



Jörn Griesse & Christian Kellermann

Was kommt nach dem Dollar?

- Der US-Dollar läuft Gefahr, seine Funktion als Weltwährung einzubüßen. Die »harte Landung« der US-Währung wird das Koordinatensystem der Weltwirtschaft verändern.
- Der Euro könnte aus dieser weltwirtschaftlichen Verschiebung als neue zentrale Reservewährung hervorgehen – mit allen Vor- und Nachteilen, die ein solcher Status mit sich bringt.
- Nach dem Dollar kommt der Euro. Aber zusätzlich zur steigenden Bedeutung des Euro verstärkt sich der Trend zur währungspolitischen Regionalisierung. Damit verbunden ist die Gefahr neuer protektionistischer Tendenzen in der Weltwirtschaft.
- In dem Artikel werden die Szenarien der »Weltwährung Euro« und der währungspolitischen Regionalisierung vor dem Hintergrund der anhaltenden Dollar-Schwäche diskutiert. Fazit: Europa muss seine neue Rolle für eine multilaterale Absicherung des neuen Weltwährungssystems nutzen.

APRIL 2008

Inhalt

1. Das Ende des globalen Deals	2
2. Zukunftsszenarien für das Weltwährungssystem	5
2.1 Fortgesetzte Dollar-Dominanz	5
2.2 Weltwährung Euro	6
2.3 Währungspolitische Regionalisierung	7
3. Fazit	9
Literatur	10

1. Das Ende des globalen Deals

Von Frankfurt bis New York, von London bis Washington, von Davos bis Tokio, die Kreditkrise in den USA ist seit Monaten weltwirtschaftliches Thema Nr. 1. In der Tagespolitik dominieren verständlicherweise die kurzfristigen Fragen: ob eine Rezession in den USA doch noch abgewendet werden kann, wie man den Abwärtstrend an den Finanzmärkten aufhalten kann und wie die negativen Folgen für Europa, Asien und andere Regionen der Erde eingedämmt werden können. Aber die derzeitige Situation wirft auch erhebliche langfristige Fragen auf. Kaum eine davon hat aus weltwirtschaftspolitischer Sicht größere Tragweite als die nach der Zukunft des Weltwährungssystems.

Der US-Dollar ist seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs die vorherrschende Reserve- und Handelswährung auf dem Globus. Diese währungspolitische Vormachtstellung haben die USA durch viele wirtschaftliche und politische Umbrüche hindurch bewahrt, obwohl sie seit Beendigung der Gold-Konvertibilität durch Präsident Richard Nixon im Jahr 1971 von nichts weiter lebt als von Vertrauen – dem Vertrauen internationaler Wirtschaftsakteure (von Zentralbankern über Finanzinvestoren bis hin zu Rohölproduzenten) in die Größe und Wachstumsperspektiven der US-Volkswirtschaft und in die Fähigkeit der US-Notenbank, für langfristige Preisstabilität zu sorgen.

Der Status der US-Währung ist seit dem Beginn des Aufstiegs Chinas und anderer Staaten aus Asiens zweiter Tigergeneration eng mit der Rolle der USA als Konsument der letzten Instanz verknüpft. Nach der schmerzhaften Erfahrung der Asienkrise 1997–98, in der rapide Kapitalflucht die Länder Indonesien, Südkorea, Malaysia und Thailand zum Verkauf von mehr als einem Viertel ihrer Währungsreserven und schließlich trotzdem zur Aufgabe ihrer festen Wechselkurse zum US-Dollar zwang, hat die Region auf ein Wachstumsmodell gesetzt, das – basierend auf unterbewerteten Währungen – eine aggressive Exportstrategie mit einer Anhäufung von Devisenreserven verbindet. Wie Dooley, Folkerts-Landau und Garber (2003) pointiert beschrieben haben, war das implizite globalökonomische und währungspolitische Arrangement, dass die USA die in Ostasien hergestellten Konsumgüter kaufen und so die Entwicklung der dortigen Produktivkräfte unterstützen und umgekehrt die asiatischen Länder ihre Exportüberschüsse in US-Staatsanleihen recyceln und so letztlich den amerikanischen Konsum finanzieren würden. Der Mechanismus ist dabei wie folgt: Ausländische Zentralbanken kaufen US-Staatsanleihen und stützen so den US-Dollar; das Zinsniveau in den USA wird durch die hohe Auslandsnachfrage nach US-Obligationen niedrig gehalten (zunächst auf

dem Staatsanleihenmarkt, aber indirekt auch für Hypotheken-, Unternehmens- und Verbraucherkredite); Unternehmensgewinne, Aktien- und Hauspreise steigen; dies erhält den amerikanischen Konjunkturoptimismus und schließlich die damit verbundene Konsumneigung aufrecht.

Seit dem steten Anstieg des Rohölpreises 2002 haben sich auch die Erdöl exportierenden Länder diesem globalen Deal angeschlossen: Wie China und andere Schwellenländer, haben sie massive Handelsbilanzüberschüsse aufgebaut und die auf diese Weise verdienten Devisen – zumindest teilweise – in den US-Aktien- und Rentenmarkt investiert.

Was für Dooley und seine Kollegen im Jahr 2003 noch wie eine langfristig tragbare weltwirtschaftliche Aufgabenverteilung aussah, erscheint heute, fünf Jahre später, wie ein Auslaufmodell. China allein hat seine Produktivkraft derartig schnell ausgeweitet (nämlich mit zweistelligen jährlichen Wachstumsraten), dass sein Leistungsbilanzüberschuss sich zwischen 2002 und 2006 mehr als versiebenfacht hat (auf US\$ 250 Mrd. bzw. 9,5 % seiner jährlichen Wirtschaftsleistung). Spiegelbildlich dazu ist das Leistungsbilanzdefizit der USA im gleichen Zeitraum von US\$ 459 Mrd. auf US\$ 811 Mrd. (6,2 % des US-Bruttoinlandsproduktes von 2006) angeschwollen.

Vor dem Hintergrund dieses Defizits in der Außenbilanz (und der parallel stattfindenden expansiven Budgetpolitik der Regierung Bush, die den öffentlichen Haushalt tief ins Minus abrutschen ließ) erlebte der US-Dollar eine lange Talfahrt: Zwischen 2002 und 2004 verlor er über 50 % seines Wertes gegenüber dem Euro und immerhin 15 % im gewichteten Durchschnitt gegenüber allen Währungen von US-Handelspartnern (siehe Abbildung 1). Dieser Niedergang setzte sich ab 2006, nach einer einjährigen Erholungsphase, fort, seit Beginn der aktuellen Hypothekenkrise Mitte 2007 sogar noch mit erhöhtem Tempo.

