

**Stephan Schulmeister**

## **Globalisierung ohne supranationale Währung: Ein fataler Widerspruch**

*ifo-Schnelldienst, 16/2009, September.*

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 1970er Jahre ist die „key currency“ zur instabilsten aller Reservewahrungen geworden. Alle bedeutenden „Turbulenzen“ in der Weltwirtschaft sind direkt mit der Doppelrolle des Dollar als Weltwährung und als nationale Währung verknüpft (zu den nachfolgenden Ausfuhungen siehe 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".

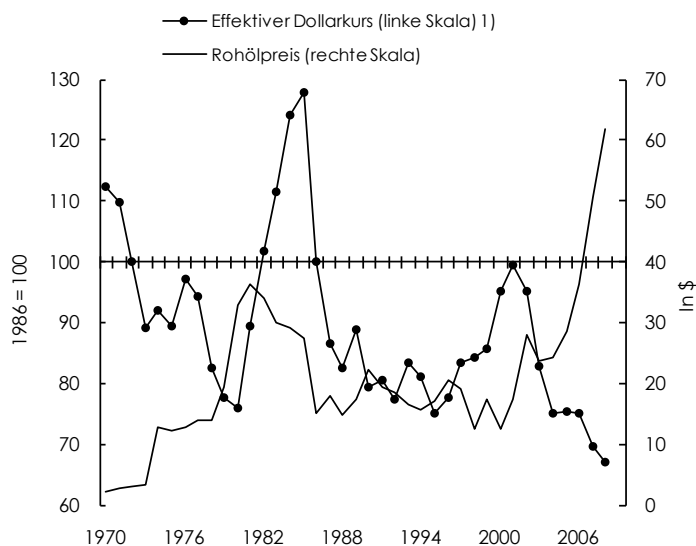
Als nationale Währung sind Zinssatz und Wechselkurs des Dollars wichtige Faktoren der US-Wirtschaftsentwicklung, sie werden daher in hohem Maß von den Interessen der USA und damit von ihrer Wirtschaftspolitik beeinflusst.

Die Konflikte zwischen den "national-ökonomischen" Interessen der USA am Einsatz von Zinssatz und (indirekt) Wechselkurs des Dollar als Instrumente einer „inward looking“ Wirtschaftspolitik und den „global-ökonomischen“ Interessen des Gesamtsystems an einer stabilen Weltwährung prägten die Wirtschaftsentwicklung seit Anfang der 1970er 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 DM 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.

Abbildung 1: Dollarkurs und Ölpreisschwankungen



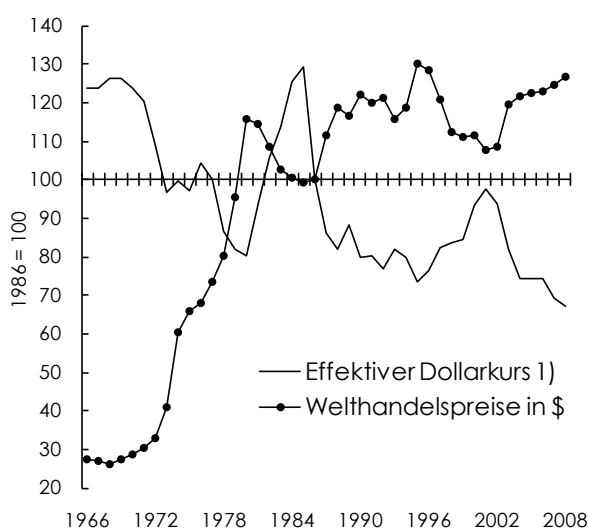
1) Gegenüber DM, Französischem Franc, Pfund, Yen.

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, eine Verdreifachung des Ölpreises durchzusetzen (Abbildung 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 (Abbildung 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 (siehe 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 (Abbildung 1).

Abbildung 2: Dollarkurs und Welthandelspreise



1) Gegenüber DM, Französischem Franc, Pfund, Yen.

