

In letzter Zeit wurden einige kritische Äußerungen zur Rolle des US-Dollar als Leitwährung laut. Sollte die amerikanische Zahlungseinheit als Weltleit- und Reservewährung ersetzt werden?

Das Siechtum des US-Dollar als Leitwährung

Leitwährungen wechseln

Der US-Dollar ist zweifellos die Leitwährung der Weltwirtschaft. Diese Rolle hat er seit dem Zweiten Weltkrieg inne, also rund 65 Jahre. Das bedeutet aber auch, dass der US-Dollar nicht die erste Leitwährung war, denn vor ihm hatte das Britische Pfund diese Rolle inne und davor wiederum andere Währungen. Leitwährungen kommen und gehen also, das scheint sicher. Nur geschieht dies über lange Perioden und ist deshalb den jeweiligen Beobachtern nicht immer so deutlich, wie es im Nachhinein aussieht.

Kritik am US-Dollar

Zurzeit ist die Debatte über die Rolle des US-Dollar als Leitwährung wieder aufgeflammt, nachdem sie in den neunziger Jahren schon einmal heftig geführt worden war. Auslöser der aktuellen Diskussion sind Meinungsäußerungen von autorisierter chinesischer und danach russischer Seite zum Thema (vgl. o.V. 2009a). Es wurde dafür plädiert, die Abhängigkeit der Weltwirtschaft vom US-Dollar zu reduzieren, indem bspw. eine internationale Währungseinheit die Aufgaben der Leitwährung übernimmt. Somit würde sozusagen politisch über die Ablösung des US-Dollar entschieden.

In dieser aktuellen Diskussion spiegeln sich die grundlegenden Argumente für eine Leitwährung wider, die einerseits einer ökonomischen, aber andererseits immer auch einer politischen Logik folgen. Aus ökonomischer Sicht beunruhigt die Kritiker des US-Dollar in letzter Zeit die Gefahr einer Inflationierung dieser Währung. Dies würde die gewaltigen Währungsreserven, die weltweit zu rund zwei Drittel in US-Dollar gehalten werden, ggf. um hunderte Milliarden US-Dollar entwer-

ten. Dies wiederum führt in Antizipation der drohenden Gefahr zu der Frage, ob Währungsreserven nicht in anderer Form gehalten werden könnten. Beispielsweise eben in einer internationalen Währungseinheit, wie den Sonderziehungsrechten (SZR) des Internationalen Währungsfonds. Es wird also deutlich, dass eine Währung die Weltwirtschaft nur dann »leiten« kann, wenn sie selbst eine stabile Währung ist (vgl. Frenkel und Menkhoff 2000).

Auch eine politische Debatte

Aber die aktuelle Debatte hat auch einen politischen Akzent. Natürlich geht es dabei nicht nur um die Frage der am besten »geeigneten« Währung, sondern auch um Macht und Rang (vgl. o.V. 2009b). Typischerweise stammt die Leitwährung aus der führenden Volkswirtschaft der jeweiligen Zeit, und dies war zuletzt sicherlich die USA. Doch die relative Bedeutung der USA in der Weltwirtschaft sinkt. Im Grunde hatte die USA ihren Höhepunkt am Ende des Zweiten Weltkriegs erreicht und verliert seitdem an relativer wirtschaftlicher Bedeutung. Dies geschieht nicht Jahr für Jahr, aber doch im Trend. In den ersten Nachkriegsjahren waren es vor allem die Europäer (inkl. der Osteuropäer) und Japaner, die aufgeholt haben, dann kamen viele Schwellenländer dazu, vor allem die asiatischen Newly Industrializing Countries (NICs, wie Korea). Richtig Schwung hat diese Entwicklung aber erst bekommen, seitdem weitere bevölkerungsreiche Volkswirtschaften offensichtlich schneller wachsen als die »alten« industrialisierten Länder. Der Fokus richtet sich in erster Linie auf China, aber im Grunde trifft dies auch auf Indien, Südostasien und mit Einschränkungen auf Lateinamerika, arabische Staaten und manche Länder Afrikas zu. Die Gewichte in der Weltwirtschaft verschieben sich nach-



Lukas Menkhoff*

* Prof. Dr. Lukas Menkhoff leitet das Institut für Geld und Internationale Finanzwirtschaft an der Universität Hannover.

haltig und spürbar. Damit verschieben sich auch die politischen Gewichte, was der jüngste Wechsel von G-8 zu G-20 demonstriert.

Ein Blick zurück auf den letzten Wechsel der Leitwährung verdeutlicht die Mechanismen (vgl. Eichengreen 1996). Großbritannien war seit dem späten 18. Jahrhundert die führende Volkswirtschaft, weil sie produktiv war, ihren Kapitalstock kontinuierlich aufbauen konnte und über Wachstumsräume verfügte. Die USA überholten Großbritannien als größte Volkswirtschaft Ende des 19. Jahrhunderts, politisch dominierten sie durch den Verlauf des Ersten Weltkriegs und finanzwirtschaftlich gewannen sie schließlich Mitte des 20. Jahrhunderts die Oberhand. Damit sind wesentliche Faktoren skizziert, die eine Währung benötigt, um eine internationale Leitwährung zu sein. Diese Faktoren werde ich im Folgenden jeweils kurz ansprechen, um meine These zu begründen, dass sich der US-Dollar längst in der Phase des Siechtums als internationale Leitwährung befindet.

Faktoren für eine Leitwährung

Das *volkswirtschaftliche Gewicht* eines Staats, der die jeweilige Währung emittiert, beinhaltet neben der schieren Größe sicher weitere qualitative Elemente. Dabei spielt die Produktivität eine Rolle, also die Leistungsfähigkeit der Firmen und damit die Frage, ob sie die Rolle eines Leitlands entsprechend umsetzen können. Besonders wichtig ist zudem die *Internationalität* der Volkswirtschaft, also ihre Verflechtung, wie sie z.B. in Im- und Exporten zum Ausdruck kommt. In dieser Hinsicht sind die USA eher in absoluter als in relativer Hinsicht mit führend, da ja bspw. das kleinere Deutschland ähnlich hohe absolute Exportwerte erreicht.

Ein entscheidender Grund, warum die USA nicht früher Großbritannien als Leitwährungsland abgelöst hatten, war die schwache Verfassung des *Finanzsektors*. Die Leitwährung spielt nicht nur im Außenhandel eine Rolle, bspw. bei der Fakturierung, sondern ebenfalls im internationalen Kapitalverkehr. Letzteres setzt aber einen entwickelten und stabilen Finanzsektor voraus.

Im Unterschied zu diesen fundamentalen Faktoren wird die Debatte häufig auch anhand von Indikatoren geführt, die anzeigen, ob oder in welchem Ausmaß eine Währung bereits internationale Leitwährung ist. Zu diesen Indikatoren zählt an erster Stelle die Nutzung einer Währung als Devisenreserve, die Nutzung als Fakturierungswährung, als Vehiklwährung im Devisenhandel, als Denomination internationaler Wertpapieremissionen usw. Eine Übersicht dazu bieten bspw. Caves et al. (2007), die zeigt, dass der US-Dollar in jeder Hinsicht vorn oder jedenfalls mit vorne liegt. Die einzige ernsthafte Konkurrenz ist aktuell der Euro.

Rivalität zum Euro

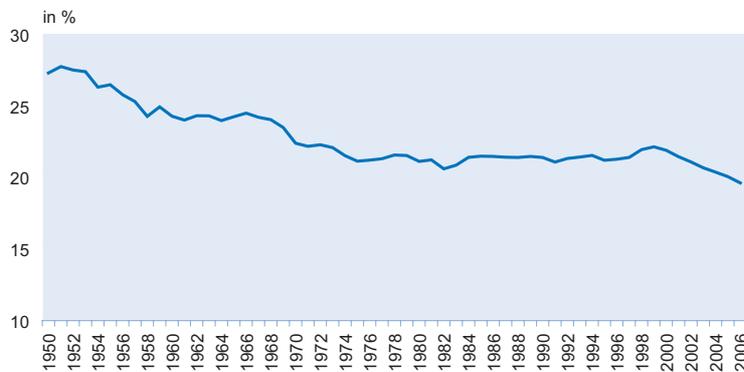
Chinn und Frankel (2008) haben sich in mehreren Aufsätzen mit der Rivalität dieser beiden Währungen befasst. Waren sie noch bis vor wenigen Jahren der Auffassung, dass der Euro in absehbarer Zeit kein ernsthafter Konkurrent werden würde, haben sie ihre Einschätzung jüngst geändert und halten nun einen Wechsel in der Leitwährung bereits im nächsten Jahrzehnt für möglich. Dies hängt von verschiedenen Bedingungen ab: Der Euro gewinnt an Gewicht, wenn er in zusätzlichen Staaten als Währung eingeführt wird, was aus heutiger Sicht – aufgrund der bisher erfolgten Beitritte – plausibel erscheint. Dieser Modellrechnung zufolge hilft dem Euro ferner, wenn er weiterhin tendenziell gegenüber dem US-Dollar leicht aufwertet. Schließlich ist bedeutsam, inwieweit der Finanzraum innerhalb der Europäischen Union geöffnet bleibt und dadurch der Euro vom Finanzplatz London profitiert.

Neben dem Euro gibt es aber auch andere Alternativen zum US-Dollar als Leitwährung. Ausgeschieden aus dieser Diskussion ist wohl der japanische Yen, der in den Diskussionen der neunziger Jahre eine erhebliche Rolle spielte. Ursächlich dafür ist die vergleichsweise bescheidene Größe, Dynamik und Offenheit der japanischen Volkswirtschaft. Aus denselben Gründen hat auch die frühere D-Mark den US-Dollar nie wirklich herausfordern können. Es bleiben demnach die angesprochenen Alternativen zum US-Dollar: eine internationale Währung, bspw. die SZR, der Euro und derzeit noch als Außenseiter der chinesische Yuan. Eine Prognose über diese Alternativen ist aufgrund der Langfristigkeit mit der der Wechsel einer Leitwährung geschieht, kaum seriös möglich. Es mag von daher erstaunen, dass dies weniger für die Prognose über die Zukunft des US-Dollar gilt. Hier kann man vergleichsweise gut einschätzen, dass sich der US-Dollar als Leitwährung im Siechtum befindet.

