

### Der Dollar-Fall

Für die globale Wirtschaft ist der Dollar unersetzlich

*Hans-Hermann Hartwich*



Hans-Hermann  
Hartwich

#### Währungsmärkte zwischen Hektik und Besinnung

Das Jahr 2007 brachte zum Teil hektische Turbulenzen für die großen Währungen der Welt: den Dollar, den Euro, das Pfund, den Yen, den Yuan und auch für das Gold. Am 26. November 2007 meinte der SPIEGEL (Nr. 48) mit der reißerischen Aufmachung „Dollar Sturzflug“ den „Niedergang der US-Währung“ verkünden und die „Gefahren für die Weltwirtschaft“ in düsteren Farben schildern zu müssen. Zugleich sorgten sich in Deutschland „Regierung und Wirtschaft wegen der starken Gemeinschaftswährung“, wie die Süddeutsche Zeitung (24./25. November 2007) unter der Überschrift „Ein Hoch auf das Hoch des Euro“ meldete. Zugleich untersuchte diese Zeitung „wie die amerikanische Währung schon seit langem nicht mehr das Maß aller Dinge ist – und was den rapiden Verfall ausgelöst hat.“ „Mythos Dollar“ hieß der Leitartikel der „Süddeutschen“ einen Tag zuvor (23.11.07)

Ja, und dann hieß es nur drei Wochen später „Mit dem Euro geht es abwärts“ (FAZ v. 19.12.07: Der Kurs des Euro hatte am 23.11. den höchsten Stand gegenüber dem Dollar mit 1,4967 erreicht und ging danach wieder zu-

rück). Auch der japanische Yen folgte dieser Richtung (SZ v.15./16.12.07). Zum Jahreswechsel drückte der nun wieder „starke Dollar“ auch den Goldpreis. Allerdings hielt dieser Trend nicht lange an. Vielmehr sorgten pessimistische Prognosen für die amerikanische Wirtschaft dafür, dass der Goldpreis im Januar 2008 auf mehr als 900 Dollar (für die Feinunze, 31,1 Gramm) stieg (SZ v.11.1.08). Gold kostete Mitte Januar 2008 „so viel wie noch nie“ (FAZ vom 9. und vom 10.1. 2008). Warum der plötzliche Run zum Gold?

Es geht bei den Währungen nicht zu wie auf der Börse mit ihren täglich-stündlichen Kursschwankungen. Aber es ist wichtiger. So kurios sich die Aneinanderreihung der Meldungen auch liest. Man sollte trotz der kurzzeitigen Beobachtung zwei grundsätzliche Erkenntnisse aufnehmen: Es gab eine erstaunlich schnelle Rückkehr des Dollar, und am Ende stand eine Art „Flucht in das Gold“. Gold ist das begehrteste Edelmetall, seitdem Menschen wirtschaften. Es ist knapp, nicht beliebig vermehrbar, handlich auch bei hohem Wert, begehrt im Ausdruck von Münzen, kompakter in Form von Barren und vor allem als Schmuck. Goldbesitz verleiht eine Sicherheit, die kein Papiergeld der Welt bieten kann, zu keiner Zeit bieten kann-

te. Aber es bringt keine Zinsen! Wie nervös müssen die Käufer gegenwärtig sein? Kann man ihr Verhalten „begründet“ nennen?

### Vom Goldstandard zum Bretton Woods-System und zum Floating

Die Sicherheit im Gold wird seit dem „Goldstandard“ der Industrieländern vor 1914 stets aufs Neue dann gesucht, wenn Vermögen gefährdet erscheinen und vor Entwertungen bewahrt werden sollen. „Goldstandard“ kennzeichnete ein von den Staaten eingehaltenes Regelsystem, durch das sie ihre Währungen an eine bestimmte Goldeinheit (z.B. eine Reichsmark gleich 0,358 Gramm Gold) banden. Es gab entweder Goldmünzen, oder die nationalen Zentralbanken verpflichteten sich, zu diesem Einlösekurs die nationale (Papier-) Währungseinheit jederzeit und frei in Gold einzutauschen. Wurde eine derart gebundene nationale Währung durch die Notenausgabe zu weit (inflationistisch) aufgebläht, dann wurde die Expansion schlicht durch die vorhandene Goldmenge begrenzt.

