- **Banker der Welt**
- **Politische Macht, z. B. durch Sanktionen**
- Niedrigere Zinsen
- Seigniorage
- **Potenziell unbegrenzte Finanzierung von Importen und Auslandsinvestitionen mit eigener Währung**

Ist der Ukraine-Krieg ein Auslöser für eine De-Dollarisierung?

Währungsreserven der russischen Zentralbank in Mrd. USD

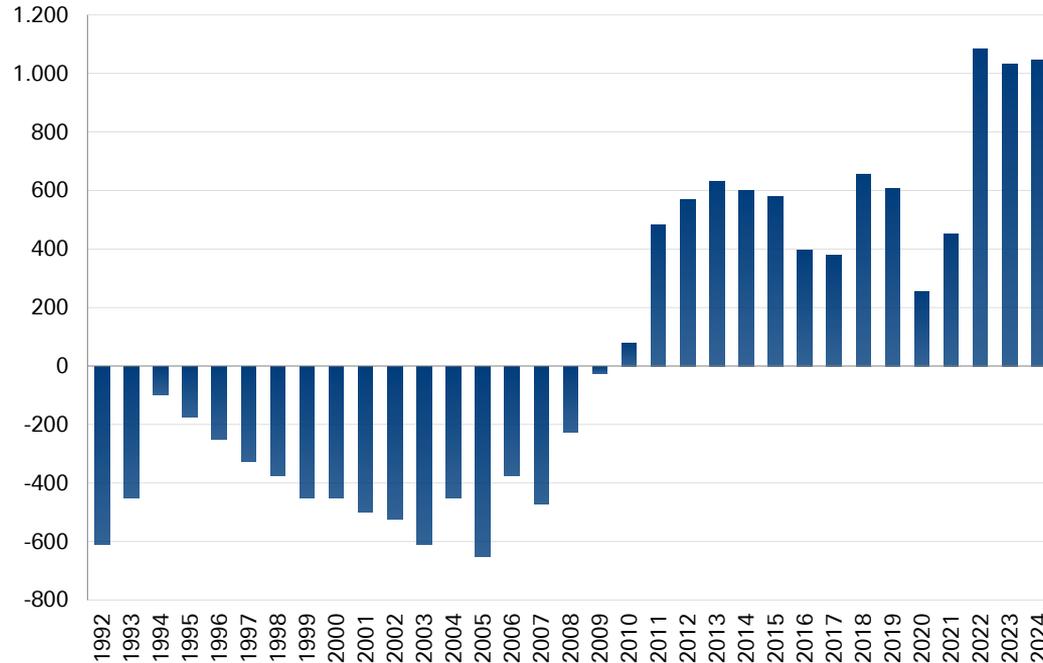


Das Einfrieren der russischen Währungsreserven war ein historischer Einschnitt, an dem mehrere Währungsräume beteiligt waren

Selbst in 1930er-Jahren wagte man diesen Schritt nicht: Vor dem Einmarsch der Nationalsozialisten im März 1939 brachte die Tschechoslowakei ihre Währungsreserven bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Sicherheit. Dennoch konnten die Nationalsozialisten das Gold enteignen – unter anderem mit Unterstützung der Bank of England, die einen Verkauf des Goldes in London ermöglichte

Goldkäufe der Zentralbanken nehmen merklich zu

Goldnachfrage der Zentralbanken, in Tonnen



Quellen: World Gold Council, Federal Reserve of New York, Metzler; Stand: 31.12.2024

Liberty Street Economics

« Do Exchange-Traded Products Improve Bitcoin Trading? | Main | Thinking of Pursuing a PhD in Economics? Info on Graduate School and Beyond »

MAY 29, 2024

Taking Stock: Dollar Assets, Gold, and Official Foreign Exchange Reserves

Patrick Douglass, Linda S. Goldberg, and Oliver Z. Hannaoui

„Zudem stellen wir fest, dass **Länder, die geopolitisch kaum mit den USA zusammenarbeiten** – gemessen an ihrer Übereinstimmung mit den USA bei Abstimmungen in den Vereinten Nationen – in den letzten Jahren tendenziell **die größten Goldkäufer** waren.“

Mehr als die Hälfte der seit 2009 gemeldeten Goldakkumulation stammt aus China und Russland, wobei ein weiteres Viertel von einer Handvoll Zentralbanken aus Schwellenländern stammt (Türkei, Indien, Kasachstan, Usbekistan und Thailand).“

China hat seit Beginn des Ukraine-Kriegs den Bestand an US-Staatsanleihen beschleunigt abgebaut