Langfristiger Trend

Die Gründe für dieses Siechtum liegen weniger in Fehlern der USA begründet als in einer kaum zu ändernden relativen Dynamik offener Volkswirtschaften. Sofern die Weltwirtschaft weiter so offen verfasst bleibt wie in den letzten Jahrzehnten, kann man von einer Einkommensangleichung vieler Volkswirtschaften in Richtung der reichen Länder ausgehen. Dieser Konvergenzprozess ist kein Naturgesetz, aber es spricht doch vieles dafür, dass zahlreiche bevölkerungsreiche Staaten den Einkommensabstand zu den heute reichen Ländern verkleinern können. In diesem Angleichungsprozess muss die relative Bedeutung einer nur noch wenig wachsenden Volkswirtschaft mit 300 Mill. Einwohnern, selbst wenn sie mit das höchste Pro-Kopf-Einkommen hat, schrumpfen. Die USA verfügen über rund 5%

Abb. 1
Anteil des US-amerikanischen BIP am Welt-BIP von 1950–2006



Die Berechnung basiert auf Geary-Khamis (International) Dollars.

Quelle: Angus Maddison, Universität Groningen.

der Weltbevölkerung, aber – in Kaufkraftparität – über fast 20% des Einkommens; beide Werte werden voraussichtlich sinken. Beide Werte jedoch waren Ende des Zweiten Weltkriegs noch sehr viel höher, so dass die USA schon heute nicht mehr die relative Bedeutung wie ehemals haben (vgl. Abb. 1).

Dazu kommen qualitative Änderungen. Die USA haben nicht mehr den mit Abstand größten Binnenmarkt, was lange ein Wettbewerbsvorteil war; auch die Produktivität ist nicht mehr bei weitem führend. Hinzu kommen makroökonomische Probleme, wie sie das so genannte doppelte Defizit zum Ausdruck bringt. Das Haushaltsdefizit schränkt den Handlungsspielraum ein, und das Leistungsbilanzdefizit hat doch mit häufig mehr als 5% zum Bruttoinlandsprodukt ein beträchtliches Ausmaß angenommen, das die Politik der USA mittelfristig beeinflussen muss. Zwei weitere »weiche« Faktoren kommen hinzu.

Zum einen hat die Glaubwürdigkeit der US-amerikanischen Politik in weiten Teilen der Welt eher abgenommen und damit die Bereitschaft eine Führungsrolle ihrer Währung hinzunehmen. Die USA sind mit ihrer Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung keineswegs mehr das automatische Vorbild anderer Länder, sondern werden kritischer als zuvor gesehen. Selbst in Deutschland, das den USA besonders viel zu verdanken hat, lässt sich dieser Prozess beobachten und schwächt sich erst in jüngster Zeit wieder etwas ab. Dies wird auch von US-Beobachtern eingeräumt (vgl. Chinn and Frankel 2008).

Schädliche Finanzkrise

Zum anderen haben fragwürdige Entwicklungen an den US-Finanzmärkten eine seit Jahrzehnten nicht mehr erlebte Finanz- und Wirtschaftskrise ausgelöst, die die gesam-

te Weltwirtschaft in Mitleidenschaft gezogen hat. Natürlich wird dadurch das »US-Modell« einer vergleichsweise gering regulierten und gesteuerten Wirtschaft kritischer als zuvor gesehen. Sowohl europäische als auch asiatische Länder grenzen sich nun deutlicher gegenüber diesem Wirtschaftsmodell ab. In gewisser Weise stehen die USA wieder ein wenig wie in der ersten Hälfte des letzten Jahrhunderts da, als sie als »unreif« für eine führende Rolle in der Weltwirtschaft galt. Diese Sicht scheint gerade in asiatischen Ländern an Gewicht zuzunehmen. Folglich wird dort bewusster als bspw. in Europa über eine Schwächung des US-Dollar als Leitwährung nachgedacht. Dabei bleibt es nicht nur beim Nachdenken, sondern es werden Maßnahmen zur regionalen Kooperation ergriffen, sowohl innerhalb der südostasiatischen Staaten als auch in Verbindung mit ostasiatischen Ländern.

Aktive Maßnahmen Chinas

Gerade China bemüht sich offensichtlich, die relative Rolle seiner eigenen Währung zu stärken und dadurch die Rolle des US-Dollar zu schwächen. Ansatzpunkt ist es, den Außenhandel stärker über den chinesischen Yuan, statt über den US-Dollar abzuwickeln. Das ökonomische Kalkül basiert auf der zunehmenden Bedeutung Chinas als Handelspartner, so dass der bilaterale Handel bequemer in Yuan als in US-Dollar abgewickelt werden kann. Hinzu kommt die hohe Stabilität des Yuan im Vergleich mit dem volatileren US-Dollar. China scheint ein Mehrstufenprogramm vor Augen zu haben, indem der Yuan zunehmend als internationale Währung eingesetzt werden soll (o.V. 2009c). Dieses Programm startet in den chinesischen Grenzprovinzen sowie in Hongkong. Darüber hinaus bietet China vorteilhafte Konditionen in der Kooperation mit einzelnen Ländern der Region, wie Indonesien, Kambodscha oder Malaysia. Dies soll mit allen südostasiatischen Ländern ausgebaut werden. Schließlich bietet China bilaterale Swap-Abkommen zur Handelsabwicklung auch lateinamerikanischen und anderen Ländern an. Sollten diese Maßnahmen greifen, dann wird der Yuan – erst recht wenn China weiter stärker wächst als die übrige Welt – auch auf der internationalen Bühne eine wichtige Rolle spielen und damit indirekt den US-Dollar schwächen.

Ausblick

Aus meiner Sicht scheint absehbar, dass der US-Dollar aus den dargelegten Gründen als Leitwährung abgelöst werden

wird. Allerdings profitiert er derzeit von positiven Netzwerkeffekten, die jede Leitwährung stabilisieren. Aber das wird das Ende nur verzögern und nicht verhindern, deshalb der Begriff des »Siechtums«. Weniger klar ist, wie es weitergehen wird: Welche Währung oder welche Konstruktion von Währungen beerbt den US-Dollar und wann vollzieht sich der Wechsel? Hier sind mehrere Szenarien denkbar. In keinem Szenario jedenfalls scheint plausibel, dass der US-Dollar seinen 100. Geburtstag als Leitwährung erleben wird, und selbst der 75. ist fraglich geworden.

Literatur

- Caves, R.E., J.A. Frankel und R.W. Jones (2007), *World Trade and Payments, An Introduction*, 10. Auflage, Addison-Wesley, Reading et al.
- Chinn, M. und J.A. Frankel (2008), »Why the Dollar Will Rival the Euro«, *International Finance* 11(1), 49–73.
- Eichengreen, B. (1996), *Globalizing Capital, A History of the International Monetary System*, Princeton University Press, Princeton.
- Frenkel, M. und L. Menkhoff (2000), *Stabile Weltfinanzen? Die Debatte um eine neue internationale Finanzarchitektur*, Springer, Berlin et al.
- o.V. (2009a), »China fordert neue Weltwährung«, *Capital*, 24. März.
- o.V. (2009b), »Weitere Kritik am Dollar als Leitwährung«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 11. Juli.
- o.V. (2009c), »Yuan soll den Dollar ablösen«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 1. Juli.



Stephan Schulmeister*

Globalisierung ohne supranationale Währung: Ein fataler Widerspruch

Die Globalisierung von Märkten und Unternehmen seit dem Zweiten Weltkrieg wurde nicht von einer schrittweisen Schaffung eines supranationalen Währungssystems begleitet. Im Gegenteil: Der US-Dollar spielte permanent die Doppelrolle als nationale Währung der USA und als (Ersatz-)Weltwährung. Unter den Bretton-Woods-Regeln war der Dollarkurs (wenigstens) stabil, seit Anfang der siebziger Jahre ist die »key currency« zur instabilsten aller Reservewährungen geworden. Alle bedeutenden »Turbulenzen« in der Weltwirtschaft sind direkt mit der Doppelrolle des Dollar als Weltwährung und als nationale Währung verknüpft (zu den nachfolgenden Ausführungen vgl. im Detail Schulmeister 2000).

Hauptfunktionen des Dollar als Weltwährung und als US-Währung

Drei Funktionen sind charakteristisch für den US-Dollar als globale »key currency«:

- Alle Rohstoffe (»standard commodities«) notieren in Dollar. Sein Wechselkurs ist daher (auch) ein supranationaler »flow price«.
- Der größte Teil internationaler Forderungen/Verbindlichkeiten werden in Dollar gehalten (dies gilt insbesondere für Schulden der »emerging market economies«). Sein Zinssatz und Wechselkurs sind daher (auch) supranationale »asset prices«.
- Der Dollar fungiert als »vehicle currency« im supranationalen »foreign exchange market«.

* Dr. Stephan Schulmeister ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Österreichischen Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO), Wien.

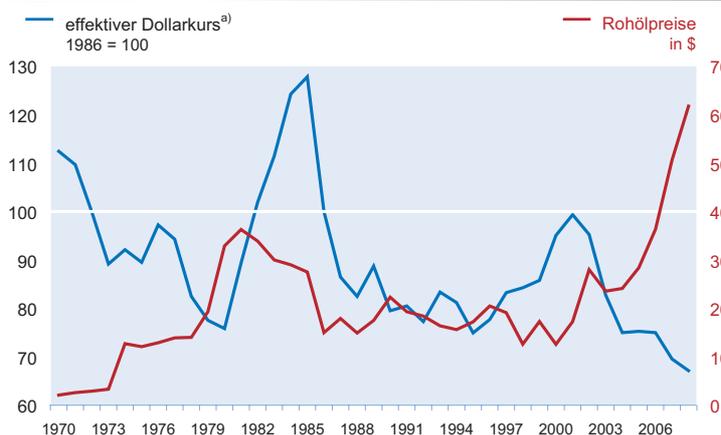
Als nationale Währung sind Zinssatz und Wechselkurs des Dollar wichtige Faktoren der US-Wirtschaftsentwicklung, sie werden daher in hohem Maß von den Interessen der USA und damit von ihrer Wirtschaftspolitik beeinflusst.