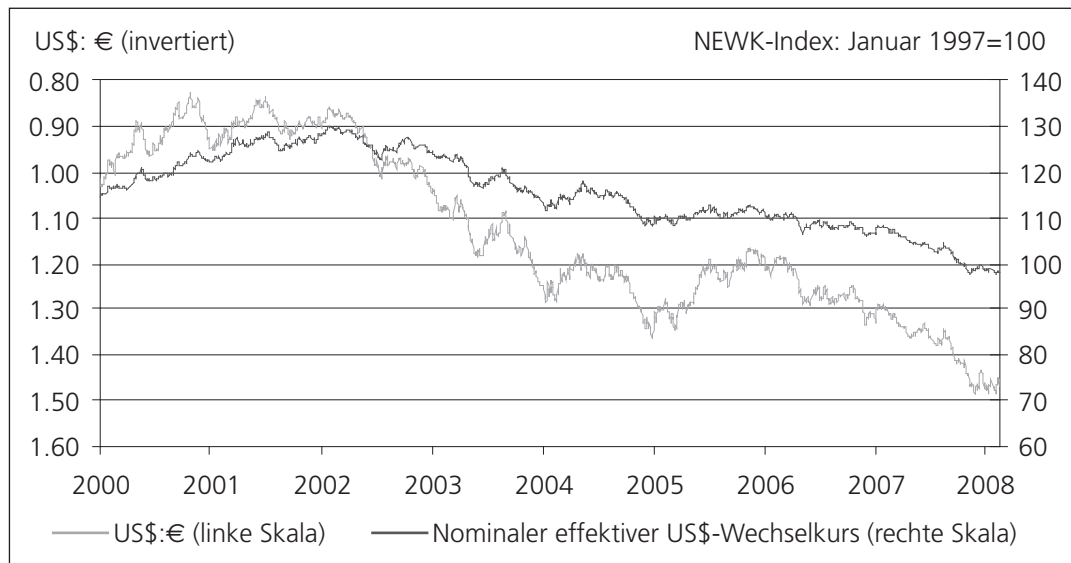
In diesem Zusammenhang wird das doppelte Dilemma der US-Notenbank deutlich. Erstens ist ihr Auftrag dualer Natur: Anders als die EZB, der die EU-Verträge die Inflationsbekämpfung als oberste Priorität verordnet haben, soll die Fed sowohl Preisstabilität als auch Vollbeschäftigung sicherstellen, was kurzfristig immer ein Abwägen bedeutet. Mit ihren aggressiven Leitzinssenkungen Ende Januar 2008 hat sich die Fed auf die Seite der Wirtschaftsankurbelung und Beschäftigungssicherung geschlagen, trotz nach wie vor bestehender Inflationsrisiken, nicht zuletzt aufgrund gestiegener Öl- und Nahrungsmittelpreise.

Zweitens ist sie in der derzeitigen Situation mit dem gleichzeitigen Abrutschen der heimischen Konjunktur als auch des Außenwertes ihrer Währung konfrontiert. Die hastige Absenkung des Leitzinses kann in

Jörn Griesse ist Senior Economist bei D&B Country Risk Services in London.

Christian Kellermann arbeitet in der Internationalen Politikanalyse der Friedrich-Ebert-Stiftung in Berlin (E-Mail: Christian.Kellermann@fes.de)

Abbildung 1: US-Dollar-Wechselkurse, 01.01.2000–15.02.2008



Quelle: Federal Reserve

diesem Zusammenhang nur als eindeutige Priorisierung der heimischen Wirtschaft verstanden werden. Dem Dollarkurs hat die Fed nichts weiter gewidmet als die vage Hoffnung, dass sich der Doppelerfolg der Zinssenkungspolitik des Jahres 2001 wiederholen ließe. Damals war es durch ein drastisches Herabsetzen des Zinssatzes in mehreren Schritten (von 6.50 % zu Jahresbeginn auf 1.75 % Mitte Dezember) nicht nur gelungen, durch günstigere Kreditkonditionen einen Immobilienboom auszulösen und so die USA vor einer Rezession zu bewahren, sondern die Devisenmärkte dankten es dem Fed-Vorsitzenden Alan Greenspan auch, indem sie dem US-Dollar das gesamte Jahr hindurch die Treue hielten – entgegen aller ökonomischen Theorie, die ja den Zinssatz als die Rendite einer Währung begreift und somit bei Zinssenkung ein Absacken des Dollars prophezeit hätte.

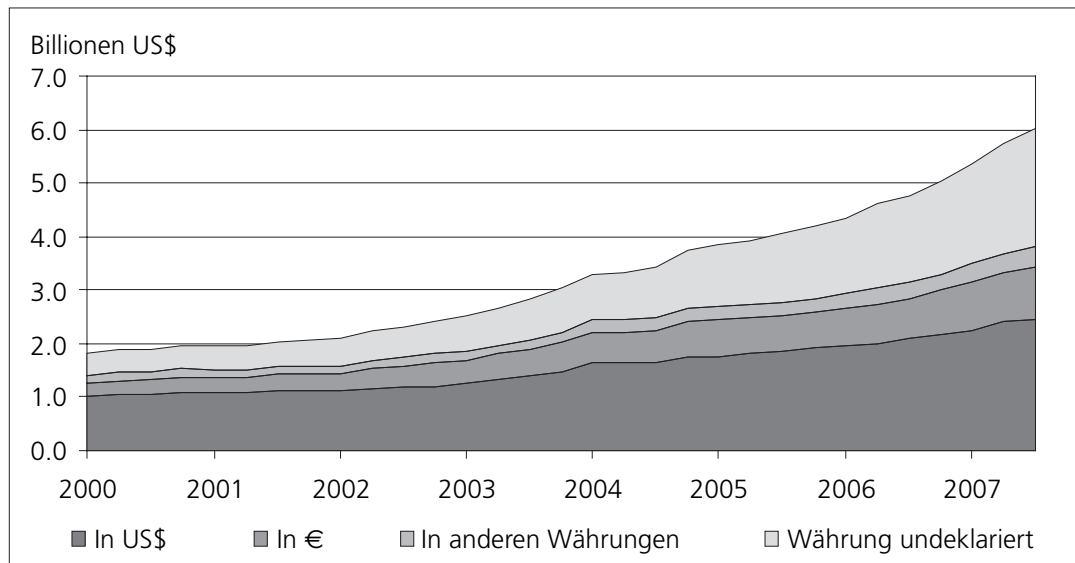
Dass dies heute wieder funktionieren könnte, erscheint allerdings mehr als fraglich in Anbetracht der Situation der US-Außenbilanz, des Staatssaldos und der Verschuldung der privaten Haushalte, wie auch der sich auftuenden strukturellen Probleme an den Finanzmärkten.¹ Alle diese Faktoren deuten in Verbind-