in Billionen US-Dollar

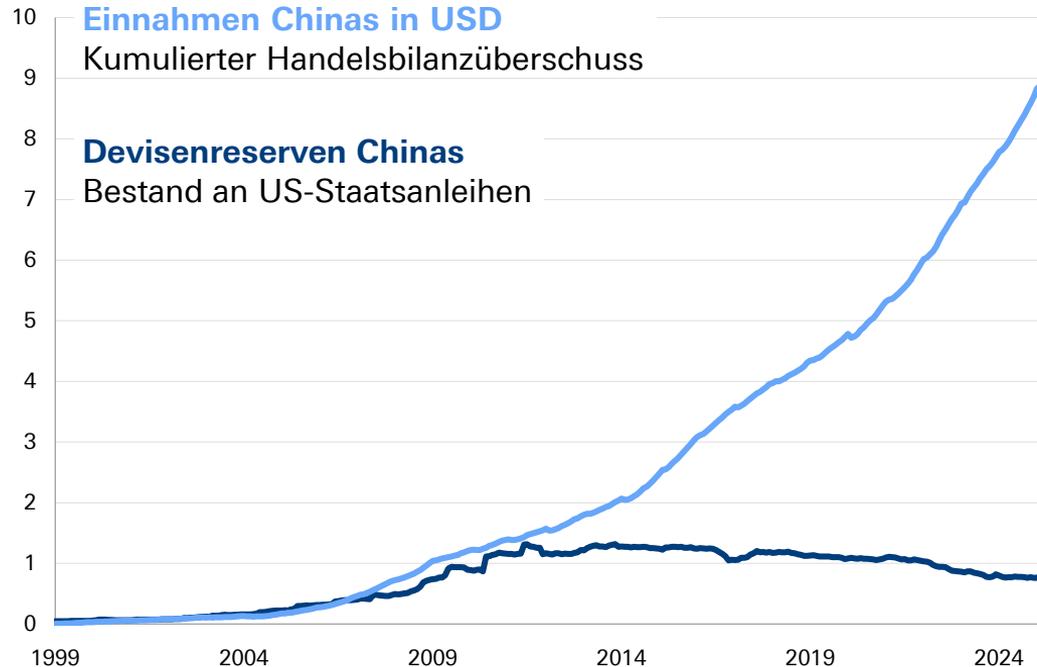


Devisenreserven Chinas
Bestand an US-Staatsanleihen

Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 28.2.2025

Erkenntnis Chinas: Es gibt keine Alternative zum US-Dollar

in Billionen US-Dollar



- Von 1999 bis 2009 investierte China die gesamten Handelsbilanzüberschüsse in US-Staatsanleihen
- Von 2010 bis 2022 waren die Bestände an US-Staatsanleihen stabil; ...
- ... neues Geld wurde wahrscheinlich bis 2022 in höher verzinsten Anlagen investiert
- Wahrscheinlich investiert China seitdem verdeckt in US-Finanzanlagen

Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 28.2.2025

China: Wirtschaftskrise und anhaltende Deflation - kein Interesse Geld zurück nach China zu holen aufgrund des Aufwertungsdrucks auf den Yuan

BIP-Deflator in % ggü. Vj.

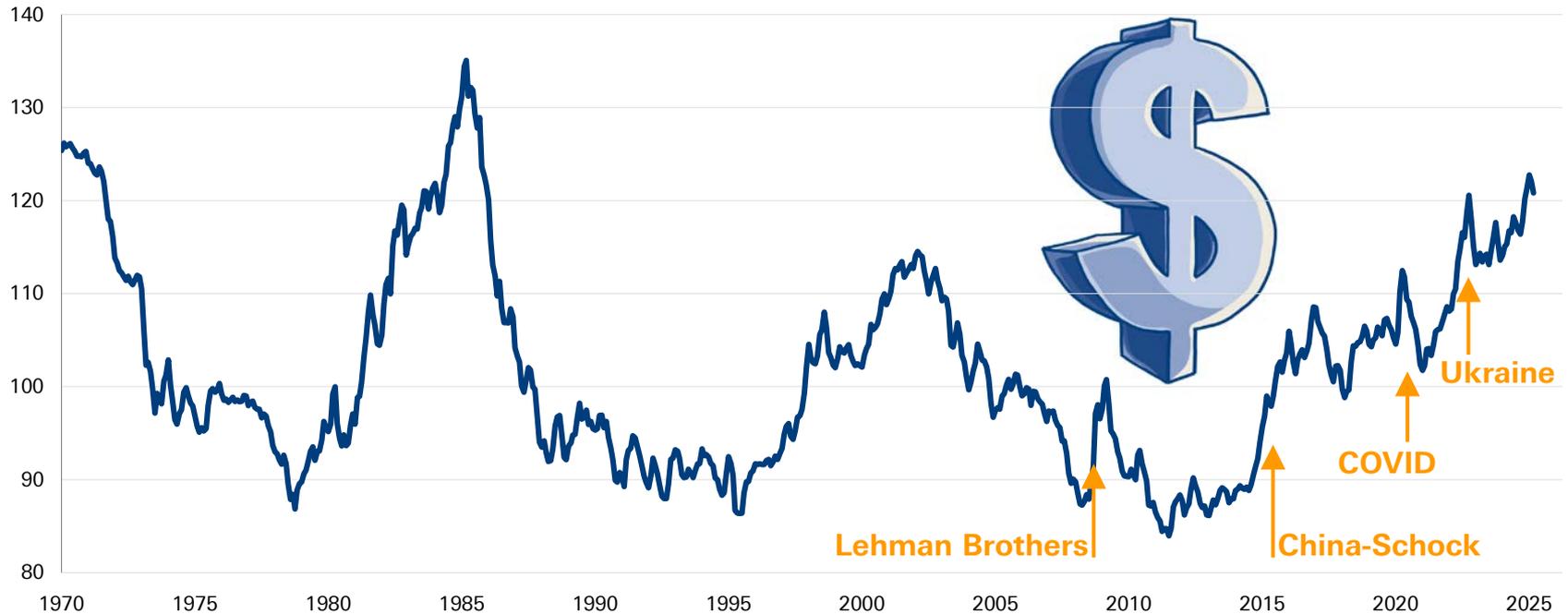


China hat derzeit sicher kein Interesse daran, dass der Yuan Weltreservewährung wird, da dies die Deflation verstärken würde

Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 31.3.2025

US-Dollar ist stark überbewertet

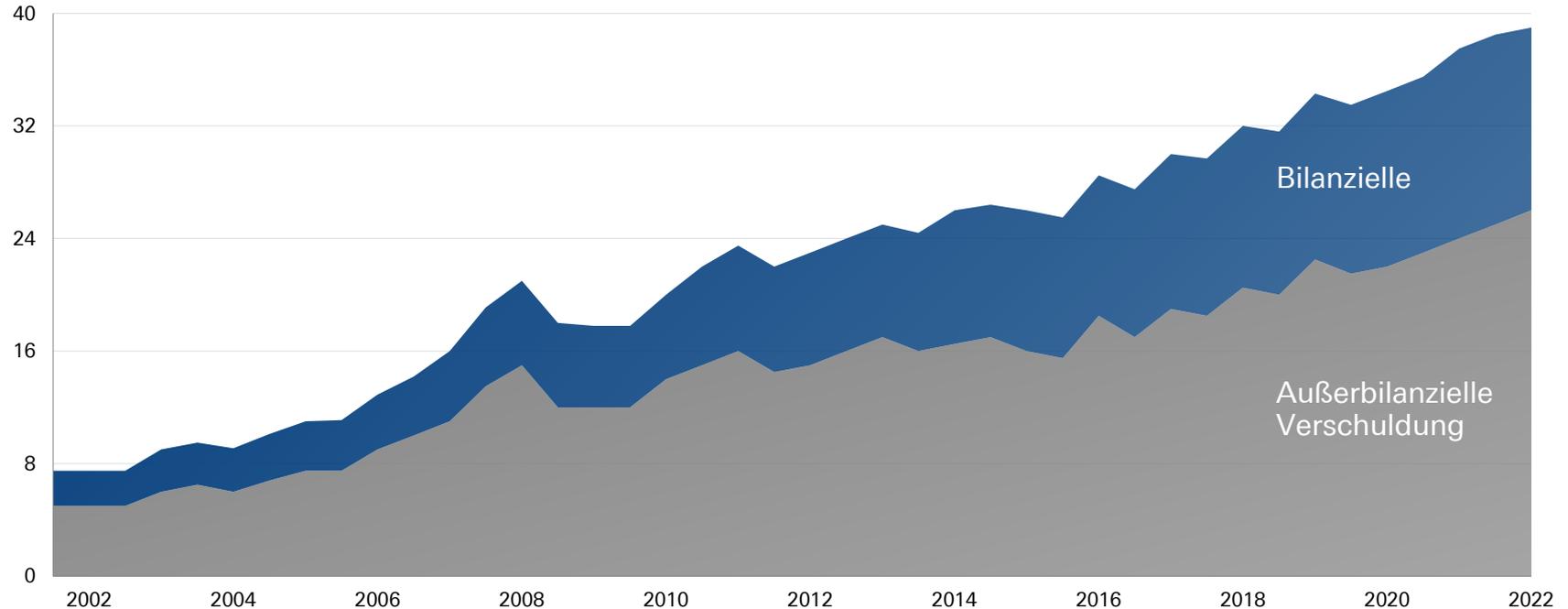
Index des realen handlungsgewichteten US-Dollar-Wechselkurs



Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 31.3.2025

Die Welt braucht jeden Tag US-Dollar zur Bedienung und Refinanzierung der USD-Fremdwährungsschulden

Bilanzielle und außerbilanzielle Verschuldung in Bio. USD, Nicht-Banken außerhalb der USA



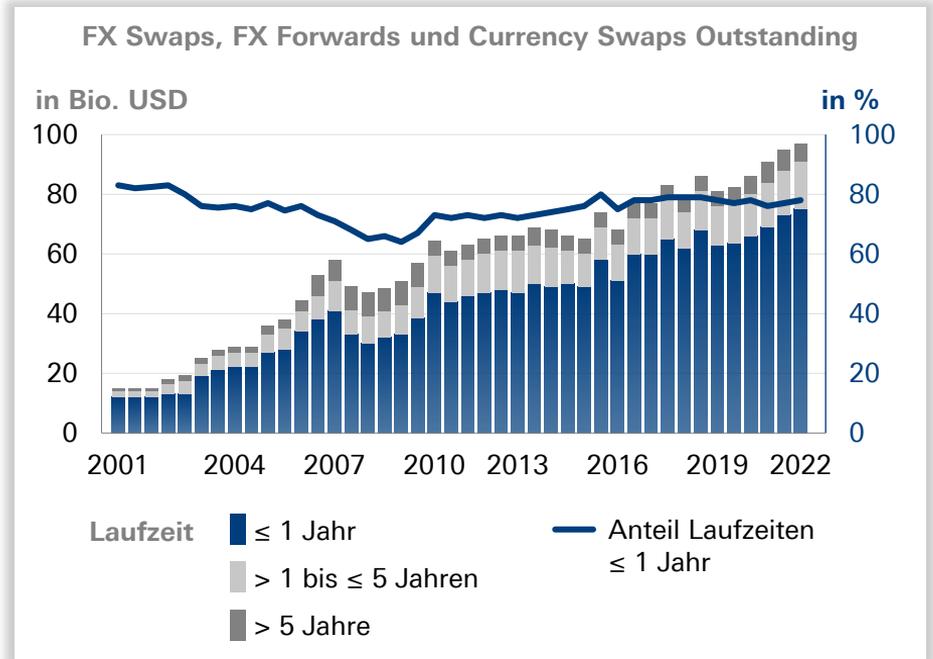
Quellen: Claudio Borio, Robert N McCauley and Patrick McGuire (2022): Dollar debt in FX swaps and forwards: huge, missing and growing

Hohes Niveau an versteckten US-Dollar-Schulden

Bei einem FX-Swap leiht z.B. ein niederländischer Pensionsfonds in der sogenannten „Spot-Leg“-Dollars und vergibt Euro als Kredit

Später zahlt er die Dollars zurück und erhält im „Forward-Leg“-Euro zurück

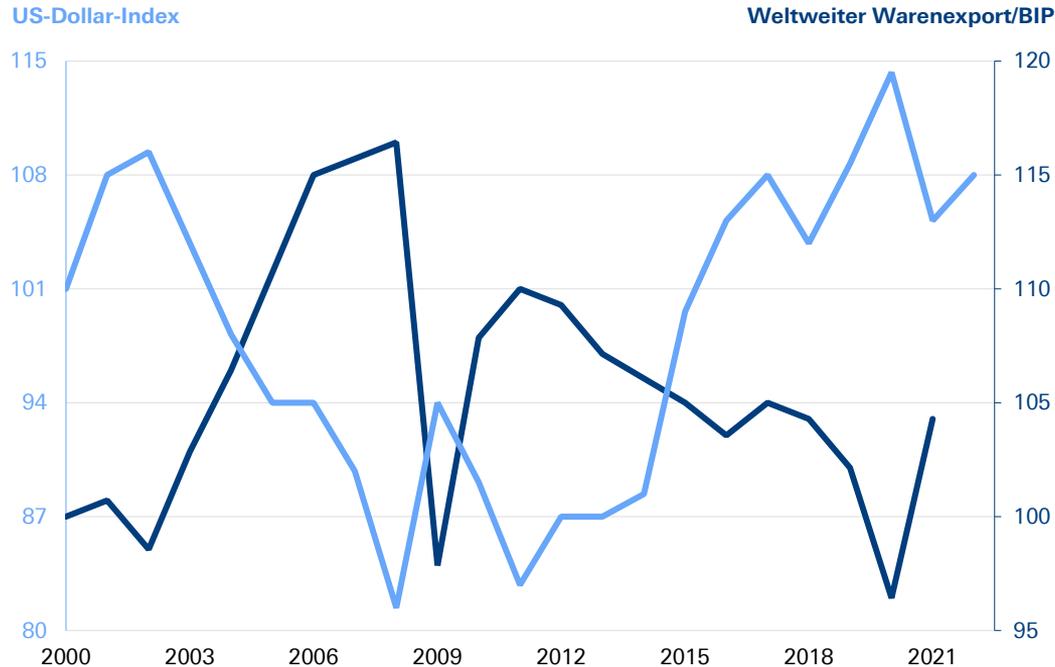
Ein FX-Swap ähnelt damit einem Repurchase Agreement (Repo), wobei hier eine Währung anstelle eines Wertpapiers als „Sicherheit“ dient