Die inverse Beziehung zwischen Dollarkurs und Dollarpreisen ist im gesamten Welthandel noch stärker ausgeprägt als im Rohstoffhandel (Abbildung 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

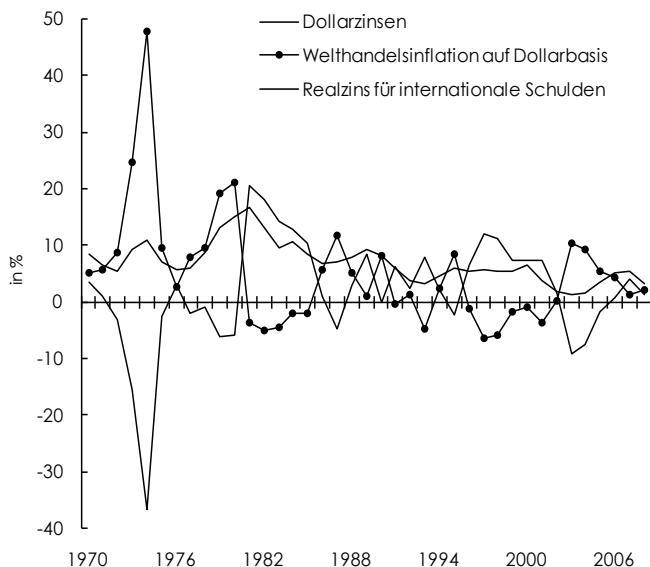
Der Realzins einer internationalen Dollarschuld eines Landes ergibt sich als nomineller Dollarzins minus Veränderung seiner Exportpreise auf Dollarbasis (die Schuld muss ja durch Exporterlöse in Dollar bedient werden). Abbildung 3 zeigt seine Schwankungen für den Durchschnitt aller Länder.

Als Folge der hohen Dollarinflation war der Realzins in den 1970er Jahren extrem negativ. Dies förderte das "recycling of petro-dollars" in Form steigender Auslandsschulden vieler

Entwicklungsländer, insbesondere in Lateinamerika (Mexico, 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 1970er Jahre die Auslandsschulden permanent abgewertet hatten, wurden sie nun massiv aufgewertet – Abbildung 3).

In den 1990er 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 (Abbildung 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 (Abbildung 3).<sup>1)</sup>

Abbildung 3: Dollarzins, Welthandelsinflation und Realzins für internationale Dollarschulden



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

<sup>1)</sup> Zur Debatte um die Folgen unterschiedlicher Währungsstruktur von Erträgen (Flows) und Schulden (Stocks) siehe Eichengreen – Hausmann - Panizza, (2003), Eichengreen – Hausmann (2005) und Lane - Milesi-Ferretti, 2005A.

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 (Abbildung 4). Dazu hat eine stark nachfrageorientierte Wirtschaftspolitik wesentlich beigetragen (umgekehrt förderte eine angebotsorientierte 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 – Abbildung 5). Dies hat den Prozess der Akkumulation der Auslandsschulden der USA (= Forderungen der übrigen Länder) beschleunigt (Abbildung 4).

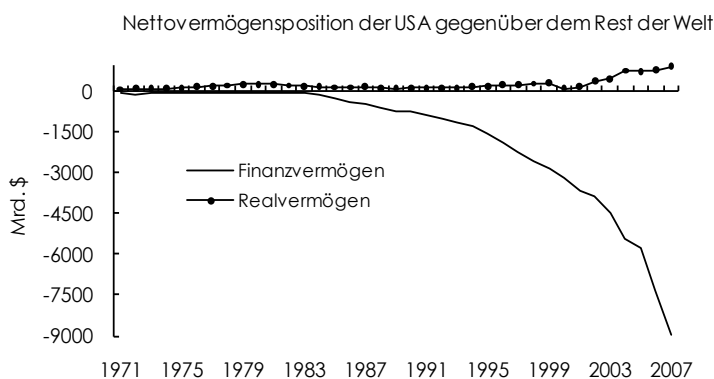
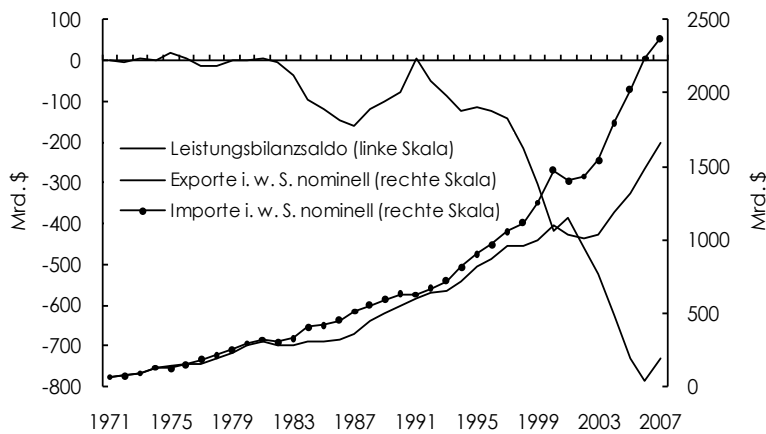
In ein sarkastisches Bild gesetzt (dabei nehme ich das „Sparerland“ Deutschland als „pars pro toto“ der übrigen Länder): Die USA als Mr. Ponzi handeln mit Deutschland als Dagobert Duck. Deutschland erarbeitet Porsches, Mercedes und BMWs, gefahren werden sie in den USA. Dafür erhält Deutschland ein wachsendes 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 Brutto-Dollarschulden bleibt gleich, jener ihrer Brutto-Forderungen gegenüber dem Ausland steigt (in Dollar gerechnet). Spiegelverkehrt ergibt sich eine Entwertung der „erarbeiteten“ Dollarforderungen der fleißigen Gläubigerländer (siehe dazu Gourinchas - Rey, 2006A, 2006B; Lane - Milesi-Ferretti, 2005A, 2005B).