Nun ist klar, dass keine nationalen oder globalen Finanzbeziehungen eine lange Zeit hindurch allein auf Goldbasis funktionieren können. Die Knappheit der auf Gold basierenden Zahlungsmittel würde jede wirtschaftliche Entfaltung erdrosseln. Deshalb gehörten bald Devisen, also Zahlungsverpflichtungen in fremder Währung, mit zum Portfolio der Zentralbanken. Details der Wirtschaftsgeschichte kann man sich ersparen, wenn man von dieser Perspektive aus die Entfaltung der westlichen Wirtschaften nach dem Zweiten Weltkrieg, also nach 1945 betrachtet.

Schon vor Kriegsende hatten internationale Verhandlungen über die Weltwirtschaft nach dem Kriege zum Abkommen von Bretton Woods geführt. Mit diesem Abkommen von 1944 wur-

den die Weltbank und der Internationale Währungsfonds (IWF) gegründet und es wurde festgelegt, dass die Mitgliedsländer feste Wechselkurse einführen und bei fundamentalem Ungleichgewicht ihrer Zahlungsbilanz ihre Währungen auf- oder abzuwerten hatten. Die nationalen Wechselkurse mussten in einem bestimmten Wertverhältnis zum Dollar fixiert werden. Der Dollar selbst wurde in einer festen Relation an einen Goldpreis gebunden. Damit gab es für die Währungen aller Mitglieder des IWF wieder eine indirekte Goldparität. Allerdings konnten nun neben dem Gold auch Devisen, die Zahlungsmittel besonders leistungsfähiger Länder, als Reserven gehalten werden. So wurde der Dollar zur „Leitwährung“. Später bildeten sich noch andere „Leitwährungen“ heraus. Sie zeichneten sich durch allgemein großes internationales Vertrauen und durch eine hohe Konvertibilität aus. Der Dollar nahm immer die erste Stelle ein. Das britische Pfund konnte seine ihm zugedachte Rolle nicht halten. Später stieg die D-Mark zu einer solchen Währung auf.

1971 gaben die USA die feste Bindung des Dollar an das Gold auf. Der Dollarbestand war durch den Vietnamkrieg und andere weltweite Engagements der USA aufgebläht, der Dollar selbst hatte deutlich an Wert verloren. Das Bretton Woods-System brach zusammen. Ab 1973 „floateten“ die nationalen Währungen. Für die Mitglieder der Europäischen Gemeinschaft entstand ein neues einheitliches „Europäisches Währungssystem (EWS)“ und um die Jahrhundertwende das „Europäische System der Zentralbanken (ESZB)“.

Es gibt also heute in der globalen Wirtschaft keine förmliche Bindung der Währungen mehr an das Gold. Aber es gibt nach wie vor den Dollar als weltweit anerkanntes Zahlungsmittel, das neben den Handels- und Finanzbeziehungen den Zentralbanken auch als Währungsreserve dient.

Wenn der Goldpreis, wie Anfang des Jahres 2008, signifikant stieg, so war die

Nachfrage also durchaus gespeist vom Misstrauen in die Wertbeständigkeit des Dollar. Hinzu kamen die Finanzkrise und die Konjunktorentwicklung in den USA. Beides zusammen war und ist Grund zur Sorge. Aber an der Position des Dollar in der Weltwirtschaft ändert dies alles nichts.

Was bedeuten denn nun „Dollar-Sturzflug“ (Spiegel), „Rückkehr“ des Dollar (Süddeutsche Zeitung), „Euro-Höhenflug“ (FAZ)? Gelegentlich wird „das Pfund leichter“ (FAZ) und „Peking lässt Yuan-Anstieg zu“ (SZ). Das alles sind keine weltbewegenden Ereignisse, obwohl sie gelegentlich – vor allem in Deutschland – von einzelnen Medien so dargestellt werden. Aber sie sind natürlich als wirtschaftliche Daten (für Kosten, Profit, Finanzinvestitionen, Optionen usw.) von Bedeutung. Normale Bewegungsabläufe dieser Art haben einen erheblichen Einfluss auf „Stimmungen“ an den Handels- und Finanzmärkten. Der Niederschlag dieser Stimmungen sind vor allem verstärkte Verkäufe von Dollarbeständen und Käufe von Währungen, denen eine größere Wertbeständigkeit zugeschrieben wird. Also dem Euro etwa. Aber auch diesen Dollarverkäufen folgen wieder Dollarkäufe.