Quellen: Claudio Borio, Robert N McCauley and Patrick McGuire (2022): Dollar debt in FX swaps and forwards: huge, missing and growing

Ein schwächerer US-Dollar hätte eine Belebung des Welthandels zur Folge

indexiert, Q1/2000 = 100



Der Warenhandel hängt stark von der Vorfinanzierung des Betriebskapitals von Exportunternehmen weltweit in US-Dollar ab

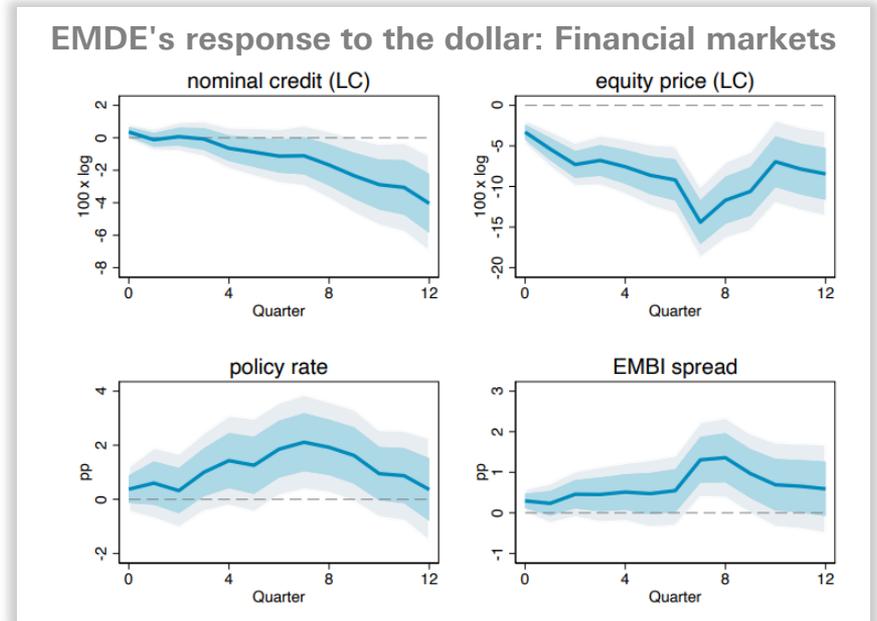
Die USD-Finanzierungsbedingungen hängen wiederum von der Stärke oder Schwäche des US-Dollar-Wechselkurses ab

Quellen: Maurice Obstfeld, Haonan Zhou (2021): Dollars and exports: The effects of currency strength on international trade, Metzler

Eine Trendumkehr zu einem schwächeren US-Dollar würde einen positiven Wachstumsimpuls für die Schwellen- und Entwicklungsländer bringen

Wie Finanzmärkte in Schwellen- und Entwicklungsländern gemäß dem Modell „Globaler Dollar Zyklus“ reagieren

Hier werden die Simulationsergebnisse für eine Aufwertung des US-Dollar um 10 Prozent gezeigt:





Was möchte US-Präsident Donald Trump erreichen?

Was er bisher gemacht hat

- Strafzölle gegen alle (=inflationär)
- Schwacher US-Dollar (=inflationär)
- Neue Einwanderungspolitik (=inflationär)
- Steuersenkungen? (=inflationär)

Geldpolitik im politischen Zielkonflikt? Fokus auf Inflationsrisiken, Wirtschaftswachstum oder Staatsfinanzierung?

Was wäre logisch

- Nur Strafzölle gegen China oder massive Aufwertung der chinesischen Währung
- Strategie der USD-Abwertung allgemein

Quelle: Wikipedia

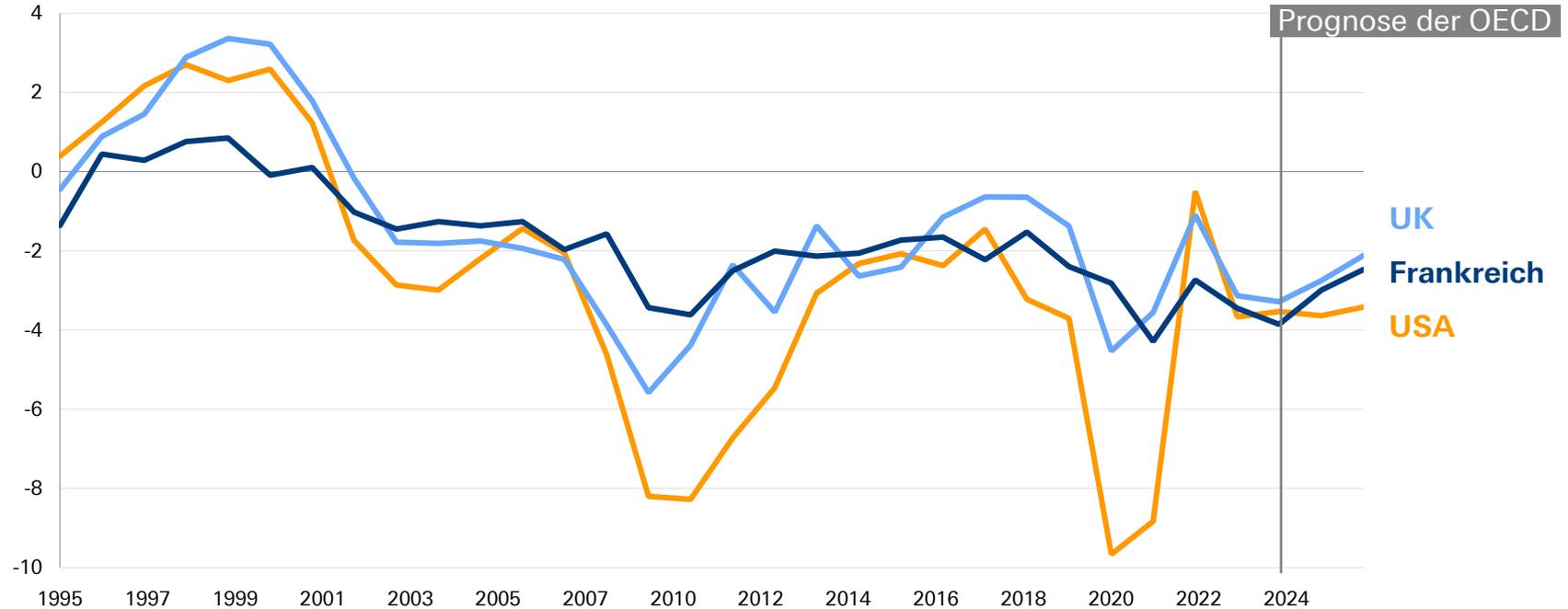
Ein Überblick über Länder mit einem erfolgreichen Staatsschuldenabbau: Primärüberschuss ist entscheidend!

