

Überblick

US-Dollar vs. IWF-Sonderziehungsrecht: Viel Lärm um nichts?

- Die größte Finanzkrise seit dem zweiten Weltkrieg, die von den USA ausging, hat auch die Kritik am US-Dollar als Weltleitwährung stärker werden lassen. Mancherorts wird der US-Dollar sogar mitverantwortlich gemacht für die Zerstörungskraft der Krise. Als Alternative zum US-Dollar wurde von China und anderen Staaten die „Währung des IWF“, die so genannten Sonderziehungsrechte, ins Spiel gebracht.
- Der Status des US-Dollar als Weltleitwährung wird durch die Sonderziehungsrechte (SZR) des Internationalen Währungsfonds nicht gefährdet werden können. Der IWF als Institution ist nicht als eine zukünftige Weltzentralbank angelegt, die eine Währung emittieren könnte. Darüber hinaus sind die SZR keine Währung, sondern Kreditlinien auf die Währungen der IWF-Mitglieder, in der Regel auf die „harten“ Devisen wie den US-Dollar und den Euro. Unabhängig von diesen grundsätzlichen Problemen könnte den SZR aber eine wichtigere Rolle im Weltwährungssystem zukommen, wenn der Bestand erheblich erweitert würde. Denn die SZR könnten bei einer entsprechenden Aufstockung des Volumens als ein alternatives Wertaufbewahrungsmittel für Währungen dem US-Dollar durchaus Konkurrenz machen. Dazu gibt es unter den IWF-Mitgliedstaaten derzeit allerdings keinen tragfähigen Konsens.
- Auch wenn das Kräfteverhältnis zwischen dem US-Dollar und den SZR klar verteilt ist, dürften wir erst am Anfang einer erneuten Diskussion um die SZR und die Rolle des IWF im internationalen Währungssystem stehen. Insbesondere China nutzt das Thema, um mehr Einfluss auch im IWF zu bekommen. Vom rein wirtschaftlichen Standpunkt aus betrachtet wäre eine Anerkennung der gewachsenen Bedeutung der BRIC-Staaten (Brasilien, Indien, Russland, China) für den Welthandel bei einer Reform der SZR-Quoten und Stimmrechte nur konsequent.
- Es ist damit zu rechnen, dass das Thema SZR vs. US-Dollar bei internationalen Treffen wie G-20 Gipfeln oder G-7 Treffen am Rande der Herbst- und Frühjahrstagungen des IWF häufiger diskutiert wird. Der Anleger sollte sich davon bei seiner Dollarstrategie aber nicht beeinflussen lassen, denn die SZR werden auch in absehbarer Zukunft keine Konkurrenz zum US-Dollar werden.

Autoren

Dr. Christian Melzer:

Tel. (0 69) 71 47 - 72 72; E-Mail: christian.melzer@deka.de

Herausgeber:

Chefvolkswirt Dr. Ulrich Kater, Tel. (0 69) 71 47 - 23 81

Disclaimer: Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht, noch ersetzen sie eine (Rechts- und / oder Steuer-)Beratung; auch die Übersendung dieser stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen (teilweise) aus von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise.

US-Dollar vs. IWF-Sonderziehungsrecht: Viel Lärm um nichts?

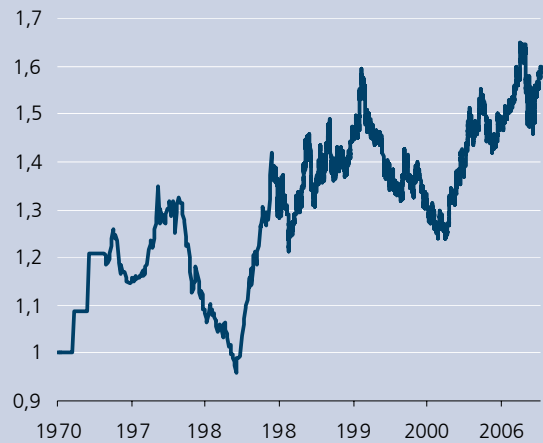
Vor dem Hintergrund der Finanzkrise werden die Stimmen nach einer neuen internationalen Währungsordnung lauter. Bereits im Oktober 2008 sagte der britische Premierminister, die Welt benötige ein neues Währungssystem, ein neues Bretton Woods. Im Frühjahr 2009 hat China dieses Thema aufgegriffen. Der Gouverneur der chinesischen Zentralbank Zhou Xiaochuan hat am 23. März einen Aufsatz veröffentlicht, in dem er eine geringere Abhängigkeit der Weltwirtschaft vom US-Dollar anmahnt. Als Alternative zum Dollar schlägt er die Sonderziehungsrechte (SZR) des Internationalen Währungsfonds (IWF) vor. Kurz nach der chinesischen Kritik haben die G-20 Staaten auf ihrem Gipfel in London im April 2009 beschlossen, die SZR um 250 Mrd. Dollar aufzustocken. Die derzeit vieldiskutierte Frage ist, ob die SZR den US-Dollar als Leit- und Weltreservewährung verdrängen können. Welche Währungsstrategie folgt für die Anleger aus dieser Diskussion?