ung mit dem US-Dollar-Verfall der letzten Monate darauf hin, dass sich das langjährige Vertrauen ausländischer Investoren und Zentralbanken in die Fähigkeit der USA, Wirtschaftswachstum und Preisstabilität miteinander zu verbinden und der Welt als Konsument letzter Instanz zur Verfügung zu stehen, langsam erschöpft.

Da der US-Dollar jedoch die primäre globale Reservewährung ist (siehe Abbildung 2), bedeutet Dollarschwäche auch einen Wertverfall der Devisenreserven, die die Zentralbanken rund um den Globus in den letzten Jahren angehäuft haben. Tatsächlich lässt sich der bisherige Rückgang des US-Dollar-Anteils an denjenigen Weltdevisenreserven, deren Währungszusammensetzung bekannt ist (das sind knapp zwei Drittel der Gesamtreserven), weitgehend durch Wechselkursschwankungen erklären. Einen Trend zur systematischen Umschichtung von Reserven weg vom US-Dollar lassen die Zahlen, zumindest bisher, noch nicht erkennen.

1 Mit der Umwandlung von Hypothekenkrediten in Wertpapiere und deren Verkauf am Kapitalmarkt haben amerikanische Banken das Rückzahlungsrisiko, das stets mit der Vergabe von Krediten verbunden ist, zum Großteil an andere Gläubiger weitergegeben. Dies hat den Anreiz von Banken verwischt, ihre Kreditnehmer sorgfältig auf ihre Bonität hin zu überprüfen, was wiederum maßgeblich zur massiven Expansion der Kreditvergabe an weniger kreditwürdige Haushalte beigetragen hat. Die Komplexität der Produktfamilie der hypothekengestützten Anleihen in Verbindung mit dem institutionalisierten Interessenkonflikt von Rating-Agenturen

(diese werden nämlich von den Emittenten dieser Schuldverschreibungen bezahlt und haben somit einen Anreiz, den Risikograd der Papiere zu unterschätzen) hat das tatsächliche Risiko dieser Wertpapiere verschleiert. Zu allem Überfluss haben Banken, die hypothekengestützte Anleihen am Kapitalmarkt gekauft haben, dies oft mit Hilfe von unregulierten Tochterfirmen getan, damit diese Forderungen nicht in ihren eigenen Bilanzen auftauchen und so ihre Kernkapitalquote untergraben würden. Diese Intransparenz darüber, welche Finanzinstitution welche Kreditrisiken eingegangen war, hat wesentlich zum zeitweiligen Austrocknen der Leihaktivität am Inter-Banken-Markt und damit zur internationalen Ausbreitung der Krise beigetragen (vgl. Kellermann 2007).

Abbildung 2: Reserven nach Währungsaufteilung, Q1 2000–Q3 2007

Quelle: IWF, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)

Diese Aussage ist allerdings mit zwei Einschränkungen zu versehen:

1. Diverse Länder mit hohen Außenhandelsüberschüssen haben in den letzten Jahren erhebliche Finanzmittel in Staatsfonds geleitet. Diese können im Vergleich zu traditionellen Devisenreserven nicht nur höhere Renditen erwirtschaften (nämlich aufgrund ihrer riskanteren Anlagestrategien), sondern sie unterliegen auch nicht denselben multilateralen Meldepflichten wie offizielle Währungsreserven. Für den Außenwert des US-Dollars erfüllen sie jedoch eine ganz ähnliche Funktion wie Reserven.
2. Staaten müssen zwar dem IWF regelmäßig den Stand ihrer Gesamtreserven mitteilen, aber nicht deren Währungszusammensetzung; tatsächlich behandeln viele Länder diese Information wie ein Staatsgeheimnis. Die Tendenz zur Geheimhaltung hat sich sogar in den vergangenen Jahren noch verstärkt: Die Summe der Reserven, deren Währungszusammensetzung undeklariert bleibt, steigt seit 2004 mit Jahresraten von über 20 % (siehe Abbildung 3). Ihr Anteil an weltweit gehaltenen Gesamtreserven hat sich zwischen 2000 und 2007 von 22 % auf 36 % erhöht (siehe Abbildung 2). Dies ist hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass die Zunahme der Weltgesamtreserven in den letzten Jahren großenteils von Ländern mit restriktiver Informationspolitik getragen wurde.

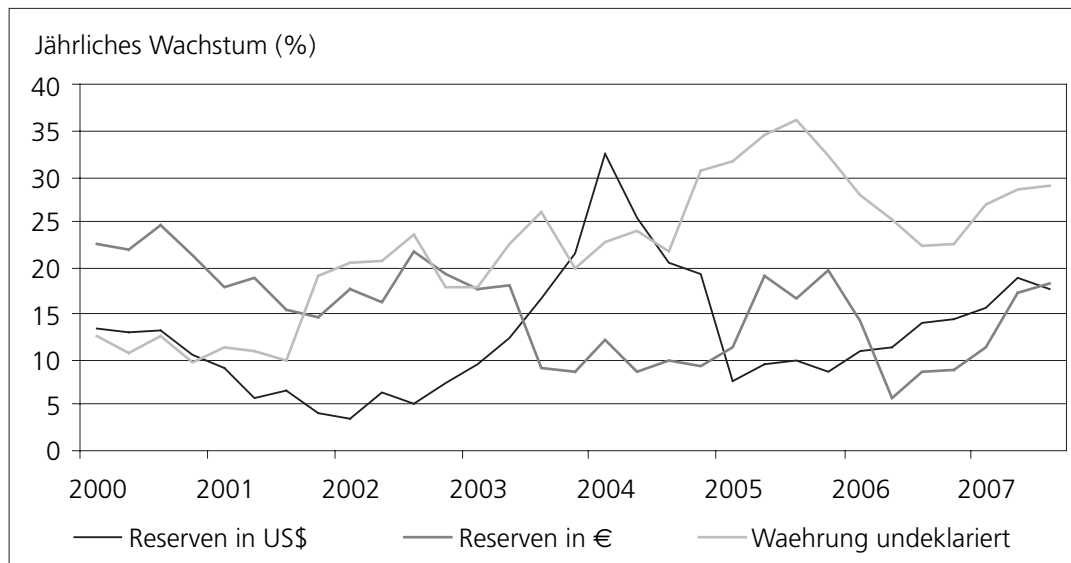
Aufgrund dieser zwei großen Unbekannten (die Anlageaktivitäten von Staatsfonds und die Währungszusammensetzung von Reserven) würde man eine Währungsumschichtung von offiziellen Finanzmitteln