Land	Start	End	ΔDebt (% BIP)	Primärsaldo	Zins (nominal)	Reales BIP	Inflation	SFA
UK	1947	1956	-130,7	19,6	-32,1	25,6	80,7	6,2
Syrien	2001	2010	-122,1	-14,5	-6,5	28,1	32,4	60,5
Kuwait	1992	2001	-116,0	69,7	-39,6	96,8	9,0	-35,9
Saudi Arabia	2003	2012	-93,3	157,8	-15,3	24,3	7,1	-73,8
Bulgarien	1997	2006	-87,8	44,1	-37,3	15,6	161,1	-83,4
USA	1947	1956	-65,8	43,8	-26,8	39,3	47,9	-4,2
Malaysien	1988	1997	-65,4	72,1	-63,8	79,7	28,2	-16,1
W. Samoa	1995	2004	-58,0	-7,2	-79,7	43,3	32,0	111,7
Australien	1947	1956	-55,1	30,9	-16,5	44,3	83,7	-42,4
Neuseeland	1950	1959	-54,3	33,9	-21,5	69,4	81,0	-62,8
Schweiz	1946	1955	-51,8	39,1	-27,3	43,4	11,9	33,0
Irland	1996	2005	-48,5	77,2	-44,3	71,4	26,8	-31,1
Spanien	1903	1912	-47,4	77,4	-70,4	32,1	10,7	50,3
UK	1958	1967	-41,1	32,5	-82,2	68,5	63,7	17,6
Argentinien	1898	1907	-39,2	28,6	-72,0	69,5	-8,3	82,2
Usbekistan	2002	2011	-38,5	105,7	-8,3	28,3	68,3	-94,0
Comoros	1996	2005	-38,0	-49,7	-24,9	35,7	47,5	91,4
Schweden	1998	2007	-37,7	101,2	-69,4	55,6	18,3	-5,8
Thailand	1987	1996	-36,5	78,5	-38,5	48,3	22,0	-10,4
Turkmenistan	1999	2008	-36,0	94,4	-17,2	50,8	42,8	-70,8
Indien	1934	1943	-33,4	17,1	-45,9	14,3	92,9	21,5
Frankreich	1947	1956	-33,1	-121,3	-29,9	65,8	184,3	1,2
Eswatini	1986	1995	-33,0	49,7	-22,3	55,9	90,9	-74,2
Australien	1933	1942	-32,9	63,6	-77,4	131,0	59,8	-77,0
UK	1969	1978	-32,8	49,7	-114,5	34,1	158,7	-28,0
UK	1859	1868	-32,8	96,1	-100,8	51,0	17,4	36,2
Belgien	1996	2005	-32,8	133,6	-179,7	71,5	56,8	17,8
Neuseeland	1993	2002	-32,3	118,9	-90,5	47,6	23,5	0,5
Armenien	1998	2007	-32,3	-84,8	-30,7	90,5	33,0	92,0
Kanada	1997	2006	-30,8	138,6	-112,4	53,1	31,1	-10,4

Quellen: Barry Eichengreen and Rui Esteves (2022): Up and away? Inflation and debt consolidation in historical perspective; Oxford Open Economics

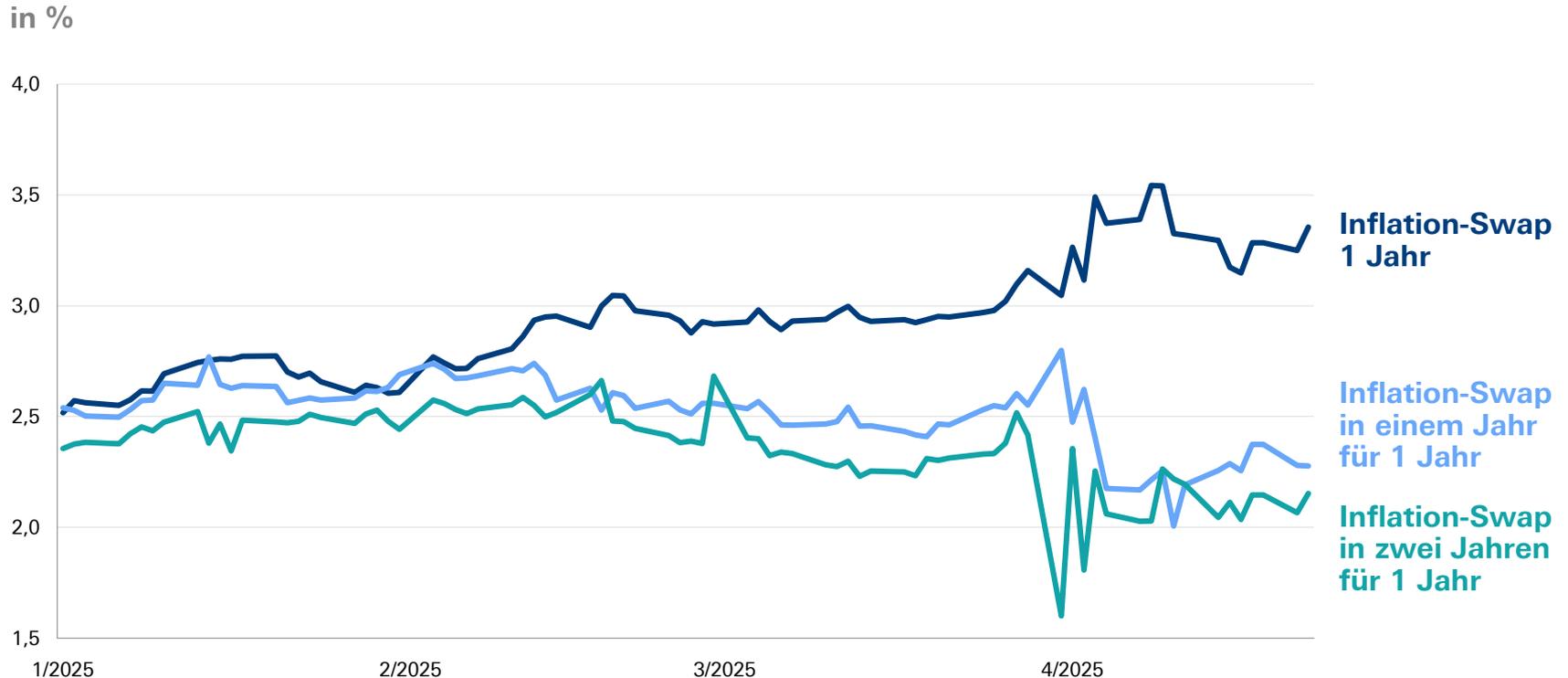
Nur Sparanstrengungen können eine Krise verhindern