Die Konflikte zwischen den »nationalökonomischen« Interessen der USA am Einsatz von Zinssatz und (indirekt) Wechselkurs des Dollar als Instrumente einer »inward looking« Wirtschaftspolitik und den »globalökonomischen« Interessen des Gesamtsystems an einer stabilen Weltwährung prägten die Wirtschaftsentwicklung seit Anfang der siebziger Jahre. Dies gilt insbesondere für Ölpreisschocks und Inflationsdynamik, für die Schuldenkrisen der Entwicklungsländer und für das Anschwellen der Auslandsverschuldung der USA.

Dollarkurs, Ölpreisschocks und Inflationsdynamik

Schwankungen des Dollarkurses verändern ceteris paribus nicht nur die Terms of Trade zwischen den USA und den übrigen Ländern (Folge der Rolle des Dollar als nationaler Währung der USA), sondern zwischen jedem Länderpaar, und zwar in Abhängigkeit vom Anteil der Rohstoffe an den Gesamtexporten bzw. -importen (Folge der Rolle des Dollar als Weltwährung). Sinkt etwa der Wechselkurs des Dollar gegenüber der D-Mark bzw. dem Euro, so verschlechtern sich die Terms of Trade nicht nur für die USA, sondern etwa auch für Saudi-Arabien: Die Dollarpreise von Importen aus Deutschland steigen, während der Dollarpreis von Erdöl konstant bleibt.

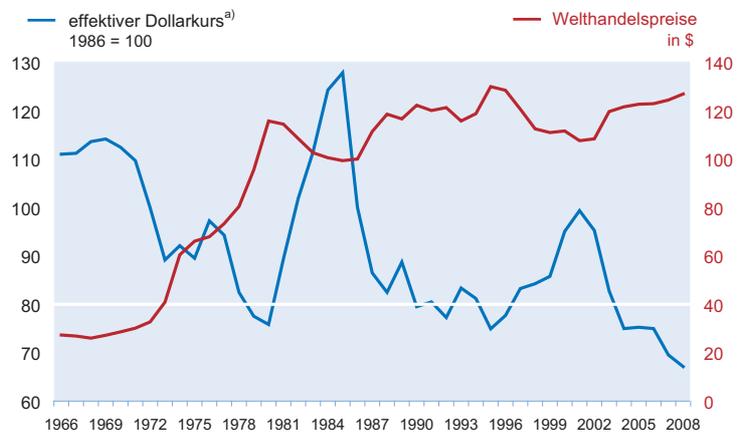
Abb. 1
Dollarkurs und Ölpreisschwankungen



^{a)} Gegenüber DM, Französischem Franc (ab 1999 Euro), Pfund, Yen.

Quelle: IWF, Oxford Economics (OEF).

Abb. 2
Dollarkurs und Welthandelspreise



^{a)} Gegenüber DM, Französischem Franc (ab 1999 Euro), Pfund, Yen.

Quelle: IWF, Oxford Economics (OEF).

Als Folge einer auf die USA beschränkten Rezession 1970 sowie einer steten Verschlechterung der US-Leistungsbilanz sagten sich die USA 1971 von den Bretton-Woods-Verpflichtungen los. Darauf sank der Dollarkurs bis 1973 um 25%. Im Oktober 1973 nützte die OPEC den Yom-Kippur-Krieg, um eine Verdreifachung des Ölpreises durchzusetzen (vgl. Abb. 1). Diese Sequenz in einem globalen Verteilungskampf wiederholte sich zwischen 1977 und 1979. Zunächst verlor der Dollar wieder 25% an Wert, 1979 folgte der zweite Ölpreisschock (wieder nützte die OPEC die Verunsicherung durch politische Turbulenzen, diesmal in Form des Golfkriegs zwischen dem Iran und dem Irak).

Beide Ölpreisschocks zogen einen Anstieg der Inflation (vgl. Abb. 2) und der Arbeitslosigkeit nach sich (via zwei Rezessionen). Diese Konstellation deutete man als Widerlegung des Keynesianismus, der Konnex zu den Dollarentwertungen und damit zur Aufgabe des Systems fester Wechselkurse wurde nicht wahrgenommen.

Um die hohe Inflation im eigenen Land zu bekämpfen, steigerte die US-Notenbank ab 1980 den Leitzins dramatisch, dies trug wesentlich zur exorbitanten Dollaraufwertung zwischen 1980 und 1985 und zu einem gleichzeitigen Rückgang des Ölpreises bei. Auf die nachfolgende Dollarabwertung reagierte Saudi-Arabien mit dem Versuch, einen dritten Ölpreisschock vorzubereiten, scheiterte aber, da die Marktmacht der OPEC dazu nicht mehr ausreichte (vgl. dazu Schulmeister 2000). Seit 2001 zeigt sich wieder eine markant inverse Entwicklung von Dollarkurs und Ölpreise (sowie der meisten Rohstoffpreise), gefördert durch

Spekulation von Finanzinvestoren auf den Derivatmärkten (vgl. Abb. 1).

Die inverse Beziehung zwischen Dollarkurs und Dollarpreisen ist im gesamten Welt-handel noch stärker ausgeprägt als im Rohstoffhandel (vgl. Abb. 2). Wertet der Dollar ab (auf), so steigen (fallen) alle nicht in Dollar notierenden Preise (etwa Industriewaren aus Deutschland, wenn sie in Dollar umgerechnet werden). Dies ist nicht nur ein statistisches Artefakt, da der Großteil internationaler Schulden in Dollar gehalten wird.

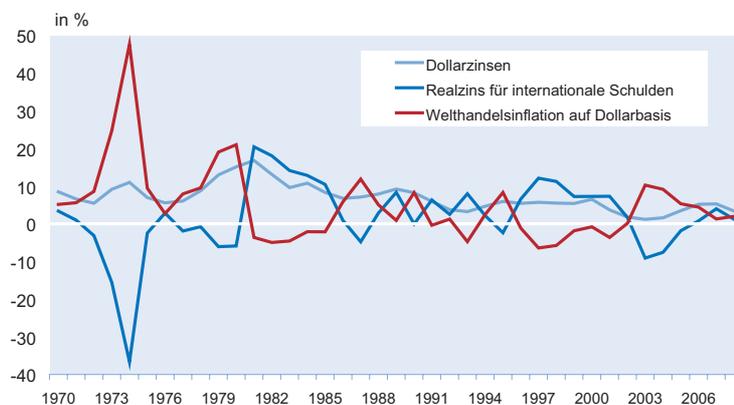
Dollarkurs, Dollarzins und internationale Schuldenkrisen

Der Realzins einer internationalen Dollarschuld eines Landes ergibt sich als nomineller Dollarzins minus Veränderung seiner Exportpreise auf Dollarbasis (die Schuld muss ja durch Exporterlöse in Dollar bedient werden). Abbildung 3 zeigt seine Schwankungen für den Durchschnitt aller Länder.

Als Folge der hohen Dollarinflation war der Realzins in den siebziger Jahren extrem negativ. Dies förderte das »recycling of petro-dollars« in Form steigender Auslandsschulden vieler Entwicklungsländer, insbesondere in Lateinamerika (Mexiko, Brasilien und Argentinien waren damals die »Tigerländer«). Die Dollaraufwertung ab 1980 und damit der (absolute) Rückgang der Dollarpreise im Welthandel ließ den Realzins 1981 auf annähernd 20% springen, 1982 brach die internationale Schuldenkrise aus (während die Dollarabwertungen der siebziger Jahre die Auslandsschulden permanent abgewertet hatten, wurden sie nun massiv aufgewertet, vgl. Abb. 3).

In den neunziger Jahren ergab sich eine ähnliche Entwicklung, diesmal in Ostasien. Die »Tigerländer« finanzierten ihren Boom teilweise durch Auslandskredite in Dollar, als der Dollar 1995 aufzuwerten begann, stieg der Realzins einer Dollarschuld wieder sprunghaft an (vgl. Abb. 3). Beispiel: Alle Erlöse eines südkoreanischen Unternehmens aus Exporten (ohne jene in die USA) gingen – in Dollar gerechnet – massiv zurück. 1997 kam es zur Schuldenkrise der »Tigerländer« Ostasiens. Diese breitete sich in der Folge auf Russland, Brasilien und Argentinien aus, die Forderung nach einer neuen »globalen Finanzarchitektur« wurde stärker. Doch die Lage entspannte sich verblüffend schnell: Zur Bekämpfung der Rezession senkten die USA den Dollarzins auf 1%, der Dollarkurs ging massiv zurück und damit auch der Realzins einer internationalen Dollarschuld (vgl. Abb. 3).¹

Abb. 3
Dollarzins, Welthandelsinflation und Realzins für internationale Dollarschulden



Quelle: IWF, Oxford Economics (OEF).

Fazit: Die zumeist exogenen Schocks zugeschriebenen Turbulenzen in der Weltwirtschaft wie Ölpreisschocks und Schuldenkrisen wurden in hohem Maß durch endogene Faktoren verursacht, genauer gesagt, durch die Verteilungs- und Bewertungseffekte der Schwankungen von Zinssatz und Wechselkurs des Dollar in seiner Doppelrolle als nationale Währung der USA und als Weltwährung. Das Ausmaß dieser Schwankungen wird nicht nur durch die extrem diskretionäre Wirtschaftspolitik der USA verstärkt, sondern auch durch die Rolle des Dollar als »vehicle currency« im – hochgradig spekulativen – Devisenhandel.