## Die Globalisierung der Weltwirtschaft braucht eine monetäre Konstante

Diese Konstante ist der Dollar auch nach dem Zusammenbruch des Bretton Woods-Systems geblieben. Konstant ist der Dollar als Rechnungseinheit. Diese ist weder durch Gold „gedeckt“, noch auf einen Goldwert bezogen. Der Preis des Dollar wird durch seinen Tauschwert bestimmt. Das setzt freie Austauschbarkeit, die Konvertibilität der Währungen, voraus. Diese Konvertibilität der Währungen ist ein grundlegendes Kriterium der globalen Finanzmärkte.

Die Währungen der westlichen Länder haben seit langem kein staatli-

ches Wechselkurs„regime“ mehr. Nicht die Staaten, sondern die Austauschverhältnisse bestimmen die Kurse. Allerdings scheuen auch die Staaten die „Intervention“ in die Finanz- und Kapitalmärkte mittels An- und Verkauf von Währungen nicht, wenn es ihnen geboten erscheint. Die geschieht gegebenenfalls durch die amerikanische Notenbank oder durch die Europäische Zentralbank, auch gemeinsam mit der Bank of Japan. Freilich sind bei derartigen Interventionen stets die Finanzministerien mehr oder weniger maßgeblich beteiligt. Dies, die Zuständigkeit, ist übrigens eine jener Fragen, die im Europäischen System der Zentralbanken noch immer umstritten ist.

## Die anderen großen Währungen respektieren den Dollar

Für den globalen Kapital- und Finanzverkehr und die dominierenden Währungen des amerikanischen Federal Reserve Systems, der Europäischen Zentralbank und der Bank of Japan gilt unbestritten der Dollar als zentrale monetäre Bezugsgröße.

Die Europäer haben in den siebziger und achtziger Jahren des 20. Jahrhunderts in einem mühsamen Prozess, der für Deutschland die schmerzliche Aufgabe der erfolgreichen D-Mark beinhaltete – die in den achtziger Jahren selbst eine „Leitwährung“ der Europäischen Union geworden war –, zu einer eigenen Währungseinheit, dem Euro, gefunden. Er konnte sich nach erheblichen Anfangsschwierigkeiten durchsetzen. Die regierungsunabhängige Europäische Zentralbank (EZB) darf heute als eine der mächtigsten währungspolitischen Institutionen der Welt angesehen werden. Ihre Autonomie entspricht in ihrer Konsequenz jener der Deutschen Bundesbank von 1948 bis 1999. Sie handelt in ihrer Geldpolitik weitgehend nach den strengen Stabilitäts-

kriterien, die einst die „Härte“ und europäische Führungsposition der D-Mark ausmachten. Gegenüber dem Federal Reserve System gibt es keine Abhängigkeit der EZB, wohl aber Sichtkontakt. Deutliche Unterschiede bestehen in der Orientierung an der Geldwertstabilität, was sich z.B. im Wechselkursverhältnis Euro : Dollar ausdrückt. Aber die komplexen Zusammenhänge erfordern zwingend ein Eingehen der europäischen Währungspolitik auf die amerikanische, wenn, wie zum Jahreswechsel 2007/08, die von den USA ausgehende Kredit- und Bankenkrise die US-Notenbank zu verstärkter Liquiditätspolitik veranlasst. Im Konflikt zwischen Inflationsbekämpfung durch eine restriktive Leitzinspolitik (in der EU) und der offensiven Zins- und Kreditpolitik der amerikanischen Notenbank nahm die EZB deutlich Rücksicht auf letztere.

Eine ähnliche Entwicklung wie D-Mark und Euro nahm der japanische Yen, der zunächst auch zum Bretton Woods-System gehört hatte und sich anschließend als Weltwährung durchsetzen konnte. Er wird naturgemäß vor allem in Ostasien als Reservewährung gehalten. Das englische Pfund sollte nicht vergessen werden. Zwar gehört Großbritannien zur EU, es weigert sich aber, dem Europäischen Währungssystem beizutreten. Als Währung einer starken Volkswirtschaft spielt das Pfund nach wie vor eine Rolle als Reservewährung, ist aber in seiner aktiv globalen Bedeutung vom Euro gleichsam überholt worden.