Um den Konjunkturzyklus bereinigtes Primärsaldo in % des potenziellen BIP



Quellen: OECD, Metzler; Stand: 31.12.2024

Die US-Notenbank genießt immer noch uneingeschränktes Vertrauen an den Finanzmärkten – Zölle ohne dauerhaften Inflationseffekt erwartet



Quellen: Bloomberg, Metzler; Stand: 22.4.2025



Fazit: neue Handelspolitik

- (Staatlich gelenkte) Kapitalflüsse verhindern
Bereinigung von Ungleichgewichten
- Die Folgen sind eine Deindustrialisierung der USA ...
- ... und ein zunehmender Protektionismus
- Der US-Dollar ist und wird Weltreservewährung
bleiben
- Der Status ist unabhängig vom Wechselkurs
- Eine USD-Schwäche könnte sogar den Status als
Weltreservewährung zementieren

Eine Analyse von Deloitte zeigt schon bis Ende 2024 eine gewisse Blockbildung

Handelsblöcke (Länder mit BIP > 400 Mrd. USD)

BRICS+

Russland + Mittlerer Osten



Russland



Iran



Ägypten



Saudi Arabien



Bangladesch



Vereinigte Arabische Emirate

Schwellenländer



Brasilien



China



Indien



Pakistan



Indonesien



Thailand



Argentinien



Malaysia



Nigeria



Philippen

Westliche Verbündete

Europa



Großbritannien



Norwegen



Türkei



Schweiz



EU

Nordamerika + Verbündete



USA



Kanada



Israel



Südkorea



Japan



Australien



Taiwan

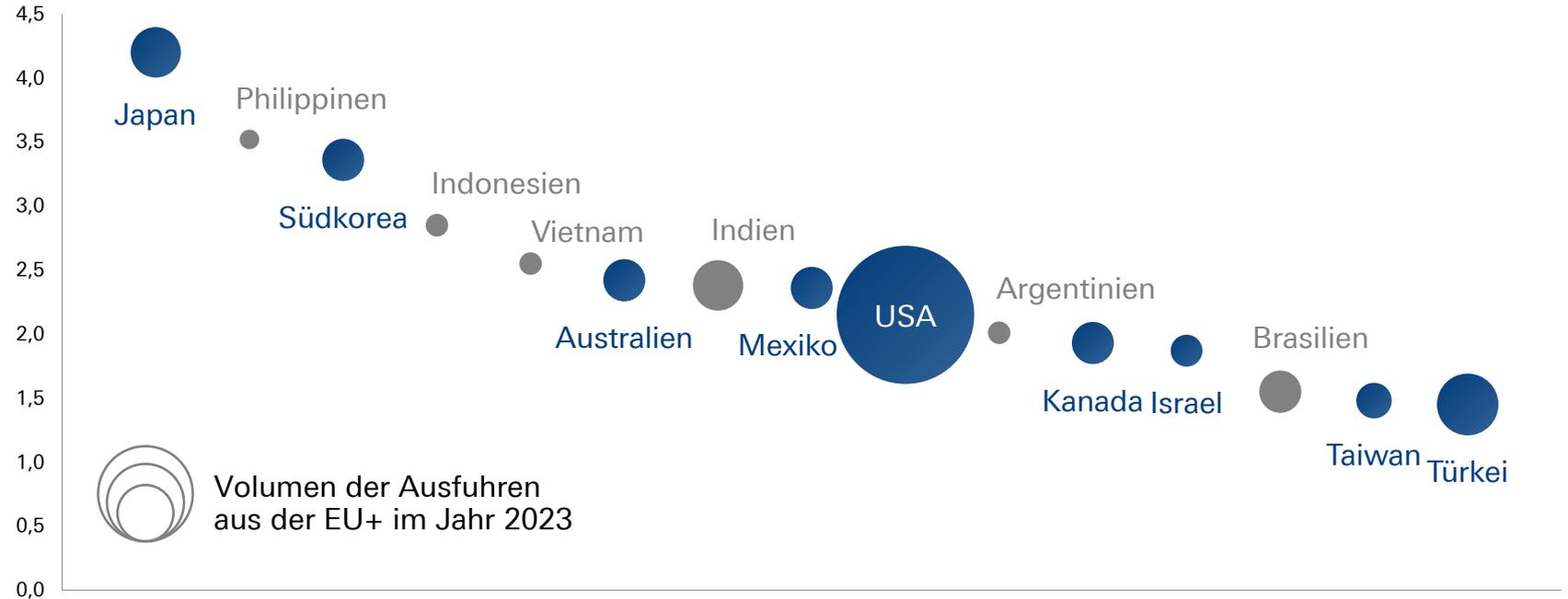


Mexiko

Quelle: The new rules of globalization Geopolitical clusters and the fragile resilience of global trade, Deloitte Geoeconomic Dynamics Index 2025