(z. B. zuungunsten des US-Dollar) wahrscheinlich nur teilweise oder indirekt und somit verspätet wahrnehmen (z. B. anhand eines Kursverfalls des US-Dollar oder US-Zahlungsbilanzstatistiken – vgl. Munchau 2007).

In jedem Falle hat die Welt aufgrund des hohen Anteils der in US-Dollar gehaltenen Währungsreserven (derzeit immer noch über 60 % der in ihrer Zusammensetzung bekannten Reserven, d. h. mindestens 40 % der Gesamtreserven) kollektiv ein Interesse daran, den Dollar zu stützen. Individuell steigt jedoch mit jedem Tag, an dem die US-Währung nachgibt, der Anreiz für ausländische Währungshüter, die eigenen Reserven noch schnell in andere Währungen umzuschichten, bevor der US-Dollar weiter fällt. Dies beinhaltet die Gefahr einer massiven, plötzlichen Abwärtsspirale.

Während die ostasiatischen Schwellenländer im Rahmen des von ihnen selbst gewählten exportgetriebenen Wachstumsmodells die USA als Konsumenten benötigen und somit ein zusätzliches Interesse daran haben, die externe Kaufkraft des Dollars zu stützen, ist dieses Interesse an der Rolle der USA als Konsument der letzten Instanz im Falle der Ölländer weit weniger ausgeprägt. Zwar würde es den Ölpreis tendenziell drücken, wenn die US-Konjunktur einbräche, aber nicht nur hat der US-Ölkonsum in den letzten Jahren nur wenig auf Schwankungen im heimischen Wirtschaftswachstum reagiert; die globale Nachfrage nach Öl (und damit sein Preisanstieg) war auch weitgehend von der Expansion in Asien getragen, und nicht mehr primär von den USA.

Abbildung 3: Wachstum von Reserven nach Währungsaufteilung, Q1 2000–Q3 2007



Quelle: IWF, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)

2. Zukunftsszenarien für das Weltwährungssystem

Wie im ersten Teil ausgeführt, stehen dem bisherigen US-zentrischen Weltwirtschafts- und Weltwährungssystem möglicherweise gravierende Umwälzungen bevor. Im Folgenden werden drei Szenarien diskutiert.

2.1 Fortgesetzte Dollar-Dominanz

Selbstverständlich kann nicht ausgeschlossen werden, dass sich die Hypothekenkrise als Sturm im Wasserglas entpuppt. Sollte die Zinssenkungsstrategie der Fed, in Verbindung mit der Konjunkturspritze aus dem Bundeshaushalt, die Nachfrage in der weltgrößten Volkswirtschaft schon bald wieder ankurbeln und die bisherige Dollar-Talfahrt das US-Leistungsbilanzdefizit rückführen helfen, ist es durchaus möglich, dass internationale Investoren das Vertrauen in die US-Wirtschaft, mittel- und langfristig ansehnliche Renditen zu liefern, zurückgewinnen, selbst wenn das Zinsniveau vorübergehend niedrig ist. In einer solchen Situation würden asiatische Zentralbanken wohl zu dem Schluss kommen, dass die USA auch weiterhin den Konsumenten der letzten Instanz spielen können, und daraufhin versuchen, den Status quo fortzuschreiben.

Allerdings erscheint uns dieses Szenario aus drei Gründen unwahrscheinlich:

1. China und einige seiner Nachbarn (nicht jedoch Japan) erleben seit der zweiten Jahreshälfte 2007

einen Inflationsschub, was die Frage aufwirft, inwieweit asiatische Zentralbanken auch künftig in der Lage sein werden, den Inflationsdruck des massiven Devisenzustroms bei gleichzeitiger Stabilisierung ihrer Währungen gegenüber dem US-Dollar auf niedrigem Niveau so erfolgreich zu neutralisieren, wie ihnen dies in den letzten Jahren gelungen ist. Wenn diese Sterilisierungspolitik an ihre Grenzen stößt, ist es zumindest denkbar, dass die betroffenen Länder um der heimischen Preisstabilität willen eine Aufwertung ihrer Währungen zulassen. Dies würde den US-Dollar direkt weiter schwächen. Sollte eine solche Entscheidung auch mit einer generellen Flexibilisierung von Wechselkursen verbunden sein, würde zudem ein weiterer Anreiz zur Umschichtung von Währungsreserven weg vom US-Dollar geschaffen.

2. Ein ganz zentraler Bestandteil eines nationalen wie auch internationalen Währungssystems, das nur von Vertrauen und nicht von einem externen Anker (wie z. B. Gold in den 1950er und 1960er Jahren) abhängt, ist die Glaubwürdigkeit von Zentralbanken, für Preisstabilität zu sorgen, denn Inflation zersetzt die Kaufkraft und damit den Wert der Währung – zum Nachteil all derjenigen, die diese Währung halten. Mit ihren radikalen Zinssenkungen (noch dazu zu einem Zeitpunkt, der vorausseilenden Gehorsam gegenüber den Interessen der Wall Street vermuten ließ) ist die US-Notenbank auf bestem Weg, ihre Glaubwürdigkeit in der Inflationsbekämpfung zu verspielen. So gesellt sich zur Kapung der Zinsen (also der Rendite der US-Währung)

auch noch die Aussicht auf höhere Inflation. Beides verringert die Attraktivität des US-Dollar und müsste ihn deshalb weiter unter Druck setzen.