SZR ist keine Währung

Ein grundlegendes Problem der Sonderziehungsrechte (SZR) ist, dass sie keine Währung sind. Sie stellen vielmehr Kreditlinien auf die Währungen der Mitglieder des Internationalen Währungsfonds dar. Somit besteht die Möglichkeit für ein Land, im Bedarfsfall schnell und unbürokratisch „harte“ Währungen zu bekommen. Dies muss nicht zwangsläufig eine Situation wie in der Asienkrise 1997/98 sein, in der ein Land durch die Auffüllung fehlender Devisenreserven versucht, eine Währungskrise zu verhindern oder dieser zu entkommen. Es könnten auch schlicht Devisen für den Ausbau des Außenhandels benötigt werden. Bei der Umwandlung der SZR in den Euro oder den US-Dollar tritt der IWF als Vermittler auf.

Wie bestimmt sich der Wert einer Einheit der SZR? Bei der Gründung 1969 entsprach ein SZR genau 0,888671 Gramm Gold, was wiederum der Goldwert eines US-Dollar damals war. Mittlerweile ist der Wert einer SZR definiert durch einen Korb von derzeit vier Währungen (44 % US-Dollar, 34 % Euro, 11 % Pfund Sterling, 11 % japanischer Yen). Der Wert eines SZR in US-Dollar wird täglich vom IWF quotiert und veröffentlicht. Seit der Existenz der SZR unterlag der Dollarwert starken Schwankungen (siehe Abbildung 1).

Abb. 1 Wert der SZR in US-Dollar



Quelle: DekaBank, Bloomberg.

Das Konstrukt der Sonderziehungsrechte ist demnach so angelegt, dass sie keine Alternative zum US-Dollar als Weltleitwährung sein können, sondern lediglich ein Hilfsmittel sind, um einen möglichst reibungslosen Welthandel mit den vorhandenen Weltwährungen, vor allem dem US-Dollar und dem Euro zu ermöglichen.

IWF ist keine „Weltzentralbank“

Zudem ist der IWF keine Weltzentralbank. Der Umbau des IWF zu einer Institution, die in der Lage wäre, eine Weltleitwährung zu emittieren, verlangt viel Phantasie. Dies wäre für alle Beteiligten mit einem Verlust an Unabhängigkeit verbunden. Das Interesse hierzu existiert derzeit nicht, und aus heutiger Perspektive ist der Zeitpunkt auch nicht zu erkennen, wann dies der Fall sein könnte. Weder die Chinesen möchten einen US-Amerikaner in ihrem Zentralbankrat, geschweige denn noch die Iraner. Neben den vielen problematischen Aspekten in der Umsetzbarkeit dieser Idee dürfte alleine die Vorstellung über die Diskussion der Zusammensetzung des Weltzentralbankrates wie auch über die Arbeitsweise genügend Argwohn hervorrufen, um die Vorstellung als undurchführbar einzustufen. Die Vereinten Nationen bieten dafür einigen Anschauungsunterricht. Es sei lediglich an die Schwierigkeiten bei der Erweiterung des Sicherheitsrates erinnert, oder an die endlosen Debatten im Plenum. Das ist gut für den Weltfrieden, aber die Weltmärkte werden sich mit einem solchen Entscheidungsprozess nicht zufrieden geben.