Europas zukünftige Exportchancen liegen laut Deloitte in Asien

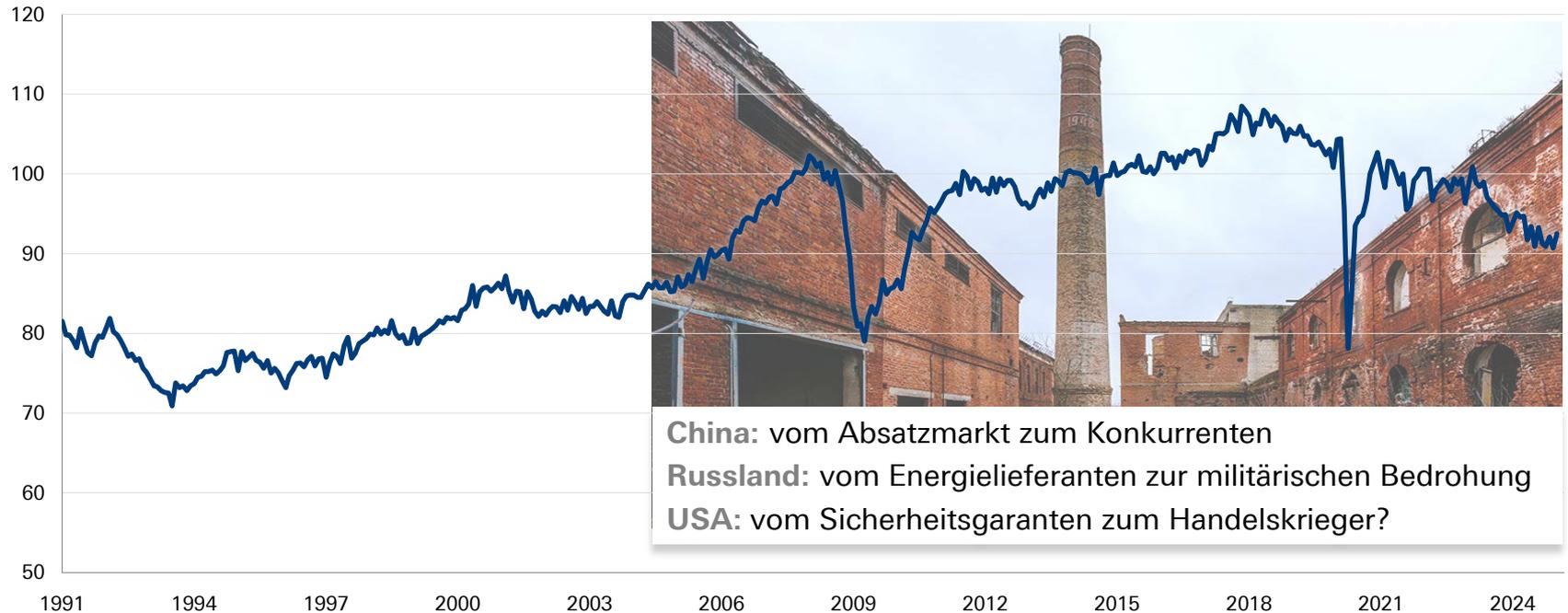
Prognostiziertes Exportwachstum für EU+ bis 2035 in % p. a.



Quelle: The new rules of globalization Geopolitical clusters and the fragile resilience of global trade, Deloitte Geoeconomic Dynamics Index 2025

Die De-Industrialisierung in Deutschland ist im vollen Gange

Index der deutschen Industrieproduktion (2021 = 100)



China: vom Absatzmarkt zum Konkurrenten

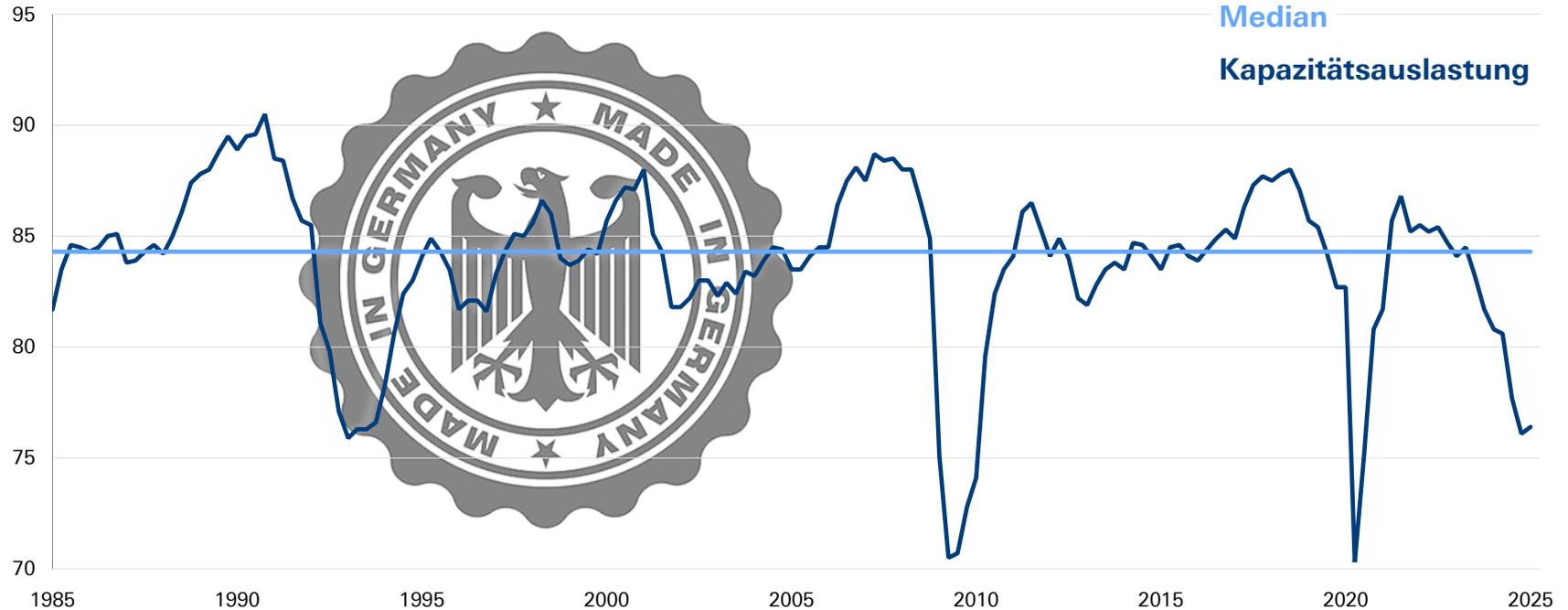
Russland: vom Energielieferanten zur militärischen Bedrohung

USA: vom Sicherheitsgaranten zum Handelskrieger?

Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 31.1.2025
©stock.adobe.com/ASt474295324-Mulderphoto

Deutsche Industrie: erhebliche Unterauslastung der Kapazitäten

Umfrage bei deutschen Industrieunternehmen (Saldo der Befragten)



Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 15.2.2025

Deutschland: Trotz erheblicher Nachfrageschwäche besteht immer noch Arbeitskräfteknappheit

Umfrage bei deutschen Unternehmen "Arbeitskräfteknappheit" (in % der befragten Unternehmen)



Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 30.4.2025

Schlüsselindustrien für die Zukunft Deutschlands

Deutschlands Megatrends

Old vs. New Economy

1. Versicherungen

2. Infrastruktur

6. Verteidigung

5. Halbleiter

3. KI

4. Medtech



Rechtlicher Hinweis (1/3)

Werbeinformation der Metzler Asset Management GmbH

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines Anlagevermittlers, gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen.

Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten, die in dieser Unterlage beschrieben werden, kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab.

Bei den in dieser Unterlage eventuell enthaltenen Modellrechnungen handelt es sich um beispielhafte Berechnungen der möglichen Wertentwicklungen eines Portfolios, die auf verschiedenen Annahmen (z. B. Ertrags- und Volatilitätsannahmen) beruhen. Die tatsächliche Wertentwicklung kann höher oder niedriger ausfallen – je nach Marktentwicklung und dem Eintreffen der den Modellrechnungen zugrunde liegenden Annahmen. Daher kann die tatsächliche Wertentwicklung nicht gewährleistet, garantiert oder zugesichert werden.

Metzler kann keine rechtliche Garantie oder Gewähr abgeben, dass eine Wertuntergrenze gehalten oder eine Zielrendite erreicht wird. Daher sollten sich Anleger bewusst sein, dass möglicherweise in dieser Unterlage genannte Wertsicherungskonzepte keinen vollständigen Vermögensschutz bieten

Rechtlicher Hinweis (2/3)

können. Metzler kann somit nicht garantieren, zusichern oder gewährleisten, dass das Portfolio die vom Anleger angestrebte Entwicklung erreicht, da ein Portfolio stets Risiken ausgesetzt ist, welche die Wertentwicklung des Portfolios negativ beeinträchtigen können und auf welche Metzler nur begrenzte Einflussmöglichkeit hat.

Insbesondere kann nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass durch ESG-Investments tatsächlich die Rendite gesteigert und/oder das Portfoliorisiko reduziert wird. Ebenso kann aus dem Ziel des „verantwortlichen Investierens“ (Definition entsprechend den BVI-Wohlverhaltensregeln) keine zivilrechtliche Haftung seitens Metzler abgeleitet werden. Die Nachhaltigkeitsberichte und weitere Informationen zur CSR-Strategie der Metzler-Gruppe sind einsehbar unter www.metzler.com/konzern-nachhaltigkeit. Informationen zu Nachhaltigkeit bei Metzler Asset Management unter www.metzler.com/esg.

Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Weder Metzler noch der Autor haften für diese Unterlage oder die Verwendung ihrer Inhalte. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf der Grundlage des geltenden Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, des geltenden Basisinformationsblatts (PRIIPs) sowie des geltenden Jahres- und Halbjahresberichts. Diese und alle anderen relevanten Pflichtunterlagen, einschließlich des Prozesses zur Beilegung von Beschwerden über den Fonds sind auf www.metzler.com/download-fonds und www.universal-investment.com/en/Corporate/Compliance/Ireland/ verfügbar.

Dem Anleger steht das Recht auf eine Musterfeststellungsklage nach § 606 ZPO und auf Durchführung eines Ombudsverfahrens vor dem BVI zu. Es gilt das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG).

Es kann jederzeit beschlossen werden, die Vereinbarungen über den grenzüberschreitenden Vertrieb zu beenden. In einem solchen Fall werden die Anleger über diese Entscheidung informiert und erhalten die Möglichkeit, ihre Anteile zurückzugeben.

Die Verwaltung der irischen OGAW-Sondervermögen obliegt der Universal-Investment Ireland Fund Management Limited in Dublin. Die Verwaltungsgesellschaft hat bei der Erstellung der Werbeunterlage nicht mitgewirkt und ist für deren Inhalte auch nicht verantwortlich, vorbehaltlich aller anwendbaren Gesetze und aufsichtsrechtlichen Anforderungen.

Rechtlicher Hinweis (3/3)

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.

Sonstige Hinweise zu verwendeten Indizes, Ratings und sonstigen Kennzeichnungen

Die Fondskennzahlen und -ratings („die Informationen“) von MSCI ESG Research LLC („MSCI ESG“) liefern Umwelt-, Sozial- und Governance-Daten in Bezug auf die zugrunde liegenden Wertpapiere in mehr als 31.000 Multi-Asset-Klassen-Publikumsfonds und ETFs weltweit. MSCI ESG ist ein eingetragener Anlageberater gemäß dem US Investment Advisers Act von 1940. Die Materialien von MSCI ESG wurden weder bei der US-amerikanischen SEC noch bei einer anderen Aufsichtsbehörde eingereicht oder von diesen genehmigt. Keine der Informationen stellt ein Angebot dar zum Kauf oder Verkauf oder eine Werbung oder Empfehlung eines Wertpapiers, eines Finanzinstruments oder eines Produkts oder einer Handelsstrategie, noch sollten sie als Hinweis oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung, Analyse, Prognose oder Vorhersage angesehen werden. Keine der Informationen kann dazu verwendet werden, um zu bestimmen, welche Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen sind oder wann sie zu kaufen oder zu verkaufen sind. Die Informationen werden in der vorliegenden Form zur Verfügung gestellt, und der Nutzer der Informationen übernimmt das volle Risiko, das mit der Nutzung der Informationen oder der Erlaubnis hierzu verbunden ist.

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1, 60329 Frankfurt am Main
Postfach 20 01 38, 60605 Frankfurt am Main
Telefon 069 2104-1111
www.metzler.com