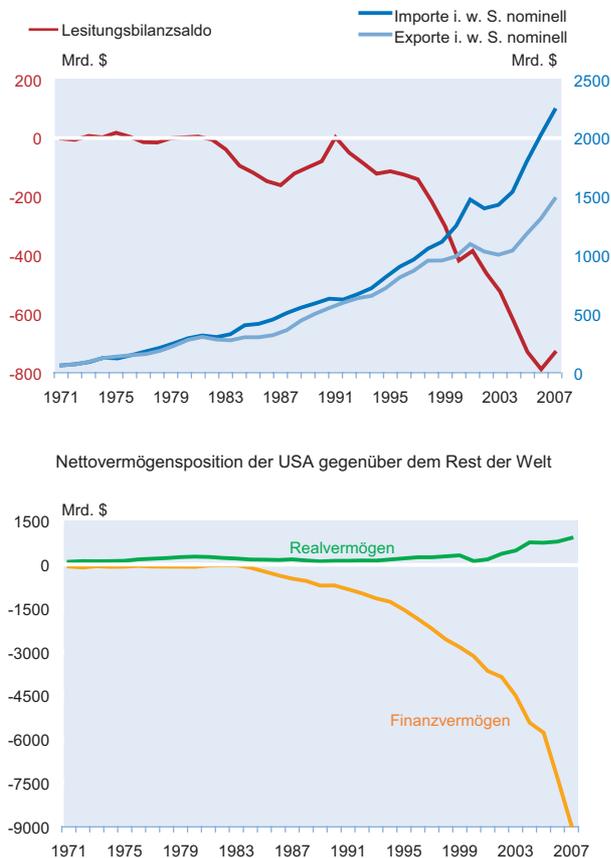
Das Defizit in der US-Leistungsbilanz und seine Finanzierung nach Ponzi-Art

Für die USA hat sich das Verhältnis ihrer Wirtschaft zu jener der übrigen Länder seit Mitte der 1980er Jahre günstig entwickelt:

- Gemessen an der Kaufkraftparität international gehandelter Güter und Dienstleistungen (Tradables) ist der Dollar unterbewertet, die Exporte der USA sind daher in den vergangenen 20 Jahren rascher gewachsen als jene der übrigen Industrieländer (wichtigste Ausnahme: Deutschland).
- Die US-Importe wuchsen allerdings noch stärker, die USA absorbierten einen immer größeren Teil von Gütern und Dienstleistungen ausländischer Produktion (vgl. Abb. 4). Dazu hat eine stark nachfrageorientierte Wirtschaftspolitik wesentlich beigetragen (umgekehrt förderte eine an-

¹ Zur Debatte um die Folgen unterschiedlicher Währungsstruktur von Erträgen (Flows) und Schulden (Stocks) vgl. Eichengreen, Hausmann und Panizza (2003); Eichengreen und Hausmann (2005) sowie Lane und Milesi-Ferretti (2005a).

Abb. 4
Dollarkurs und Außenwirtschaftsdynamik der USA



Quelle: IWF, Fed.

gebotsorientierte Politik in neo-merkantilistischen Ländern wie Deutschland den »export push«).

- Ihr rasant steigendes Leistungsbilanzdefizit konnten die USA durch Kredite in eigener Währung finanzieren, da diese die Weltwährung darstellt. Als einziges Land sind die USA keiner Leistungsbilanzschränke unterworfen: Jeder einzelne Exporteur akzeptiert Dollars, er kann sie ja sofort in eine andere Währung umtauschen (oder vorweg absichern). Die Gesamtheit aller übrigen Länder kann das nicht, irgendwer muss den immer größer werdenden Dollarschatz halten.
- Die USA finanzieren ihre »current account« überdies nach Ponzi-Art: Seit 1984 übersteigt die Kreditaufnahme der USA den Zinsendienst für ihre bestehende Auslandsschuld (netto gerechnet, vgl. Abb. 5). Dies hat den Prozess der Akkumulation der Auslandsschulden der USA (= Forderungen der übrigen Länder) beschleunigt (vgl. Abb. 4).

In ein sarkastisches Bild gesetzt (dabei nehme ich das »Sparerland« Deutschland als »pars pro toto« der übrigen Länder): Die USA als Mr. Ponzi handeln mit Deutschland

als Dagobert Duck. Deutschland erarbeitet Porsches, Mercedes und BMWs, gefahren werden sie in den USA. Dafür erhält Deutschland ein wachsendes Dollarvermögen, das in den USA angelegt werden muss. Auch wenn Deutschland dafür keine Zinsen bekommt, sondern sie sich gewissermaßen selber zahlt, steht dieser Handel hoch im Kurs. Die deutschen Exporterfolge sichern Arbeitsplätze, einzig sie haben das Wachstum in den letzten 20 Jahren gestützt.

Die Doppelrolle des Dollar schafft zusätzliche Probleme systemischer Natur im Verhältnis zwischen den USA und dem Rest der Welt:

- Die USA können selbst die Verzinsung ihrer Auslandsschuld reduzieren, indem die Notenbank den Leitzins senkt und/oder Dollaranleihen aufkauft.
- Die USA sind nicht auf die Kreditbereitschaft der übrigen Länder angewiesen (ein weit verbreiteter Irrtum). Geht letztere zurück, dann sinkt eben der Dollarkurs (ein Leitwährungsland kann prinzipiell den Rest der Welt mit eigener Währung »überschwemmen«, solange ihm eine Abwertung egal ist).
- Mit jeder Dollarabwertung erfolgt eine Umverteilung der Finanzvermögen zugunsten der USA als Folge von Bewertungseffekten: Der Wert ihrer Bruttodollarschulden bleibt gleich, jener ihrer Bruttoforderungen gegenüber dem Ausland steigt (in Dollar gerechnet). Spiegelverkehrt ergibt sich eine Entwertung der »erarbeiteten« Dollarforderungen der fleißigen Gläubigerländer (vgl. dazu Gourinchas und Rey 2006a; 2006b; Lane und Milesi-Ferretti 2005a; 2005b).

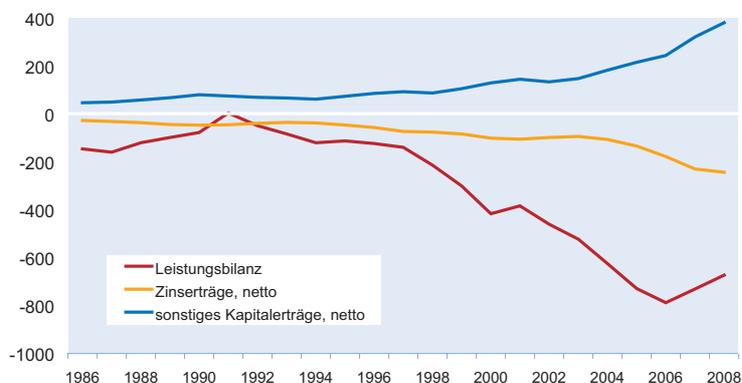
Die Problematik der Doppelrolle des Dollar hängt auch direkt mit der globalen Finanzkrise zusammen: Seit Mitte der 1980er Jahre hat sich die Ponzi-Akkumulation der Nettofinanzschulden der USA drastisch beschleunigt, sie erreichten 2007 etwa 9 000 Mrd. US-Dollar (vgl. Abb. 4 und 5). Die Gläubigerländer mussten ihren Dollarschatz in den USA anlegen, angesichts extrem niedriger Zinsen und rückläufiger Emission von Staatsanleihen (das Budgetdefizit der USA verbesserte sich ab 2003 markant) erschienen die »collateralized debt obligations« immer attraktiver.

Systemimmanente oder systemerneuernde Lösungen?

Das Leistungsbilanzdefizit und die Auslandsverschuldung der USA stellen den Rest der Welt, insbesondere die wichtigsten Gläubigerländer wie China, Japan oder Deutschland, vor folgendes Dilemma:

- Entweder sie verringern ihre Bereitschaft, wie bisher Dollarforderungen zu akkumulieren, dann wird der Wechsel-

Abb. 5
Neuverschuldung der USA – ihre Ponzi-Finanzierung



Quelle: IWF, Fed.

kurs des Dollar noch mehr sinken und das Wirtschaftswachstum in den Gläubigerländern dämpfen;

- oder die Gläubigerländer akkumulieren weiterhin Dollarforderungen, dann wird die stetig steigende Auslandsverschuldung der USA letztlich eine umso stärkere Dollarabwertung nach sich ziehen.

Innerhalb des derzeitigen Währungssystems kann dieses Dilemma nur dadurch überwunden werden, dass die Gläubigerländer ihre Importe aus den USA ausweiten und so den Wechselkurs des Dollar stützen. Dies ist gleichzeitig Voraussetzung dafür, dass die USA irgendeinmal einen Leistungsbilanzüberschuss erzielen und so einen Teil ihrer Auslandsschulden zurückzahlen. Ein solcher Ausweg aus dem Schuldendilemma erfordert freilich einen Wechsel in der Wirtschaftspolitik der wachstumsschwachen Überschussländer wie Deutschland oder Japan zu einem Kurs, welcher stärker als bisher die Binnennachfrage stimuliert. Solange dies nicht erfolgt, werden Wirtschaftspolitiker in den USA das Leistungsbilanzdefizit als Begründung für ein »talking the dollar down« heranziehen, um so die eigenen Exporte zu fördern. So werden sich die Exportüberschüsse der »Neo-Merkantilisten« schließlich als Geschenke an die USA entpuppen.

Der Befund über die Folgen der Doppelrolle des Dollar in den letzten 35 Jahren legt nahe, dass ein grundlegender Systemwechsel nötig ist. Eine immer stärker globalisierte Wirtschaft braucht eine supranationale »key currency«, also eine echte Weltwährung (so wie die Nationalstaaten dermaleinst die regionalen Währungen und der Euroraum kürzlich die nationalen Währungen »überwanden«). Hauptgrund: Der unlösbare Grundkonflikt zwischen den »nationalökonomischen« Interessen des Leitwährungslandes und den »globalökonomischen« Interessen der Weltwirtschaft als (geschlossenes) Gesamtsystem.

Aus diesem Grund hatte Keynes (1980a; 1980b) die Schaffung einer supranationalen Währung (»Bancor«) vorgeschlagen, welche aus einem Bündel der wichtigsten nationalen Währungen bestehen sollte. Er konnte sich aber mit diesem Vorschlag 1944 in Bretton Woods nicht durchsetzen. Die neue Hegemonialmacht USA wollte – nach dem britischen Pfund – nunmehr ihre Währung als Leitwährung sehen.