3. Die derzeitige Situation zeichnet sich ja gerade dadurch aus, dass eine konjunkturelle Schwächephase der USA mit strukturellen Ungleichgewichten zusammenfällt. Die USA konsumieren seit Jahren deutlich mehr als sie produzieren und finanzieren diesen Überkonsum durch billige Kredite, die ihnen nur aufgrund ihres Status als Emittent der Hauptreservewährung vom Rest der Welt angeboten werden. Prinzipielle Zweifel an der Zukunftsfähigkeit des Weltwirtschaftssystems, das auf einer Aufgabenteilung von Konsum in den USA und Sparen bzw. Produktion in Ostasien basiert, gewinnen an den Märkten immer mehr an Gewicht. Diese Tatsache lässt ein bloßes »Weiter so!« unplausibel erscheinen, da es die bereits bestehenden globalen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte nur noch verstärken und damit das oben skizzierte Risiko eines plötzlichen drastischen Dollareinbruchs weiter erhöhen würde; wenn erst einmal eine kritische Masse von Wirtschaftsakteuren davon überzeugt ist, dass ein Arrangement langfristig nicht haltbar ist, dann sind üblicherweise seine Tage bereits gezählt.

Auch wenn eine weiche Landung der US-Konjunktur und, damit verbunden, eine schmerzfreie Fortschreibung der bisherigen Dollar-Dominanz unter den derzeitigen Rahmenbedingungen nicht plausibel erscheint, bedeutet das nicht automatisch, dass der US-Dollar seine Position als Weltreservewährung verlieren wird. Vielmehr ist es eine Möglichkeit, dass die USA ihre Zinspolitik radikal ändern, wenn erst einmal klar ist, dass eine Strukturanpassung unvermeidlich ist. Sollte sich die derzeitige Zinssenkungsstrategie tatsächlich als unwirksam erweisen, die US-Konjunktur wiederzubeleben, wie oben als wahrscheinlich identifiziert, dann würden die USA auf eine »Stagflation« zusteuern. Ende der 1970er Jahre, als sich das Land ebenfalls in einer Phase aus wirtschaftlicher Stagnation und gleichzeitiger Inflation befand, änderte die US-Notenbank schließlich ihren Kurs, räumte, ideologisch geleitet vom Monetarismus, der Inflationsbekämpfung den höchsten Stellenwert ein und hob die Zinsen drastisch an. Dies zog zwar, sowohl in den USA als auch in anderen Regionen der Welt, eine Phase der Wachstumsschwäche nach sich (und hatte katastrophale Auswirkungen auf Entwicklungs- und Schwellenländer: es löste die lateinamerikanische Schuldenkrise der 1980er mit aus). Aber die Hochzinspolitik war insofern erfolgreich, als sie das Vertrauen in den US-Dollar als internationale Reservewährung wiederherstellte. Eine ähnliche Kehrtwende in der Geld-

politik wäre durchaus auch heute wieder zu erwarten, falls die momentane Strategie sich als unfähig herausstellt, eine harte Landung der US-Konjunktur zu verhindern.

Wenn die USA erst einmal ihre Politik in diesem Sinne angepasst haben, so ist es auch wieder vorstellbar, dass man sich in Washington des Multilateralismus oder zumindest des kooperativen Währungsmanagements entsinnt. Anstatt die Unterstützungsarbeit für den Dollar ausschließlich mit der eigenen Zinspolitik zu betreiben, könnten die USA versuchen, andere Länder in die Rettungsaktion für ihre Währung als Reservemedium Nr. 1 einzuspannen. Dabei würden die USA auf den in Asien, aber auch in Europa, verbreiteten Reflex setzen, dass man die eigene Währung, mit Blick auf die Exportindustrie, möglichst niedrig halten sollte.

2.2 Weltwährung Euro

Anders als in früheren Schwächeperioden des Dollar, die die US-Währung allesamt überstanden hat, ohne ihre Position als Reservemedium einzubüßen, gibt es heute eine Alternativwährung mit vergleichbarer Devisen- und Rentenmarktliquidität: den Euro. In den kommenden Jahren dürfte sich dabei der Größenvergleich der Volkswirtschaften eher noch zugunsten des Euroraums verschieben. Nicht nur hat Europa 2007 die USA in punkto Wirtschaftswachstum überholt, sondern die Europäische Währungsunion wird sich auch noch erweitern. Ein Dutzend EU-Mitglieder haben derzeit noch ihre eigene Währung; bei mindestens der Hälfte davon bestehen gute Chancen eines Euro-Beitritts in den nächsten fünf Jahren, darunter die nicht zu vernachlässigenden Volkswirtschaften Polen, Tschechien und Dänemark. Es besteht daher zum ersten Mal in der Nachkriegsgeschichte die realistische Chance, dass eine andere Währung den US-Dollar als Weltreservemedium ablöst (vgl. Dauderstädt/Kellermann 2007).

Für den Euroraum wäre es ohne Zweifel eine ökonomische wie auch politisch-kulturelle Umstellung, wenn der Euro zur zentralen Weltreservewährung heranreife. Auf der ökonomischen Seite würde der Euroraum eine Reihe von Vorteilen genießen, die zur Zeit noch hauptsächlich den USA zugute kommen:

- Die strukturell größere Nachfrage nach der eigenen Währung würde das Marktzinsniveau senken. Diese Verbilligung von Krediten würde den Staatshaushalt entlasten und Investitionen und Konsum fördern.
- Für im Euroraum ansässige Emittenten von Obligationen (seien dies Regierungen oder Unternehmen)

würde das Währungsrisiko bei Anleihen erlöschen, da das Ausland aufgrund des Status des Euro als Reservewährung bereit wäre, Kredite in Euro einzuräumen.²

- In wirtschaftlich unsicheren Zeiten bevorzugen Anleger es, in Aktiva zu investieren, die in der Reservewährung ausgezeichnet sind. Diese Tendenz zur »Flucht in Sicherheit« begünstigt antizyklische Währungsbewegungen, d. h. die Gefahr eines Währungseinbruchs als Folge einer temporären zyklischen Schwäche würde sich verringern.
- Ein Aufstieg des Euro zur Hauptreservewährung würde auch eine Umstellung des internationalen Handels vom US-Dollar auf den Euro begünstigen. Die Etablierung des Euro als Welthandelsmedium würde aus der Sicht von im Euroraum ansässigen Konsumenten (z. B. von Rohstoffen), aber auch Produzenten (z. B. von Verkehrsflugzeugen), einen Faktor potenzieller Preisvolatilität eliminieren, nämlich den Wechselkurs zwischen der heimischen und der Welthandelswährung.