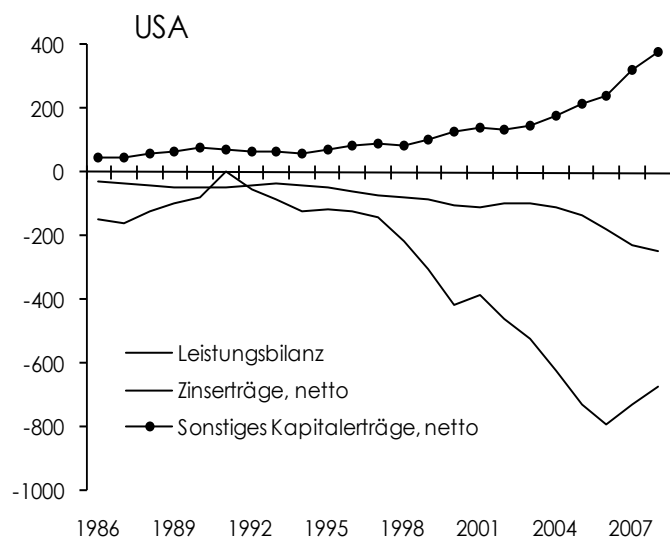
Abbildung 4: Dollarkurs und Außenwirtschaftsdynamik der USA



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 Netto-Finanzschulden der USA drastisch beschleunigt, sie erreichten 2007 etwa 9.000 Mrd. \$ (Abbildungen 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.....

Abbildung 5: Neuverschuldung der USA ihre Ponzi-Finanzierung



## 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 Wechselkurs 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-Mekantilisten“ 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 „national-ökonomischen“ Interessen des Leitwährungslandes und den „global-ökonomischen“ 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 – 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 (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., Hausmann, R., (eds.), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, Chicago: University of Chicago Press, ISBN: 0-226-19455-8, 2005.
- Eichengreen, B., Hausmann, R., Panizza, U., *Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They are Not the Same and Why it Matters*, NBER Working Paper, October 2003, (10036).
- Gourinchas, P. O., Rey, H. (2006A), *International Financial Adjustment*, Working Paper, Version of April 3, 2006.
- Gourinchas, P. O., Rey, H. (2006B) "From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege", in: Clarida, R. H. (ed.), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, Bureau of Economic Research Conference Report, University of Chicago Press, Fall 2006.
- Keynes, J.M. (1980A), *The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XXV, Activities 1940-1944*, Macmillan - Cambridge University Press, 1980.
- Keynes, J.M. (1980B), *The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XXVI, Activities 1941-1944*, Macmillan - Cambridge University Press, 1980.

- Lane, P. R., Milesi-Ferretti, G. M. (2005A), Financial Globalization and Exchange Rate, IMF Working Paper, January 2005, (05/3).
- Lane, P. R., Milesi-Ferretti, G. M. (2005B), A Global Perspective on External Positions, IMF Working Paper, August 2005, (05/161).
- Schulmeister, S., "Globalization without global money: the double role of the dollar as national currency and as world currency", *Journal of Post Keynesian Economics*, 2000, 22(3), pp. 365-395.
- Schulmeister, S., Purchasing Power Parities, Exchange Rates and International Price Competitiveness, WIFO study, Vienna 2005.
- UN Commission of Experts of the President of the UN General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System, Recommendations, 19 March 2009.  
<http://www.un.org/ga/president/63/letters/recommendationExperts200309.pdf>
- UNCTAD, 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, 2009.  
[http://www.unctad.org/en/docs/gds20091\\_en.pdf](http://www.unctad.org/en/docs/gds20091_en.pdf).