Wie könnte eine neue Weltwährung unter heutigen Bedingungen gestaltet sein? Es würde reichen, wenn der »Globo« den Dollar, Euro, Renminbi und Yen umfasste. Die drei Wechselkurse zwischen diesen Währungen sollten innerhalb enger Bandbreiten stabilisiert werden (wie in der EU zwischen 1986 und 1992). Das Niveau der Wechselkurse orientiert sich an der Kaufkraftparität von Tradables (die Datenbasis des »International Comparison Project« ermöglicht ihre Berechnung, vgl. Schulmeister 2005). Die Währungen der übrigen Länder werden in Relation zum »Globo« stabilisiert.

Derzeit erscheint ein solches Konzept – es entspricht den Überlegungen der UNCTAD (2009) sowie der Stiglitz-Kommission (vgl. UNO 2009), geht aber darüber hinaus – utopisch. Allerdings: In meiner Einschätzung wird sich die Krise nach dem momentanen Intermezzo »Wir machen weiter wie bisher« vertiefen. Dies wird die Bereitschaft zum (Ver-)Lernen und zu politischen Innovationen stärken.

Literatur

- Eichengreen, B. und R. Hausmann (Hrsg.) (2005), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, University of Chicago Press, Chicago.
- Eichengreen, B., R. Hausmann und U. Panizza (2003), »Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They are Not the Same and Why it Matters«, NBER Working Paper, October.
- Gourinchas, P.O. und H. Rey (2006a), »International Financial Adjustment«, Working Paper, Version vom 3. April.
- Gourinchas, P.O. und H. Rey (2006b), »From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege«, in: R.H. Clarida (Hrsg.), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, Bureau of Economic Research Conference Report, University of Chicago Press, Chicago.
- Keynes, J.M. (1980a), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XXV, Activities 1940–1944, Macmillan – Cambridge University Press, Cambridge.
- Keynes, J.M. (1980b), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XXVI, Activities 1941–1944, Macmillan – Cambridge University Press, Cambridge.
- Lane, P.R. und G.M. Milesi-Ferretti (2005a), »Financial Globalization and Exchange Rate«, IMF Working Paper, January.
- Lane, P.R. und G.M. Milesi-Ferretti (2005b), »A Global Perspective on External Positions«, IMF Working Paper, August.
- Schulmeister, S. (2000), »Globalization without global money: the double role of the dollar as national currency and as world currency«, *Journal of Post Keynesian Economics* 22(3), 365–395.

Schulmeister, S. (2005), *Purchasing Power Parities, Exchange Rates and International Price Competitiveness*, WIFO study, Wien.
UN Commission of Experts of the President of the UN General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System (2009), *Recommendations*, 19 March 2009, <http://www.un.org/ga/president/63/letters/recommendationExperts200309.pdf>.
UNCTAD (2009), *The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies*, Report by the UNCTAD Secretariat Task Force on Systemic Issues and Economic Cooperation, New York and Geneva, http://www.unctad.org/en/docs/gds20091_en.pdf.



Bernd Kempa*

Dollarkrise und Leitwährungsstatus

In letzter Zeit häufen sich kritische Kommentare zur Rolle des US-Dollar als Leitwährung auf den internationalen Güter- und Finanzmärkten. Diese begründen sich aus Zweifeln an der Wertstabilität des Dollar sowie der Erwartung, dass die USA zukünftig ihre wirtschaftliche und politische Vormachtstellung verlieren könnten. Dabei ist allerdings nicht offensichtlich, welche Währung das Potential hat, den Dollar in seiner Funktion als Leitwährung zu ersetzen. Neben dem Euro als unmittelbarem Konkurrenten werden häufig der chinesische Yuan sowie die Sonderziehungsrechte des Internationalen Währungsfonds als Alternativen genannt.

Welche Währung kann den Dollar als Leitwährung ablösen?

Generell zeichnet sich eine Leitwährung dadurch aus, dass sie als international wichtigste Transaktions-, Anlage- und Reservewährung fungiert. Hierzu muss sie uneingeschränkt in andere Währungen konvertierbar sein und ausreichend Liquidität im globalen Maßstab gewährleisten können. Zu diesem Zweck sollte das Leitwährungsland über offene, tiefe und gut entwickelte Finanzmärkte verfügen. Vertrauen und internationale Akzeptanz in die Leitwährung werden auch dadurch gefördert, dass das Leitwährungsland die innere Wertstabilität der Währung durch eine nachhaltig auf Preisniveaustabilität ausgerichtete Geld- und Finanzpolitik sichert, einen hohen Grad an makroökonomischer Stabilität besitzt und eine bedeutende wirtschaftliche und politische Rolle in der Weltwirtschaft spielt.

* Prof. Dr. Bernd Kempa leitet das Institut für Internationale Ökonomie an der Universität Münster.

Diese Kriterien werden von den Vereinigten Staaten nach wie vor am besten erfüllt. Dies zeigt sich deutlich an der Bedeutung, welcher dem US-Dollar als Reservewährung zukommt. Dabei wird der Eindruck, dass der Dollar an Attraktivität als Reservewährung verloren habe, von den Fakten nicht gestützt. Mit einem Anteil von 64% an den weltweiten Devisenreserven nimmt der Dollar eine herausragende Stellung ein. Dieser Anteil lag zu Anfang des Jahrzehnts zwar mit knapp 72% etwas höher, das gegenwärtige Niveau entspricht aber in etwa seinem Durchschnittswert der letzten 15 Jahre, und in absoluten Zahlen war die Nachfrage nach Dollar als Reservewährung mit über 2,5 Billionen Dollar noch nie so hoch wie heute (vgl. IMF 2009).

Der Euro hat aufgrund seiner Stabilität sowie der Größe des Euroraums gute Chancen, als Reservewährung langfristig gegenüber dem Dollar an Bedeutung zu gewinnen. Chinn und Frankel (2007) prognostizieren gar, dass der Euro um das Jahr 2022 den Dollar als Leitwährung ablösen wird. Allerdings sind solche Prognosen vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen und politischen Heterogenitäten sowie der strukturellen und demographischen Probleme der Teilnehmerländer des Euroraums mit großer Unsicherheit behaftet. Auch hier sprechen die Fakten zudem bislang gegen eine zunehmende Bedeutung des Euro. So hat sich der Anteil des Euro an den weltweiten Devisenreserven im Laufe der letzten zehn Jahre zwar von knapp 18% zu Beginn der Europäischen Währungsunion auf derzeit 26,5% erhöht. Im Vergleich mit der Summe der Reservewährungsanteile der im Euro aufgegangenen ehemaligen nationalen Währungen inklusive des ECU fällt der Gemeinschaftswährung aber heute keine größere Bedeutung zu als ihren Vorläuferwährungen zu Mitte der neunziger Jahre (vgl. IMF 2009).

Als weiterer Kandidat, in Zukunft die Rolle einer Leitwährung zu übernehmen, wird gelegentlich auch der chinesische Yuan genannt. Die chinesische Währung wird in zunehmendem Maße zu Transaktionszwecken in Teilen Südostasiens verwendet und könnte sich dort zu einer Regionalwährung entwickeln. Um die Rolle einer Weltleitwährung übernehmen zu können, müsste die chinesische Volkswirtschaft jedoch wesentlich stärker globalisieren. Neben einer Vertiefung und Liberalisierung der chinesischen Kapitalmärkte ist vor allem die freie Konvertibilität des Yuan eine notwendige Voraussetzung für seine internationale Verwendung als Reservewährung.

Wenn auf absehbare Zeit keine einzelne Währung die Nachfolge des US-Dollar als Leitwährung antreten kann, dann wäre möglicherweise eine Korbwährung eine geeignete Alternative. In diesem Zusammenhang sind die Sonderziehungsrechte (SZR) des Internationalen Währungsfonds (IWF) als supranationale Reservewährung ins Gespräch gebracht worden. Die SZR sind eine vom IWF zu Ende der sechziger

Jahre geschaffene künstliche Währungseinheit, die zwar nicht auf den Devisenmärkten gehandelt, aber vom IWF und einigen anderen internationalen Organisationen als Rechen- einheit verwendet wird. Die Mitgliedsländer des IWF halten bereits Teile ihrer Währungsreserven in SZR als Guthaben gegenüber dem IWF, und jedes Mitgliedsland ist verpflichtet, in einem gewissen Rahmen Zahlungen in Form von SZR zu akzeptieren. SZR setzen sich aus Dollar, Euro, Yen und britischem Pfund zusammen, wobei die relativen Gewichtungen auf der Basis der Anteile der beteiligten Länder am Weltexport sowie ihrer Reservebestände beim IWF bestimmt werden. Da sich der Währungskorb auf eine kleine Anzahl von Währungen beschränkt und dem Dollar mit einem Anteil von 44% das größte Gewicht zufällt, müsste zunächst über seine Neukonstruktion, möglicherweise in Verbindung mit einer Reform der Stimmrechtsanteile beim IWF, nachgedacht werden. Dieser Prozess birgt jedoch erhebliche politische Brisanz und ist kaum geeignet, das notwendige Vertrauen in die SZR als Leitwährung zu fördern.

Worauf ist die gegenwärtige Dollarkrise zurückzuführen?

Der US-Dollar ist als Transaktions- und Reservewährung auf den internationalen Güter- und Finanzmärkten gegenwärtig nicht nur alternativlos, sondern er wird auch stärker als jemals zuvor nachgefragt. Vor diesem Hintergrund ist nicht unmittelbar ersichtlich, warum sein Status als Leitwährung überhaupt in Frage gestellt wird. In der Tat bringt die Verwendung des Dollar sowohl für die USA als auch für den Rest der Welt erhebliche Vorteile mit sich. Die USA genießen als Leitwährungsland das außerordentliche Privileg, durch die Bereitstellung internationaler Dollarliquidität Kapital importieren zu können. Dabei halten Nichtamerikaner ihre Dollaranlagen zumeist in niedrig verzinslichen amerikanischen Staatsanleihen. Ein Teil dieser Kapitalimporte wird seitens der USA wiederum in hochverzinsliche Auslandsinvestitionen kanalisiert, wodurch für die Vereinigten Staaten beträchtliche Zinsgewinne entstehen. Letztere werden dabei auf jahresdurchschnittlich 1,2% des US-amerikanischen BIP geschätzt (vgl. Cline 2005, 262).