## Dollar – Währung der weltstärksten Volkswirtschaft

Ungeachtet der starken währungspolitischen Konkurrenzen, des schwächelnden Dollarkurses und der gegenwärtig unübersehbaren Unterbewertung des Dollar (geschätzt werden 25%), ist der Dollar also nach wie vor so etwas wie eine inoffizielle Welt-Leitwährung geblieben. Dar-

über sollte auch nicht die wachsende Stärke des Euro-Kurses hinwegtäuschen. Nach wie vor werden Währungsreserven von den Notenbanken überwiegend in Dollar gehalten. Der Ölpreis in Dollar ist eines der bekanntesten Daten der Weltwirtschaft. Rohstoffe ebenso wie internationale Finanzinvestitionen werden in Dollar gerechnet. Der Goldpreis bezieht sich auf den Dollar. Daraus ergibt sich die Frage, worin eigentlich die konstitutiven Elemente einer dauerhaften Stärke des Dollar liegen.

Die einfachste Antwort auf diese Frage ist, dass die USA nach wie vor die mit Abstand größte und stärkste Volkswirtschaft der Welt haben. Die inneren Märkte für Kapital, Arbeit, Unternehmen, Dienstleistungen und Steuern, um wichtige zu nennen, sind frei und riesig, und sie sind in einem für Europäer kaum verständlichem Ausmaß flexibel. Dadurch können sich in den USA Hausse und Baisse unglaublich rasch ablösen. Schließlich sind die Vereinigten Staaten eine alte Demokratie mit freier Meinungsäußerung und freier Presse. Sie blieben in ihrer Geschichte immer ein politisch stabiles großes Land. Auch dies spielt eine gewichtige Rolle.

In diesem Land, dieser Volkswirtschaft, lassen sich große Vermögen nicht nur bilden, sondern sie lassen sich auch, aus unsicheren Weltgegenden kommend, gerne nieder (das Kapital eines Diktators ist im wirtschaftlichen Sinne ebenso willkommen wie das eines saudiarabischen Scheichs und das eines deutschen Internetartisten). Die Ausländer beteiligen sich wie Unternehmen und Inländer an der Kapitalbildung und Kapitalvermehrung. Letztere gehörte in der neueren Wirtschaftsgeschichte schon immer zu den einfalls- und ertragreichsten wirtschaftlichen Aktivitäten. Ausländisches Kapital findet die USA also so attraktiv, dass es mit seinem Kapitalimport indirekt auch deren Leistungsbilanz- und Haushaltsdefizite infolge gewaltiger Dollarausgaben für die amerikanische Kriegführung ausgleicht.

Mit dem Dollar als Währung verbinden sich mithin fundamentale Interessen fast aller bedeutenden Wirtschaftsmachte der Erde. Der Dollar ist für die Weltwirtschaft so wichtig, dass verschiedene internationale Interventionen erfolgten, um (1985) durch massive Aufkäufe die Aufwertung des Dollar zu stoppen oder 1987 seine Abwertung abzublocken..

Die Bedeutung des Dollar macht die USA in der globalen Wirtschaft dominant, aber auch jenseits der Kursturbulenzen nicht völlig unabhängig. Das wird zum Beispiel am währungspolitischen Verhältnis zur Volksrepublik China deutlich.

### China: Aufgabe der Dollar-Koppelung aber Festhalten am Dollar

Die aufstrebende Wirtschaftsmacht China war nicht in das Bretton Woods-System eingebunden und hält nach wie vor ein strenges staatlich gesteuertes Wechselkursregime aufrecht. Es gibt keine freie Konvertibilität der chinesischen Währung „Renminbi“ mit dem Yuan als Währungseinheit, obwohl das Land über hohe Devisenreserven verfügt. Im Verhältnis der chinesischen Währungspolitik zum Dollar kommen typische Elemente der vielschichtigen Dollarrolle in den internationalen Wirtschaftsbeziehungen zum Ausdruck. China verfügt heute über gewaltige Währungsreserven (1500 Mrd. Dollar, FAS v.13.1.2008), die es überwiegend in Dollar hält. Seine Währung hatte China Mitte der neunziger Jahre an den Dollar gekoppelt. 2005 hat es die Koppelung aufgegeben und pflegt seitdem eine Währungspolitik der kontrollierten Aufwertung des Yuan gegenüber dem Dollar. Diese Aufwertung ist international gesehen dringend, denn Chinas Währung ist unterbewertet und verschafft dem riesigen Land damit Son-

dervorteile beim Export gegenüber den konkurrierenden Ländern mit frei floatenden Währungen.