Dagegen wäre es, sollte sich der Euro zur primären Reservewährung aufschwingen, für den Euroraum nicht mehr möglich, seine Währung langfristig in den Dienst der Exportförderung zu stellen. Zwar geschieht dies auch heute nicht, da sich die EZB mit Währungsinterventionen generell zurück hält, um ihre Glaubwürdigkeit bei der Inflationsbekämpfung, ihrem obersten Ziel, nicht zu gefährden. Aber das häufige Klagen von Regierungen in der Eurozone (allen voran Italien und Frankreich, aber phasenweise auch Deutschland) über die Stärke der gemeinsamen Währung und deren nachteilige Auswirkungen auf den Export suggeriert nicht gerade eine große Bereitschaft der Staaten dazu, eine Entwicklung des Euro zum Weltreservemedium zu tolerieren.

Hier ist ein politisch-kultureller Paradigmenwechsel in Europa erforderlich: Der zentrale ökonomische Vorteil eines Wirtschaftsraums, dessen Währung international als Reservemedium akzeptiert wird, besteht darin, dass es sich dieser Wirtschaftsraum – zumindest in Maßen – leisten kann, mehr zu konsumieren als er produziert, da andere Länder bereit sind, dem Emittenten der Reservewährung langfristige Kredite zu günstigen Konditionen in dessen eigener Währung zu

gewähren. Damit dies als Vorteil erkannt wird, müsste sich im Euroraum zunächst die Einsicht durchsetzen, dass wirtschaftlicher Erfolg nicht nur am Wachstum der Produktionsleistung gemessen werden sollte, sondern auch an der Steigerungsrate des Konsums, und dass ein Land wirtschaftlich von seinen Importen profitiert, nicht von seinen Exporten.

Solange sich diese Einsicht noch nicht durchgesetzt hat, besteht die Gefahr, dass Europa in eine Phase des Protektionismus zurückfällt, um einer Minderung seines Exports, als Folge der Euro-Aufwertung, und dem damit verbundenen Anschwellen seines Handelsbilanzdefizits mit China und anderen Schwachwährungsländern entgegenzuwirken. Die Verhängung von Strafzöllen oder anderen (nicht-tarifären) Importbarrieren würde zweifelsohne ein fatales Signal über die Reife des Euro zur Weltwährung aussenden. Durch einen Politikwechsel hin zum Protektionismus würde der Euroraum also zugunsten eines möglichen kurzfristigen Bewahrens exportorientierter Arbeitsplätze das Risiko eingehen, sich der strukturellen wirtschaftlichen Vorteile zu berauben, die eine Leitwährung seinem Emittenten bietet.

Wenn es der EU und insbesondere dem Euroraum gelingt, dem – wahrscheinlich wachsenden – politischen Druck für Protektionismus zu widerstehen und so den Aufstieg des Euro zur Weltreservewährung zu unterstützen, ergäbe sich für die Folgezeit eine zweite, ähnlich wichtige Handlungsstrategie: Europa sollte auf eine multilaterale Absicherung des Weltwährungssystems drängen. Das würde zum einen verhindern, dass es weiterhin zu lang anhaltenden, wettbewerbsverzerrenden Unterbewertungsstrategien wie im Falle Chinas oder Japans käme. Zum anderen würde es aber auch bedeuten, dass sich Europa nicht über die Maßen verschuldet, nur weil es über große internationale Kreditwürdigkeit verfügt und es sich theoretisch leisten könnte, mehr zu konsumieren als es produziert. Die Fortschreibung des (von Dooley et al. so bezeichneten) Post-Bretton-Woods-Systems mit einer (dann) institutionalisierten europäischen Übermacht wäre sicherlich nicht der richtige multilaterale Ansatz – vielmehr wären grundlegende institutionelle Reformen notwendig (vgl. Kellermann 2006).

2.3 Währungspolitische Regionalisierung

Eine dritte Möglichkeit, die durchaus mit den anderen beiden Szenarien kompatibel ist, ist eine verstärkte Tendenz zur Regionalisierung im geldpolitischen Bereich. Ähnlich wie in der Europäischen Union könnten sich Länder anderer Regionen verstärkt zu Handels- und Währungsräumen zusammenschließen und eine

2 Dies ist zwar weitgehend schon jetzt der Fall (nur knapp über 10 % der insgesamt ausstehenden Schuldscheine von im Euroraum veranlagten Emittenten lauten auf andere Währungen als den Euro), aber dennoch kann angenommen werden, dass die Bereitschaft des Auslands, Euro-Anleihen zu kaufen, sensibler auf eine Verschlechterung der außenwirtschaftlichen Situation des Euroraums (wie z. B. die Herausbildung eines strukturellen Leistungsbilanzdefizits) reagieren würde, als dies bisher bei den USA der Fall war.

Form regionaler Außenwirtschaftspolitik betreiben. Solche Tendenzen sind in Ansätzen in Asien, in Lateinamerika, aber auch in den Golfstaaten erkennbar, wenngleich in sehr unterschiedlichem Ausmaß.

Für die Zukunft des Weltwährungssystems sind vor allem Projekte relevant, die auf einen monetären Regionalismus, also auf eine Währungsunion oder einen ähnlichen kooperativen Mechanismus, abzielen. Je nachdem wie weit eine solche Kooperation geht, kommt es bei den teilnehmenden Ländern zu politisch sensiblen Souveränitätsverlusten. Der zentrale Vorteil einer währungspolitischen Kooperation liegt zunächst darin, dass dadurch Wechselkursschwankungen eingedämmt werden, was für sich selbst betrachtet handelsförderlich wirkt. Bislang haben viele Länder der Welt primär unilateral Währungsstabilität zum US-Dollar gesucht, was maßgeblich mit der Stellung der USA als wichtiger weltweiter Handelspartner zusammenhing. Sollte sich die US-Importnachfrage in Folge einer Rezession merklich abschwächen, verringert sich für andere Länder der Anreiz, ihre Währungsstabilitätspolitik auf die USA auszurichten, ganz abgesehen von der Inflationsgefahr, die für Staaten mit US-Dollar-Bindung von einem fallenden Dollar ausgeht. Da es aufgrund geografischer Nähe zwischen den Ländern einer Region insgesamt oftmals relativ große Handelsströme gibt, bieten regionale Währungskooperation eine interessante Option, destabilisierenden Wechselkursschwankungen nicht bloß *einem* wichtigen Handelspartner gegenüber entgegenzuwirken, sondern gleich innerhalb eines gesamten Wirtschaftsraums. Zudem können Länder sich durch das Poolen von Devisenreserven, und ganz besonders durch das Schaffen einer gemeinsamen Währung, effektiver gegenüber Finanzkrisen bzw. spekulativen Währungsangriffen schützen, als sie dazu allein in der Lage wären. Aufgrund der hohen Anforderungen für die Schaffung weitergehender regionaler Abkommen im geldpolitischen Bereich (u. a. durch die Einschränkung des fiskalischen Spielraums) sind die Realisierungschancen solcher Projekte jedoch relativ gering.