Aber auch der Rest der Welt hat bislang vom Status des Dollar als Leitwährung profitiert. Der Dollar hat in den letzten Jahrzehnten im Vergleich zu vielen anderen Währungen eine hohe innere Wertstabilität im Sinne geringer Inflationsraten aufgewiesen. Die Tiefe und Liquidität der amerikanischen Finanzmärkte sowie das ökonomische Gewicht der amerikanischen Volkswirtschaft auf den Weltmärkten machen den Dollar nicht nur als Transaktions- und Reservewährung attraktiv. Insbesondere Länder mit weniger liquiden Finanzmärkten profitieren vom Dollar als Leitwährung auch aufgrund günstiger Refinanzierungsbedingungen auf den amerikanischen Anleihemärkten.

Die mit dem Export von Dollarliquidität resultierenden Nettokapitalimporte können von den Vereinigten Staaten zur Finanzierung von Güterimporten aus dem Rest der Welt verwendet werden. Diese finden ihren Niederschlag in einem korrespondierenden Leistungsbilanzdefizit der USA. Während das amerikanische Leistungsbilanzdefizit zu Ende der neunziger Jahre mit 3% des amerikanischen Bruttoinlandsprodukts bereits eine kritische Marke erreicht hatte, weitete es sich in den Folgejahren weiter aus und erreichte im Jahre 2006 seinen Höhepunkt mit über 6% des US-amerikanischen BIP. Da sich die Leistungsbilanzsalden buchhalterisch weltweit zu null saldieren, schlagen sich die Gegenpositionen zum amerikanischen Defizit in entsprechenden Leistungsbilanzüberschüssen im Rest der Welt nieder. Auf diese Weise wird die aus den USA abfließende Dollarliquidität in die Überschussländer transferiert und steht diesen Ländern somit zu Transaktions- und Reservezwecken zur Verfügung.

Problematisch an diesem Transfer ist nicht seine Existenz, denn diese ist notwendiger Bestandteil der Leitwährungsfunktion. Bedenklich ist vielmehr die Höhe des amerikanischen Leistungsbilanzsaldos und die Tatsache, dass sich die Gruppe der Überschussländer und primären Dollargläubiger auf einige wenige Volkswirtschaften beschränkt. Letztere finden sich überwiegend in den aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften, den Erdöl exportierenden Nationen sowie einigen europäischen Ländern. Ende des Jahres 2007 vereinte diese Ländergruppe mit knapp 5 Billionen US-Dollar etwa drei Viertel der weltweiten Devisenreserven auf sich (vgl. Deutsche Bundesbank 2008). Dabei hält China mit 2 Billionen US-Dollar momentan fast ein Drittel aller weltweiten Dollarreserven, Japan folgt mit etwa 1 Billion US-Dollar, und auf Russland entfallen ca. 400 Mrd. US-Dollar.

Die Motivation für die Anhäufung solch enormer Dollarreserven seitens der Überschussländer ist dabei im Wesentlichen auf zwei Faktoren zurückzuführen. Zum einen waren die Erfahrungen mit der Asienkrise der Jahre 1997 und 1998 prägend, als der rasche Abzug von Portfoliokapital aufgrund der seinerzeit unzureichenden Reservebestände zu Währungs- und Bankenkrisen in den betroffenen Ländern führte. Ein entsprechendes Reservepolster kann somit als Versicherung gegen zukünftige Krisen gesehen werden. Zum anderen basiert die Reservenakkumulation auch auf einer mangelnden Wechselkursflexibilität. Gerade der letzte Aspekt wird vielfach als Hauptursache für die Entstehung der globalen Ungleichgewichte ins Feld geführt (vgl. Dooley et al. 2003). Hierbei wurden in den zurückliegenden Jahren Unterbewertungen der Währungen in einer Reihe der Überschussländer durch gezielte Devisenmarktinterventionen zugunsten des Dollar aufrechterhalten.

Die Zweifel an der Leitwährungsfunktion des Dollar werden im Wesentlichen von dieser verhältnismäßig kleinen Grup-

pe von Dollargläubigern geschürt, wobei der Vertrauensverlust des Dollar überwiegend auf die eigenen Währungspolitiken dieser Länder zurückgeführt werden kann. Zum einen haben sich die Überschussländer durch die Anhäufung von Dollarreserven in erheblichem Maße von Schwankungen des Dollarkurses abhängig gemacht. Dabei wertet die amerikanische Währung bereits seit Anfang des Jahrzehnts multilateral ab. Allein zwischen 2002 und 2004 verlor der Dollar etwa 15% im gewichteten Durchschnitt gegenüber den Währungen der US-Handelspartner. Diese Schwächephase setzt sich seit 2006 und insbesondere seit Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2007 fort. Zugleich haben die Überschussländer ihre Dollarguthaben überwiegend auf den als besonders liquide und sicher geltenden amerikanischen Vermögensmärkten angelegt. Diese Anlagestrategie ist für die Gläubigerländer nicht nur wenig rentabel, sondern sie hat auch ursächlich zur Entstehung der Preisblase auf den amerikanischen Vermögensmärkten als Auslöser der gegenwärtigen Finanz- und Wirtschaftskrise beigetragen.

Wie kann die Dollarkrise überwunden werden?

Durch die sehr expansive Geld- und Fiskalpolitik in den USA ist die aktuelle Inflationsgefahr zwar gestiegen, aber im Rest der Welt sieht die Situation kaum anders aus, so dass nicht mit einem weiteren dramatischen Verfall des Dollar auf den Devisenmärkten zu rechnen ist. Dafür spricht auch die Tatsache, dass die Dollargläubiger, allen voran China und Japan, kein Interesse daran haben dürften, durch schlagartige Umschichtungen ihrer zentralen Devisenbestände einen Kursverfall des Dollar auszulösen. Zudem ist Amerika auf dem Weg aus der Rezession schon weiter als viele andere Länder, und auf längere Sicht werden die USA auf ihren vergleichsweise hohen Trendwachstumspfad zurückkehren, der durch eine günstige demographische Entwicklung in den USA gestützt wird.

Unabhängig davon sind Amerikas Hauptgläubigerländer gut beraten, ihre Währungsreserven zukünftig stärker zu diversifizieren. Zugleich kann die Reservehaltung bei einer weiteren Wechselkursflexibilisierung auch erheblich im Niveau reduziert werden. Wenn die weltweite Dollarnachfrage im Gefolge dieser Anpassungen auf ein geringeres Niveau absinkt, werden die USA aufgrund der ins Land zurückfließenden Dollarbestände gezwungenermaßen eine längere Phase von Leistungsbilanzüberschüssen realisieren. Dieser Prozess erfordert eine Erhöhung der gesamtwirtschaftlichen Sparquote in den USA, so dass der amerikanische Konsum relativ zum amerikanischen Produktionsniveau sinken muss, um auf diese Weise die erforderlichen amerikanischen Nettoexporte zu generieren. Dieser Anpassungsprozess ist durch die fallenden Vermögenswerte im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise bereits angeschoben worden. Aufgrund des dynamischen Trendwachstums der USA

muss das Konsumniveau der USA im Zuge dieser Anpassung im Übrigen nicht notwendigerweise in ihrer absoluten Höhe zurückgehen.

Die trendmäßige Abwertung des Dollar, welche durch die Finanz- und Wirtschaftskrise beschleunigt wurde, ist somit Teil des notwendigen Anpassungsprozesses zum Abbau der globalen Ungleichgewichte. Der Dollar wird dabei für längere Zeit schwächer notieren, um die erforderlichen Leistungsbilanzüberschüsse in den USA zu ermöglichen. Vergleichbare Dollarschwächen sind in der Vergangenheit bereits mehrfach aufgetreten. So wertete sich der Dollar im Laufe der siebziger Jahre sowie in der zweiten Hälfte der 1980er Jahre erheblich ab, aber in keinem Fall hat dies dem Status des Dollar als Leitwährung geschadet.

Die gegenwärtige Dollarschwäche wird im Wesentlichen nur aus Sicht der unmittelbar betroffenen Dollargläubiger als Dollarkrise empfunden. Im Zuge einer Korrektur der globalen Ungleichgewichte wird der Dollar jedoch wieder an Vertrauen und Glaubwürdigkeit gewinnen, so dass er auch weiterhin die Rolle als dominante Fakturierungswährung im internationalen Handel ausfüllen kann. Dafür sprechen auch die mit der verbreiteten Verwendung einer Transaktionswährung auftretenden Netzwerkeffekte im Hinblick auf die Vorteile für alle Akteure, ebenfalls diese Währung zur Abwicklung ihrer internationalen Geschäfte zu nutzen. Solche Netzwerkeffekte sind jedoch weniger bedeutend im Hinblick auf die Verwendung als Reservewährung, bei der neben Liquiditätsaspekten auch Diversifikationsargumente eine entscheidende Rolle spielen.¹ Während der Dollar somit aller Voraussicht nach seinen Status als Leitwährung behält, wird er nach dem Abbau der überschüssigen Dollarliquidität als Reservewährung jedoch langfristig an Bedeutung verlieren.

Literatur

Chinn, M. und J.A. Frankel (2007), »Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?«, in: R.H. Clarida (Hrsg.), *G7 Current Account Imbalances*, University of Chicago Press, Chicago, 283–338.
 Cline, W.R. (2005), *The United States as a Debtor Nation*, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C.
 Deutsche Bundesbank (2008), »Neuere Entwicklungen im internationalen Finanzsystem«, *Monatsberichte*, Juli, 15–31.
 Dooley, M.P., D. Folkerts-Landau und P. Garber (2003), »An Essay on the Revived Bretton Woods System«, NBER Working Paper 9971.
 Eichengreen, B (2005), »Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition«, NBER Working Paper 11336.
 IMF (2009), *Currency composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*, International Monetary Fund, Washington, D.C.



Norbert Walter*

Die Weltwährung im Taumel – wohin führt der Weg des Dollar?