Das chinesische „Wechselkursregime“ agiert statt mit freier Kursbildung mit gezielten Devisenmarktinterventionen, um den vorgegebenen Wechselkurs einzuhalten. Das feste Wechselkurssystem dient überdies unter anderem der Kapitalverkehrskontrolle. Das geringe Wechselkursrisiko führt zu beträchtlichen Zuflüssen ausländischen Kapitals.

Die Folgen von Dollarbesitz und Dollarorientierung der chinesischen Währungspolitik für die USA sind ambivalent. Wie wichtig diese Fragen aus Sicht der USA sind, ließ sich zum Beispiel daran ablesen, dass der amerikanische Finanzminister im Dezember 2007 trotz der heimischen Hypothekenkrise nach China reiste, um das Land zu einem flexibleren Wechselkurs oder zumindest zu einer weiteren Aufwertung des Yuan zu drängen. Dahinter steht das innenpolitische Problem der Amerikaner, dass die Unternehmen dort den niedrigen Kurs des Yuan für die Flut an chinesischen Waren auf den amerikanischen Markt verantwortlich machen. China wertete bislang den Yuan seit 2005 schrittweise um 12% auf (FAZ v.12.12.07). Als Gegenleistung orderten die Chinesen nun Aufträge in mehrstelliger Milliardenhöhe aus den USA. Eine Kompensation war dies aber eigentlich nicht. Denn China kann die amerikanischen Produkte und auch längerfristige Investitionen dort allein aus seinen Währungsreserven bezahlen. So würde das Wechselkursverhältnis Dollar : Yuan durch derartige Aufträge zunächst nicht berührt.

Theoretisch könnte sich China (wohl in Form von Staatsfonds) auch massiv in den USA und in Europa einkaufen. Entscheidungen darüber stehen allerdings immer in Relation zur Entwicklung von Wachstum und Inflation im Inland, also in China selbst. Kurz, die Wechselkurspolitik ist ein zentrales Instrument in der Wirtschaftsentwicklung

dieses Landes. Der rasche Aufstieg Chinas wird auch von seiner Währungspolitik getragen. Der Dollar ist als weltweit anerkannte Zahlungs- und Anlagewährung in diesen Aufstieg integriert. Dieses Faktum besteht ungeachtet machtpolitischer Kontroversen der Staaten. Letztere werden aber durchaus auch durch währungspolitische Abhängigkeiten beeinflusst.

China kann aus den geschilderten Gründen – wie andere Länder mit hohen Dollar-Reserven auch – im Prinzip kein Interesse an einem tief greifenden Dollar-Crash haben. Ein solches Interesse ist auch von Russland, dessen Rubel seit Juli 2006 eine frei konvertible Währung ist, nicht anzunehmen.

## **Der Dollar – weiterhin monetäres Vehikel der globalen Weltwirtschaft**

Die fundamentale Bedeutung des Dollar verhindert keine akuten Währungsturbulenzen zwischen anderen Währungen und dem Dollar. Die unübersehbare Stärke des Euro in Relation zum Dollar sollte jedoch nicht zu der Annahme verleiten, das europäische Zahlungsmittel sei dabei, den Dollar als Zahlungs- und Bewertungsmittel sowie als Reservewährung im globalen Maßstab abzulösen. Natürlich könnten sich auch im fundamentalen Bereich die Proportionen eines Tages verschieben. Aber dann gibt es mit einiger Sicherheit neben dem Euro noch andere Währungen mit einem starken wirtschaftlichen Potential. Auf absehbare Zeit wird sich an dem Befund, dass der Dollar das monetäre Vehikel der globalen Weltwirtschaft und Finanzbeziehungen ist, nichts wesentlich ändern. Wohlgermerkt: Der Dollar ist dies nicht mehr als „big stick“ wirtschaftlicher Macht, nicht mehr als Herrschaftssymbol der USA. Er ist nicht einmal mehr eine völkerrechtlich fixierte Leitwährung. Aber er ist ein notwendiges Instrument funktionierender globaler Märkte und Finanzbeziehungen.