SZR dennoch mit Potential

Dass die SZR keine Währung sind, ist zwar ein schwerwiegendes Hindernis, um eine Konkurrenz für den US-Dollar darstellen zu können. Allerdings könnten die SZR bei einer entsprechenden Aufstockung des Volumens als ein alternatives Wertaufbewahrungsmittel für Währungen dem US-Dollar durchaus Konkurrenz machen. Derzeit sind die vom IWF bereitgestellten SZR-Bestände hierfür schlichtweg zu gering. Bis zum Sommer dieses Jahres lag das Volumen an SZR bei 21,4 Mrd. (36 Mrd. US-Dollar). Als Folge der Finanzkrise haben die IWF-Mitglieder beschlossen, das Volumen dieses Jahr auf 204,1 Mrd. (340 Mrd. US-Dollar) aufzustocken. Die SZR verteilen sich auf die 186 Mitglieder des IWF ungefähr in Höhe ihrer Stimmrechte (siehe Abbildung 2). Der Vergleich mit den vom IWF statistisch erfassten internationalen Wahrungsrreserven ist ernüchternd (siehe Abbildung 3). Die jüngsten Daten weisen internationale Reserven von sechs Billionen US-Dollar aus. Davon sind rund zwei Billionen ohne genauere Angabe der Währung. Der Großteil spezifizierter Reserven entfällt mit ca. zwei Billionen auf den US-Dollar und mit einer Billion auf den Euro.

Mehr Gewicht für die SZR fraglich

Ein erster notwendiger Schritt, für die SZR mehr Bedeutung zu erlangen, wäre es also, den Umfang an SZR zu erhöhen. Der Blick in die Historie zeigt allerdings, wie schwierig sich die internationale Staatengemeinschaft bei der SZR-Ausweitung tut. Nach der Geburt der SZR im Jahr 1969 hat es zehn Jahre gedauert, bis die SZR-Mittel zum ersten Mal erhöhet wurden. Die nächste Erhöhung hat dreißig Jahre gedauert.

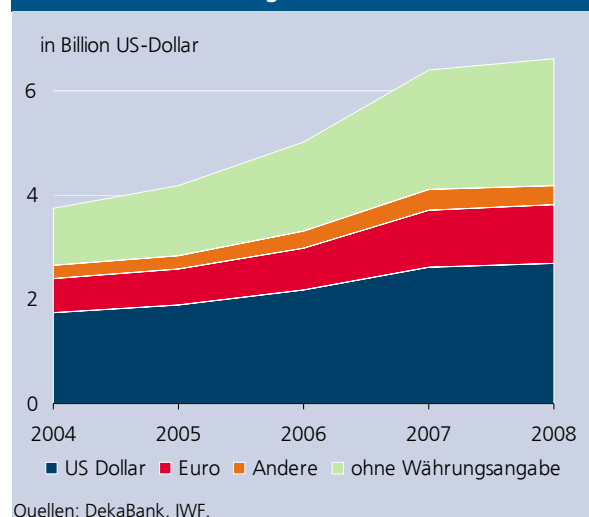
Abb. 2 IWF Quoten und Stimmanteile

Mitgliedsland	IWF - Quote		Stimmrechte	
	%	Mrd. SZR	%	
USA	17,09	37,1	16,77	
Japan	6,12	13,3	6,02	
Deutschland	5,98	13,0	5,88	
Frankreich	4,94	10,7	4,85	
UK	4,94	10,7	4,85	
China	3,72	8,1	3,66	
Italien	3,24	7,1	3,19	
Saudi Arabien	3,21	7,0	3,16	
Kanada	2,93	6,4	2,88	
Russland	2,73	5,9	2,69	

Quelle: DekaBank, IWF, Stand: 30.10.2009.

Es bedurfte der schwersten Finanzkrise der Nachkriegszeit, um die IWF-Mitglieder zu einer Einigung zu bewegen. Während der Asienkrise 1997 gab es ein Vorstoß, das SZR-Volumen zu verdoppeln. Dieser blieb jedoch zunächst ohne Erfolg, weil die USA ihre Zustimmung versagten, wurde aber schließlich 12 Jahre später angenommen. Der Entscheidungsprozess innerhalb des IWF wird gelähmt durch die notwendige Mehrheit von 85 % der Stimmen. Damit haben die EU wie auch die USA ein Vetorecht und können jede Entscheidung blockieren. Eine substantielle Ausweitung der SZR ist eng verknüpft mit einer Veränderung der Stimmrechtsanteile