Außerhalb Europas sind es vor allem die ostasiatischen Staaten, die eine stärkere monetäre Kooperation anstreben und dies auch schon zum Teil in die Tat umgesetzt haben. So versuchte die japanische Regierung auf dem Höhepunkt der Asienkrise, einen Asiatischen Währungsfonds – in Konkurrenz zum IWF in Washington – zu errichten. Ein solcher Fonds sollte im Falle einer erneuten Finanzkrise Liquidität bereitstellen, allerdings ohne die zur damaligen Zeit für den IWF typische wirtschaftspolitische Konditionalisierung von Krediten. Die japanischen Pläne scheiterten jedoch am Widerstand der US-Regierung, aber auch an den Vorbehalten Chinas gegenüber der vorgesehenen

Sonderrolle Japans. Nach dem Scheitern dieses relativ weitreichenden Vorstoßes entschlossen sich die ASEAN-Staaten zusammen mit China, Japan und Südkorea, einen Liquiditätspool zu schaffen – in Form von bilateralen *Swap*-Abkommen, die den Tausch von Landeswährung gegen andere Devisen vorsehen.

Dieses Abkommen – auch Chiang-Mai-Initiative genannt – umfasst mittlerweile ein Gesamtvolumen von US\$ 83 Mrd. Seit seiner Schaffung im Jahr 2000 wurden auch stets weitere institutionelle Schritte zur monetären Kooperation im Rahmen des Abkommens erörtert, bislang allerdings ohne allzu großen Erfolg. Über den Status eines de-facto regionalen Liquiditätspools, dessen Mittel auch noch zum größten Teil – wie im Falle des IWF – an Konditionen gebunden sind, ist das Abkommen deshalb nicht hinausgekommen. Zusätzlich gibt es die *Asian Bond Market Initiative* zur Entwicklung eines regionalen Anleihenmarktes. Beide Instrumente zeigen, dass grundsätzlich seit der Asienkrise ein Interesse an monetärer Kooperation besteht, da man dem multilateralen Regime unter der Ägide des IWF misstraut (das signalisiert auch die Größe der asiatischen Währungsreserven).

Die finanzielle Voraussetzung für eine glaubwürdige regionale Kooperation ist in Asien aufgrund der großen Währungsreserven zwar gegeben (vgl. Dieter 2003); eine weitergehende regionale Integration in Form eines regionalen Währungssystems ist derzeit allerdings unwahrscheinlich. Erstens betreiben ostasiatische Länder, inklusive Japan und China, nicht nur gegenüber den USA und dem Euroraum, sondern auch untereinander kompetitive Wechselkurspolitik. Wenn sich, wie zu erwarten steht, das Exportumfeld für Ostasien im Zuge der US-Wachstumsschwäche verschlechtert, dürften sich diese Unterbewertungsstrategien künftig eher noch verschärfen. Ein solcher Einsatz der eigenen Währung als nationales Exportförderungsinstrument gegenüber Nachbarländern ist jedoch mit der Errichtung einer regionalen Währungsunion inkompatibel. Zweitens bedürfte eine Währungsunion einer Form der Koordinierung der Geld- und Fiskalpolitik. Dies steht jedoch politisch derzeit nicht zur Diskussion. Überhaupt steckt jegliche regionale (politische oder wirtschaftliche) Institutionalisierung, wie sie ja im Falle der Europäischen Währungsunion gegeben war, noch in den Kinderschuhen. Damit ist aus heutiger Perspektive ein vertiefter monetärer Regionalismus in Asien zwar (nach der EU) am weitesten fortgeschritten, in der Weiterführung jedoch limitiert.

Weniger fortgeschritten – wenngleich bisweilen ähnlich ambitioniert – sind die Regionalisierungstendenzen auf anderen Kontinenten. So wird auch in Lateinamerika regelmäßig über eine engere monetäre

Kooperation nach dem Modell des Europäischen Währungssystems nachgedacht. Und kürzlich wurde von den Staaten Argentinien, Bolivien, Brasilien, Ecuador, Paraguay, Venezuela und Uruguay sogar die *Banco del Sur* gegründet. Damit existiert eine südamerikanische Entwicklungsbank zusätzlich zur Zollunion in Gestalt des Mercosur, der Argentinien, Brasilien, Paraguay und Uruguay angehören (Venezuela ist nur auf dem Papier Mitglied, denn es hat seine Außenzölle bislang noch nicht den Mercosur-Sätzen angepasst). Die Bank des Südens ist – wie die bereits beschriebenen Initiativen in Asien auch – maßgeblich aus Unzufriedenheit mit dem US-dominierten IWF entstanden. Anders als das asiatische Chiang-Mai-Abkommen, ist die südamerikanische Initiative jedoch als Entwicklungsbank konzipiert und dementsprechend auch nur mit relativ wenig Kapital ausgestattet (US\$ 7 Mrd.). Zudem ist die Bank eng an die Öleinnahmen Venezuelas geknüpft, die strukturell volatil sind. Aus diesen Gründen könnte sie gar nicht die Funktion eines Liquiditätsfonds für Mitgliedsstaaten im Krisenfall übernehmen. Es ist zwar nicht ausgeschlossen, dass die *Banco del Sur* die regionale Integration vorantreibt, aber eine Perspektive für einen monetären Regionalismus bietet diese zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht.