Die Welt steckt in der Krise und mit ihr die seit fast 100 Jahren unangefochtene Weltwährung – der Dollar. Geht die jahrelange Dominanz nun zu Ende? Die seit langem anhaltende Abwertung gegenüber Euro und Yen schürt Zweifel an der Stabilität des Dollars. Der Harvard-Ökonom Kenneth Rogoff rechnet bereits mit Inflationsraten in den USA von 5 bis 6% in den kommenden Jahren. Um die Schuldenlast zu reduzieren, sei dies die politisch opportunistische Lösung. Die nächste Krise wäre damit auch schon vorprogrammiert, da China auf Dauer nicht mehr zur Finanzierung der wachsenden Schulden in den USA bereit sei.¹

Und so wächst der internationale Druck auf den Dollar. Nicht nur in China und Russland wünscht man sich einen Wechsel, auch in Europa hört man lauter werdende Rufe nach einer neuen multipolaren Weltwährungsordnung.² Der Zusammenbruch von Lehman Brothers, die wachsende Verschuldung von öffentlichen und privaten Haushalten sowie die hohe Auslandsverschuldung der USA geben Anlass zur Sorge. Einige Regierungen sehen bereits den Euro als zukünftige Nummer 1 – die Hoffnung auf wachsendes Prestige für die noch junge Gemeinschaftswährung ist bereits spürbar. Aber auch eine andere Zukunft für das Währungsregime ist denkbar: So bringen Chinesen und Russen die Forderung ein, Sonderziehungsrechte (SDR) des Internationalen Währungsfonds als neue Weltwährung zu etablieren. Sie wünschen sich eine physisch (Gold oder Rohstoffe) oder durch einen Devisenkorb gedeckte Währung, die

¹ Die Rolle des Dollar als dominante Reservewährung kann als historischer Sonderfall betrachtet werden. So wurden vor dem ersten Weltkrieg neben dem britischen Pfund auch französische Franc und Deutsche Mark als Reservewährungen verwendet, und in den 1920er und 1930er Jahren waren die Hauptreservewährungen Pfund, Franc und Dollar (vgl. Eichengreen 2005).

* Prof. Dr. Norbert Walter ist Chefvolkswirt der Deutschen Bank Gruppe, Deutsche Bank Research.

¹ Kenneth Rogoff im Interview mit der Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung vom 16. August 2009.

² Frankreichs Staatspräsident Sarkozy auf dem Weltwirtschaftsgipfel am 10. Juli 2009 in L'Aquila (Italien).

Abb. 1
Der Dollar im Abwärtstrend
börsentäglicher Wechselkurs



Quelle: DB Research; Global Insight.

eine höhere Stabilität aufweise, als der aus ihrer Sicht schwankungsanfällige Dollar.

Wie kommt es, dass die jahrelange Dominanz so plötzlich hinterfragt wird?

Wer ist schuld?

Hohe US-Leistungsbilanzdefizite setzen den Dollar seit Beginn des Jahrzehnts unter Druck. Die Ursachen für hohe Leistungsbilanzdefizite und entsprechend hohe Leistungsbilanzüberschüsse vor allem in Asien, aber auch in Deutschland sind dabei vielfältig: Während die chinesische Sparneigung teils durch hohe Unternehmensprofite der Exportwirtschaft anhält, haben sich die Amerikaner schonungslos ihrer Konsumlust gewidmet. Während in den USA aber zuletzt die Sparquote deutlich angestiegen ist, zeigt man sich in China noch unbeeindruckt: Der heimische Yuan bleibt an den Dollar gekoppelt, eine Aufwertung wird nur schrittweise (oder überhaupt nicht) zugelassen.

Dabei fordert man ja nicht die chinesische Bevölkerung dazu auf, traditionelle Präferenzen und Verhaltensweisen aufzugeben: Wenn die Chinesen zum Sparen neigen, sollte man sie nicht daran hindern. Gerade hier liegt ja ein Vorteil der globalisierten Welt: Die Transformation von heutigem Konsum in die Zukunft und umgekehrt ist einfacher und profitabler, seitdem chinesische Sparer ihr Vermögen konsumfreudigen Ausländern auf Zeit überlassen. Staatliche Maßnahmen beeinflussen dieses Verhalten jedoch – gerade in China. Die künstliche Aufrechterhaltung des unterbewerteten Yuan beeinträchtigt die Funktionsfähigkeit des gesamten Weltwährungssystems. Auch eine neue Weltwährung löst dieses Problem nicht. Es müssen sich ja weiterhin Abnehmer für die Ersparnisse im Land der aufgehenden

den Sonne finden. Mit einem umfangreichen Konjunkturprogramm und starker Kreditausweitung durch die heimischen Banken hat die chinesische Regierung mittlerweile zwar erste Schritte zur Stärkung des inländischen Konsums beschritten. Ebenso wünschenswert ist aber eine flexiblere Haltung zum heimischen Wechselkurs, i.e. eine weitere Aufwertung des Yuan.

Schon seit Jahren fragt man sich, wie groß ein Leistungsbilanzdefizit sein muss, um als nicht mehr tragfähig zu gelten. Eine präzise Antwort fällt schwer. So etwa ist zu bedenken, dass die Rendite von Anlagen von Ausländern in den USA um ein Drittel unter der Rendite von US-Anlagen im Ausland liegt. Die weit höhere Geburtenrate in den

USA und die damit verbundene Wirtschaftsdynamik erleichtert die langfristige Finanzierbarkeit des hohen Außenhandelsdefizits. Dennoch ist ein dauerhaftes Anwachsen nur möglich, so lange Ausländer auch Interesse an der Finanzierung der Konsumwünsche von US-Schuldnern haben. Wird das Vertrauen in die Rückzahlungsfähigkeit nachhaltig gestört, ist es mit der Finanzierungsbereitschaft vorbei.

Auch in der Europäischen Währungsunion geht die Schere zwischen Schuldner- und Gläubiger-Ländern auseinander, nicht zuletzt dank einer gemeinsamen Währung, die für Italien oder Griechenland wegen mangelnder Kostendisziplin zum Verlust von Wettbewerbsfähigkeit geführt hat und nach wie vor führt. Trotz höherer Konvergenz im vergangenen Jahrzehnt sind die ökonomischen Strukturen zwischen den Staaten noch so unterschiedlich, dass der Ausstieg einiger Regierungen aus der Gemeinschaftswährung nicht ausgeschlossen wird. Zumindest liefert die unzureichende Kostendisziplin in der Währungsunion damit ein wichtiges Argument gegen die Forderung der Wiedereinführung eines festen Wechselkurssystems.

Der Währungswechsel – ein langer Weg

Das britische Pfund, bis Ende des 19. Jahrhunderts noch die dominante Reservewährung, wurde Ende des Zweiten Weltkrieges vom Dollar abgelöst. Der Wechsel war das Produkt unterschiedlicher Entwicklungen in beiden Ländern: Schon über 50 Jahre vor dem Wechsel überholten die USA Großbritannien in der Wirtschaftskraft. In der Folge des Ersten Weltkrieges wurden die Briten dann vom Gläubiger zum Schuldner der Amerikaner. Zuletzt verblieb der Dollar als die einzige in Gold konvertierbare Währung und vollzog damit den entscheidenden Schritt zur Ablösung des Sterlings.

Der Übergang zu einer neuen Weltreserve-Währung ist also möglich. Vom Beginn der Diskussion bis zum endgültigen Vollzug vergeht jedoch sehr viel Zeit. Diese Trägheit resultiert aus der Gewöhnung vieler Teilnehmer an der Nutzung der Währung. Wer zu schnell die Revolution anstößt und sich von seinen Reserven trennt, verliert die Wette. Zentralbanken nutzen den Dollar, weil alle anderen Länder ebenfalls Dollar halten – ebenso schließen Unternehmen ihre Verträge in Dollar ab im Verständnis, dass andere dasselbe tun. Wer zu schnell auf eine andere Währung setzt, wird isoliert und gezwungen, zur ungeliebten Tauscheinheit zurückzukehren. Wie bei einer etablierten Weltsprache geht es nicht vorrangig um den intrinsischen Wert des Instruments, sondern um Kosten und Koordinierung der Ablösung. Diese Pfadabhängigkeit kommt dem Dollar derzeit – durch seine fast 100-jährige Bewährung – zu Gute.

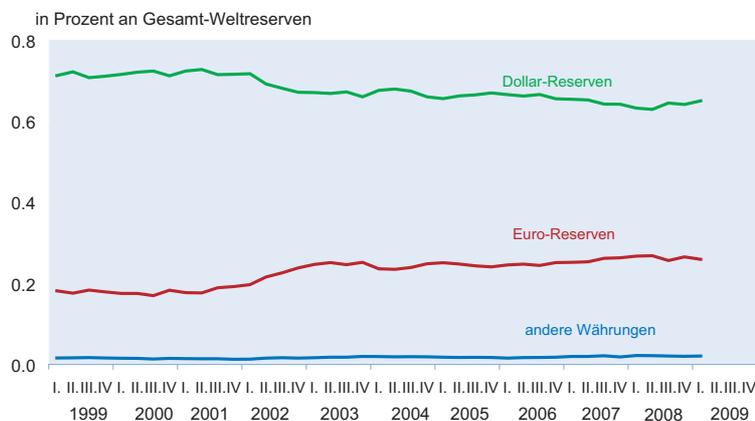
Die Ablösung des Pfunds durch den Dollar hat aber auch gezeigt, dass sich die Amerikaner nicht dauerhaft in Sicherheit wiegen sollten. Gelangen die Staaten gemeinsam zu der Überzeugung, dass eine andere Einheit ihren Interessen besser gerecht wird, ist die Zeit der Dollar-Dominanz vorüber. Ist diese Entscheidung einmal getroffen, kann der Wechsel schnell und nachhaltig erfolgen, insbesondere wenn ein hoher Wertverlust der Währung erwartet wird (tipping phenomenon).

Fraglich bleibt aber, an welchem Punkt wir in diesem Prozess heute stehen. Sind es die Gläubiger mit ihren hohen Dollarbeständen und ihrer Sorge vor Wertverlusten (locking in effect) oder die fehlende Alternative, die den Amerikanern derzeit noch ihren Status ermöglicht?

Die Gläubiger – Ende der Geduld?