Abb. 3 Weltwahrungsrreserven



und würde unweigerlich an den Vetoblocken der EU und der USA rütteln. Dies ist nach allen vorliegenden Informationen mit den USA nicht zu erreichen. Neben der Vetorechtsdiskussion gibt es noch ein weiteres wichtiges Problem. Die SZR geben den IWF-Staaten direkte Kreditlinien auf den US-Dollar und den Euro. Von einer Ausweitung der SZR würden auch Diktaturen und autoritäre Regime profitieren, die nicht jeder demokratische Staat als kreditwürdig ansieht. Dies ist derzeit der Fall mit den USA, die beispielsweise dem Iran, Venezuela, Zimbabwe oder Syrien nicht unbedingt diese Hilfe gewähren möchten. Viele solcher politischer Konflikte haben die Förderung der SZR seit ihrer Entstehung behindert.

SZR als Recheneinheit

Es bleibt noch die Frage, ob die SZR nicht eine größere internationale Bedeutung erlangen könnten, wenn ihre Funktion als Recheneinheit stärker genutzt würde. Hauptkritikpunkt der Chinesen am gegenwärtigen

Weltwährungssystem ist die starke Abhängigkeit vom US-Dollar. An dieser Stelle könnte man Ländern mit hohen Dollarreserven wie China tatsächlich mit Hilfe der SZR entgegenkommen und Möglichkeiten zur Währungsdiversifizierung bereitstellen. Länder mit einem Finanzierungsdefizit, allen voran die USA, müssten lediglich Staatsanleihen auf der Grundlage von SZR emittieren. China als einer der Hauptabnehmer von US-Staatsanleihen würde automatisch eine Reduktion des Wechselkursrisikos erfahren, ohne dass ein Kurswechsel in der nationalen Investitionspolitik notwendig wäre. Der Anteil vom US-Dollar am Wert einer SZR beträgt lediglich 44 %. Die chinesischen Währungsreserven würden durch den Ankauf von US-Anleihen in SZR notiert auf einen Währungskorb aus US-Dollar, japanischen Yen, britischen Pfund sowie Euro verteilt werden. Aus chinesischer Sicht dürfte wenig gegen diese Maßnahmen sprechen. Auch die technischen Hürden hierfür sollten gering sein. Allerdings dürften die politischen Hürden in den USA, Staatsanleihen in SZR zu notieren und nicht in US-Dollar, ähnlich schwierig zu überwinden sein, wie die USA zu einer Aufgabe ihres Vetorechts im IWF zu bewegen. Einfacher wäre es für die USA übrigens, einen Teil der bisherigen Anleihen direkt auf der Basis einer Fremdwährung wie den Euro, den Yen oder das britische Pfund zu begeben.

Fazit

Der Status als Weltleitwährung des US-Dollar wird durch die Sonderziehungsrechte des IWF nicht gefährdet werden können. Der IWF als Institution ist nicht als eine zukünftige Weltzentralbank angelegt, die eine Währung emittieren könnte. Darüber hinaus sind die SZR keine Währung, sondern Kreditlinien auf die Währungen der

IWF-Mitglieder, in der Regel die „harten“ Devisen wie den US-Dollar und den Euro. Unabhängig von diesen grundsätzlichen Problemen, könnte den SZR eine wichtigere Rolle im Weltwährungssystem zu kommen, wenn der Bestand erheblich erweitert würde. Dazu gibt es aber, wie die letzten 30 Jahre gezeigt haben, unter den IWF-Staaten keinen tragfähigen Konsens.

Auch wenn das Kräfteverhältnis zwischen dem US-Dollar und den SZR klar verteilt ist, dürften wir erst am Anfang einer erneuten Diskussion um die SZR und die Rolle des IWF im internationalen Währungssystem stehen. Insbesondere China nutzt das Thema, um mehr Einfluss auch im IWF zu bekommen. Vom rein wirtschaftlichen Standpunkt aus betrachtet wäre eine Anerkennung der gewachsenen Bedeutung der BRIC-Staaten (Brasilien, Indien, Russland, China) für den Welthandel bei einer Reform der SZR-Quoten und Stimmrechte nur konsequent.

Der Anleger sollte sich von dieser Diskussion bei seiner Dollarstrategie aber nicht beeinflussen lassen, denn die SZR werden auch in absehbarer Zukunft keine Konkurrenz zum US-Dollar werden.