Währungsfantasien existieren auch unter den Staaten des Golfkooperationsrates (Bahrain, Katar, Kuwait, Oman, Saudi-Arabien und die Vereinigten Arabischen Emirate). Über Absichtserklärungen sind diese Länder bislang jedoch nicht hinausgekommen, wenngleich sie durchaus ein Interesse an einer gemeinsamen Währung haben könnten, da die traditionell praktizierte US-Dollar-Bindung ihrer Währungen im Zuge der Dollarabwertung und der US-Zinspolitik akute Probleme mit Preisinflationen mit sich gebracht hat. Ausreichend Liquidität für eine monetäre Integration wäre allemal vorhanden. Wahrscheinlicher ist jedoch eine graduelle Umstellung der Währungskopplungen auf den Euro bzw. auf einen entsprechend gewichteten Währungskorb, wie es Kuwait bereits begonnen und damit dem Projekt einer engeren Währungskooperation einen Dämpfer versetzt hat. Die Region läuft insofern primär in eine Phase der einseitigen Loslösung vom Dollar. Eine gemeinsame Währung oder eine engere monetäre Kooperation ist noch in weiter Ferne.

Insgesamt ist eine Tendenz zum monetären Regionalismus als Reaktion auf (regionale) Finanzkrisen festzustellen, die sich im Falle einer harten Landung der amerikanischen Wirtschaft und eines drastischen Kursverfalls des US-Dollar durchaus fortsetzen und verstärken könnte. Bislang beschränken sich regionale Kooperationsinitiativen jedoch auf Instrumente, die

nicht mit Souveränitätseinbußen einhergehen. Weitergehende politische Integrationsschritte, wie sie in der Europäischen Union gegangen wurden, sind nicht unternommen worden. Dies hängt nicht zuletzt damit zusammen, dass keine der Regionen eine Tradition der vertrauensvollen Kooperation untereinander hat. Regionale Währungsblöcke können jedoch nur dann langfristig funktionieren, wenn die Teilnehmer sich, zumindest im Grundsatz, an gemeinsam festgelegte Regeln halten; eine Kultur des Respekts vor internationalen Abkommen ist somit für Währungskooperationen unabdingbar. Insgesamt ist monetäre Regionalisierung deshalb ein Szenario, das eher unrealistisch erscheint und höchstens in Asien ein gewisses Potenzial hat.

3. Fazit

Nach unserer Analyse besitzt die harte Landung des Dollar eine hohe Wahrscheinlichkeit und würde zu einer Verschiebung des jetzigen Koordinatensystems des Weltwährungssystems führen. Zwei Tendenzen zeichnen sich bereits ab und dürften durch eine weitere Dollarschwäche noch verstärkt werden. Zum einen der Trend zur Stärkung des Euro, der potenziell Weltwährungsfunktionen übernehmen kann. Zum anderen der Trend zur monetären Regionalisierung, die vor allem in den Regionen attraktiver wird, in denen (a) ein hohes Maß an Liquidität vorhanden ist, (b) Unzufriedenheit mit dem Status quo des multilateralen Finanzregimes herrscht und (c) ein Wille zur Kooperation auf der Grundlage gemeinsam zu erzielender langfristiger Vorteile besteht. Dies ist heute in Ansätzen nur in Asien gegeben. Allerdings könnte die Tatsache, dass der Euro als Gewinner aus der Dollarschwäche hervorgehen dürfte, eine gute Werbung für andere Regionen sein, ähnliche Schritte zur monetären Integration zu unternehmen.

Entscheidend wird die Frage sein, wie Europa mit dem in der heutigen Situation möglich erscheinenden Aufstieg des Euro zur Weltreservewährung umgehen wird. Zum einen müsste der Euroraum eine gewisse Offenheit bewahren und dürfte sich nicht mit protektionistischen Mitteln gegen die derzeitige (und wahrscheinlich noch eine Zeit lang anhaltende) Aufwertungsstendenz des Euro und die damit einhergehenden Güterströme verschließen. Zum anderen sollte Europa auf eine multilaterale Absicherung des neuen Währungssystems drängen, auch wenn es dafür die neu gewonnene Macht teilweise wieder abtreten bzw. teilen müsste. In diesem Zusammenhang würde es gelten, die USA für eine ausgewogene und universelle Reinstitutionalisierung des Weltwährungssys-

tems als Partner zu gewinnen. Dafür müsste sich die Eurozone realistisch betrachtet, alleine mit Rücksicht auf die geopolitischen Machtverhältnisse, wohl auf die Koexistenz zweiter Reservewährungen (US-Dollar und Euro) einlassen, mit diskretionärem Währungsmanagement als wahrscheinlichste Option, um übermäßige Kursschwankungen zwischen den beiden Leitwährungen zu verhindern. Mit Hilfe einer solchen europäischen Strategie könnte am Ende sogar der Multilateralismus als Sieger aus der derzeitigen Wirtschaftskrise hervorgehen.

Literatur

- Dauderstädt, Michael / Kellermann, Christian (2007): *Controlling the Risks of a Global Economy. Germany's Role*, Compass 2020, Friedrich-Ebert-Stiftung, Berlin.
- Dieter, Heribert (2003): *Abschied vom Multilateralismus? Der neue Regionalismus in der Handels- und Finanzpolitik*, SWP-Studie, Stiftung Wissenschaft und Politik, Berlin.
- Dooley, Michael / Folkerts-Landau, David / Garber, Peter (2003): *An Essay on the Revived Bretton Woods System*, NBER Working Paper 9971, Cambridge MA.
- Kellermann, Christian (2006): *Die Organisation des Washington Consensus. Der Internationale Währungsfonds und seine Rolle in der internationalen Finanzarchitektur*, Bielefeld.
- Kellermann, Christian (2007): *Kollabierendes Kreditsystem*, Internationale Politikanalyse, Friedrich-Ebert-Stiftung, Berlin, im Internet: <http://library.fes.de/pdf-files/id/04866.pdf>
- Munchau, Wolfgang (2007): »Dollar's last lap as the only anchor currency«, in: *Financial Times*, London, 26.11.2007.



Impressum

Friedrich-Ebert-Stiftung
Internationale Politikanalyse
Abteilung Internationaler Dialog
D-10785 Berlin

www.fes.de/ipa
E-Mail: info.ipa@fes.de

ISBN 978-3-89892-879-3

Bestellungen

Friedrich-Ebert-Stiftung
Internationale Politikanalyse
z. Hd. Antje Schnadwinkel
D-53170 Bonn

E-Mail: info.ipa@fes.de
Fax: +49 (228) 883-625

Alle Texte sind online verfügbar:

www.fes.de/ipa

Die in dieser Publikation zum Ausdruck kommenden Meinungen sind die des Autors/der Autorin und spiegeln nicht notwendigerweise die Meinung der Friedrich-Ebert-Stiftung wider.