Asiatische Schwellenländer und die ölexportierenden Staaten haben in den vergangenen Jahren einen Bestand an Devisenreserven aufgebaut, der alles Bisherige in den Schatten stellt. Nie waren die weltweiten Devisenreserven so groß – mit 6.5 Billionen US-Dollar. haben sich die Reserven innerhalb des vergangenen Jahrzehnts verdreifacht. Dabei verfügt China als größter Gläubiger mit ca. 2 Billionen US-Dollar über den Löwenanteil, die Reserven Arabiens mögen ebenso groß sein, sind aber nicht entsprechend ausgewiesen. Nach einer Studie des Internationalen Währungsfonds liegt der Dollaranteil der weltweiten Währungsreserven noch immer bei über 60% – am höchsten in den Industrieländern mit fast 70%. Hinzu kommt, dass Länder mit beträchtlichen Rohstoffvorkommen und asiatische Staaten ihre Wäh-

Abb. 2
Dollar-Anteil an Weltreserven bleibt konstant



rung an den Dollar binden. In den Jahren 2005 bis 2008 hat diese Fixierung die Inflation in den Ländern erheblich beschleunigt – China reagierte deshalb mit einer Anpassung des Wechselkursregimes und ließ eine leichte Aufwertung des Yuan zu. Die meisten anderen Länder verzichteten auf diesen Schritt. Der Preis: hohe Inflation und explodierende Immobilienpreise.

Der Druck, entweder die eigene Währung aufzuwerten oder hohe Preissteigerungsraten hinnehmen zu müssen, entlud sich zuletzt in wachsender Kritik an der Weltwährung. Hinzu kam insbesondere in China die Befürchtung, durch die Abwertung des Dollar einen hohen Wertverlust der eigenen Devisenreserven hinnehmen zu müssen. Wenn die USA ihre Schulden in Zukunft weginflationieren, werden die Gläubiger leiden, die weiter an Dollaranleihen festhalten.

Andererseits halten die Länder weiterhin an der festen Bindung ihres Wechselkurses an den Greenback fest. Wer seine Währung aber fixiert und anschließend trotz Exportboom und wachsenden Reserven keine ausreichende Wechselkursanpassung vornimmt, darf sich über einen schwachen Dollar nicht wundern. Selbstverständlich hat auch überschwänglicher Konsum in den USA zu dieser Situation beigetragen. Eine Stärkung des Yuan hätte die globalen Ungleichgewichte daher zwar nicht beseitigt, mindestens aber gemildert. Hinzu kommt, dass es nach wie vor starke Motive für fortgesetzte Dollarhaltung gibt: Die Währung wird in der Finanz- und Wirtschaftskrise als angeblich sicherer Hafen angesehen.

Liegt es also am Mangel an Alternativen, dass die Amerikaner weiterhin ihr »exorbitantes Privileg«³ genießen?

³ Zitat von Valéry Giscard d'Estaing, geäußert 1965 als französischer Finanzminister.

Sonderziehungsrechte als neues Instrument?

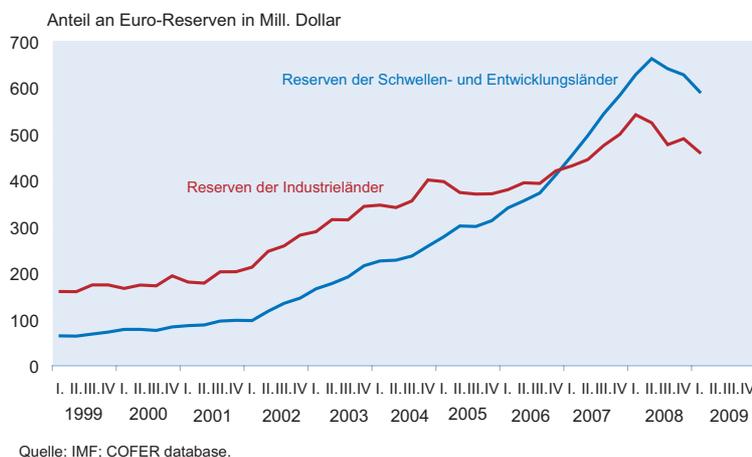
China und Russland fordern heute, Sonderziehungsrechte (SDR) als neue Weltwährung zu etablieren. Diese künstliche Währung wurde 1969 vom Internationalen Währungsfonds (IWF) geschaffen, um mehr Unabhängigkeit gegenüber nationalen Währungen herbeizuführen. Sie setzt sich aus Anteilen der im weltweiten Handel bedeutendsten Devisen zusammen. Diese werden in regelmäßigen Abständen vom IWF neu berechnet. Viele versprechen sich von der Umstellung eine geringere Volatilität der Bewertung der Währungsreserven aufgrund der höheren Diversifikation der Devisenanteile im Währungskorb.

Dennoch glaube ich, dass die Amerikaner eine Ablösung durch die SDR nicht zu fürchten brauchen: Weder weisen die SDRs auch nur im Geringsten die geforderte Liquidität einer Weltwährung auf, noch ist durch die häufige Umstellung und politischen Einfluss auf die Zusammensetzung des Korbs dauerhafte Stabilität zu erwarten. Die Sonderziehungsrechte fallen damit ebenso aus dem Rennen wie der chinesische Yuan, der bis heute umfangreichen Kapitalmarktkontrollen unterliegt und damit nicht als Reservewährung taugt. Bleibt nur noch der Euro als derzeit größter Konkurrent des Dollar auf den Weltdevisenmärkten.

Wo steht der Euro?

Der Euro hat sich als weltweite Nummer 2 auf dem Devisenmarkt etabliert und wird heute verstärkt als Reservewährung genutzt. Er hat seinen Anteil an den weltweiten Währungsreserven von 18% bei seiner Einführung inzwischen auf mehr als 25% erhöht (nach einer Untersuchung der Europäischen Zentralbank). Mit dem Beitritt neuer Länder in die Eurozone kann sich dieser Trend noch verstärken. Eine Szenario-Analyse von Frankel und Chinn⁴ zeigt, dass der Euro bereits 2015 als Nachfolger des Dollar in Frage kommt. Voraussetzung sei, dass der Dollar durchschnittlich weiterhin um 4% jährlich abwerte (Durchschnitt der letzten 20 Jahre) und mindestens 20% der Wechselkursgeschäfte im Euroraum über das Finanzzentrum in London abgewickelt würden. Ferner müssten alle Mitglieder der heutigen EU-27 bis dahin der Währungsunion angehören. Neben dem Imagegewinn für den Euro wären auch Seigniorage-Einnahmen für die Staatengemeinschaft

Abb. 3
Euro-Anteil an Weltreserven wächst



eine – zugegeben kleine – finanzielle Spritze für die gebeutelten Staatshaushalte.

Dennoch bekäme der Euro auch Nachteile seiner verstärkten internationalen Nutzung zu spüren: So würde die Gemeinschaftswährung weiter aufwerten und damit die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen erheblich beeinträchtigen. Insbesondere Deutschlands exportgetriebene Wirtschaft wäre durch diesen Schritt hart getroffen. Ein langsamer, aber kontinuierlicher Bedeutungsgewinn wird den deutschen Exporteuren weniger Schaden zufügen. Fraglich ist hingegen, ob es überhaupt soweit kommt.

Ist die Ablösung wünschenswert?

Der Status quo in Bezug auf Währungsreserven und Wechselkursanbindung zeigt die existierende Dominanz des US-Dollar im Währungsgeschehen. Die sich mehrenden kritischen Wortmeldungen gerade jener, die im Verlauf des letzten Jahrzehnts für undenkbar gehaltene Berge von Dollarreserven aufgehäuft haben, machen den Status quo sicherlich labil. Die expliziten Zweifel an der Wertstabilität der US-Währung durch strategische Investoren wie Warren Buffet, aber eben auch die genannten wichtigen Halter hoher Währungsreserven lassen den Fortbestand der Herrschaft des Dollar als gefährdet erscheinen. Die starke Aufblähung der Geldmenge durch Käufe toxischer Wertpapiere durch die Fed und die drastische Schuldenerhöhung der USA aufgrund der Bankenrettungspakete und der Stimulierung der Konjunktur auf Niveaus von etwa 100% des Sozialprodukts – und damit Werten wie man sie von Italien kennt – hat Zweifel an der Rückzahlungsfähigkeit bzw. dem Festhalten an niedriger US-Inflation genährt. Dies dürfte in den kommenden Jahren den Nimbus der US-Währung als Reservevehikel erschüttern.

⁴ Vgl. Chinn, M. und J. Frankel (2008), The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency, [http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel/EuroVs\\$-IFDebateFeb2008.pdf](http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel/EuroVs$-IFDebateFeb2008.pdf).

Während die Gründe für die Abwertung des Dollar plausibel sind, erscheinen zwingende Argumente für eine bestimmte Währungsalternative nicht vorhanden zu sein. Die Sonderziehungsrechte waren schon einmal, als der Dollar schwächelte – Mitte der siebziger Jahre –, zwar ein Kandidat, aber ohne Erfolg. Damals war deshalb die DM die wichtigste Alternative. Deshalb braucht man derzeit auch nicht lange zu rätseln: Die Alternative zum Dollar ist nicht der Yuan – er ist nicht konvertibel und soll es wegen des fortgesetzten Bedarfs an Kapitalverkehrskontrollen demnächst nach dem Willen der chinesischen Regierung auch nicht werden –, es ist der Euro. Dieser hat zwar keine innere Stärke, aber hinter ihm steht eine glaubwürdige und der Preisniveaustabilität verpflichtete Zentralbank. Die Liquidität dieser Währung ist ebenso zweifelsfrei wie sehr niedrige Transaktionskosten und eine beachtliche Qualität der Transaktionsabwicklung. Aus diesen Gründen wird der Euro als Reservewährung an Gewicht gewinnen. Dies wird solange der Fall sein, wie sich Amerika von seinen Ungleichgewichten verabschiedet und die USA nicht wieder zweifelsfrei als dynamisches und stabilitätsorientiertes Land angesehen werden.

Renaissance des US-Dollar?

In meinem Urteil wird die US-Gesellschaft ihre Problemlösungskapazität bis 2015 aber wieder beweisen. Amerikas »checks and balances« funktionieren, seine Jugendlichkeit in Demographie und gesellschaftlicher Haltung werden sein Wiedererstarken gewährleisten. Dann wird auch der Dollar wieder an Respekt, Gewicht und Wert gewinnen.