

Die Finanzkrise und die Zukunft des Dollar als Weltwährung¹

Jens van Scherpenberg



Jens van
Scherpenberg

Zusammenfassung

Die tiefgreifenden weltwirtschaftlichen Kräfteverschiebungen im Gefolge der Finanzkrise erschüttern auch die bisher fest gefügte Hierarchie der wichtigsten Weltwährungen. Insbesondere die Position des Dollar als globale Leit- und Reservewährung scheint angeschlagen. Aber es ist fraglich, ob der Euro als die zweitwichtigste Reservewährung von der Schwäche des Dollar profitieren kann. Zu einem wichtigen Mitspieler in einem künftig nicht mehr von den USA dominierten, sondern multipolar strukturierten Weltwährungssystem könnte sich der chinesische Renminbi entwickeln – Ausdruck veränderter globaler Machtverhältnisse.

1. Verschiebungen der weltwirtschaftlichen Kräfteverhältnisse

Im nunmehr dritten Jahr der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise, die im Sommer 2007 als „Subprime-Krise“ in den USA ihren Ausgang nahm, nehmen die weitreichenden Veränderungen der weltwirtschaftlichen Kräfteverhältnisse, die die Krise bewirkt, immer deutlichere Konturen an.

Die führenden westlichen Industrieländer, die noch vor wenigen Jahren als G-7² die selbsternannten Ordnungsmächte der Weltwirtschaft waren, werden in 2009 Rückgänge ihrer Wirtschaftsleistung, des Bruttoinlandsprodukts (BIP), von drei bis sechs Prozent verzeichnen – eine Größenordnung, wie es sie seit dem Zweiten Weltkrieg nicht mehr gab. Zugleich wird für China ein Wachstum von über 8% erwartet, für Indien 6% und auch Brasilien dürfte mit einem Wachstum des BIP von knapp über 0% im Jahr 2009 weitaus besser abschneiden als die „alten“ Industrienationen.³ Schon in den letzten Jahren waren diese Länder, allen voran China, für den größten Teil des Wachstums der Weltwirtschaft zuständig. Die Krise hat dieser allmählichen Gewichtsverschiebung unter den großen Weltwirtschaftsmächten allerdings zusätzliche Dynamik verliehen. Denn sie hat genau jenen Schlüsselsektor drastisch beschädigt, dem bislang die Rolle zukam, auch unter sich ändernden Kräfteverhältnissen in Produktion und Handel die globale Vorherrschaft des westlichen Wirtschaftsmodells und seiner Vormacht USA sicherzustellen: den Finanzsektor.

Schlüsselsektor:
Finanzsektor

Washington
Consensus

Die tiefe Erschütterung des amerikanischen und europäischen Bankensystems, der sich die großen Schwellenländer weitgehend entziehen konnten, hat nicht nur das Konzept weltweit liberalisierter Kapitalmärkte diskreditiert, das in den 1990er Jahren als Kernbestandteil des „Washington Consensus“ die Globalisierung prägte. Auch der enorme wirtschaftliche und politische Einfluss, den die USA über ihre weltweit tätigen Investmentbanken ausübten – oft über das Wohl und Wehe von Regierungen und ganzen Staaten entscheidend –, ist entscheidend geschwächt. Und schließlich hat die Krise auch die Dominanz des US-Dollar als Weltwährung stärker in Frage gestellt als irgendeine Wirtschafts- oder Währungskrise seit den 1930er Jahren.

Noch in der letzten großen internationalen Finanzkrise, der „Asienkrise“ von 1997/98, die außer Japan und China fast alle ost- und südostasiatischen Länder sowie Lateinamerika und Russland erfasste, hatte sich der Dollar als sicherer Hafen für das mobile Kapital der Welt bewährt. Und der amerikanische Finanzmarkt entwickelte sich zur attraktivsten Anlagesphäre für das Kapital der Welt. Nun aber scheinen sich auch die monetären Kräfteverhältnisse zwischen den großen Weltwirtschaftsmächten nachhaltig zu verändern. Letztlich ist zu fragen, ob die gegenwärtige Krise den Anfang vom Ende der Stellung des US-Dollar als Leit- und Reservewährung der Weltwirtschaft und damit als das neben der US-Militärmacht wichtigste hegemoniale Instrument einer von den USA geführten Weltordnung bezeichnet.

Ein multipolar
strukturiertes
Weltwährungs-
system?

Wenn sich die ersten Anzeichen für eine solche Entwicklung konkretisieren, könnte dann eine andere Währung an die Stelle des Dollar treten? Und wenn ja, welche? Oder wäre ein eher multipolar strukturiertes Weltwährungssystem mit mehreren annähernd gleich gewichtigen Handels- und Reservewährungen möglich? Schließlich: werden die USA eine solche Entwicklung überhaupt zulassen, bzw. steht es noch in ihrer Macht, sie zu verhindern? Diese Fragen, um die es im folgenden gehen wird, sind ganz offensichtlich nicht nur ökonomischer Natur, sondern hochgradig politische Machtfragen.

2. Weltwährung Dollar und militärische Supermacht USA – gemeinsam stehen, gemeinsam fallen?

Ende des Bretton
Woods Systems

Für die USA war die Stellung des Dollar als der dominanten Weltwährung seit der Errichtung des Währungsregimes von Bretton Woods im Jahr 1944 das wirtschaftliche Kernelement ihrer Hegemonie. Am 15. August 1971 jedoch kündigte die Regierung Nixon angesichts des zunehmenden Drucks ausländischer Dollarforderungen die garantierte Goldparität von 35 Dollar, die Einlösungsgarantie des Dollar gegen Gold, auf. Die Welt-Leitwährung – und mit ihr alle anderen bislang an sie gebundenen Währungen – wurde zu einer „fiat currency“, einer Währung, deren Wert und damit Tauglichkeit als Wertaufbewahrungsmittel allein in der Kreditwürdigkeit des sie emittierenden Staates begründet liegt. Das Bretton Woods System fester Wechselkurse wurde im Februar 1973 durch ein Regime flexibler Wechselkurse abgelöst. Damit allerdings hatte bekanntlich die Rolle des Dollar als dominanter internationaler Leit- und Reservewährung kei-

neswegs ein Ende, im Gegenteil! Es ist einer der faszinierendsten Aspekte der Währungsgeschichte der letzten 50 Jahre, mit welcher Leichtigkeit der US-Dollar seine Dominanz auch über das Ende des Bretton Woods Regimes hinaus fortsetzen, ja von den Beschränkungen dieses Regimes befreit sogar ausbauen konnte.

Sei es durch politische Koinzidenz oder als Ergebnis weitsichtiger politischer Planung: Die Vervierfachung des Ölpreises während der ersten Ölkrise vom Herbst 1973 bewirkte eine enorme Zunahme der internationalen Nachfrage nach Dollar als der Währung, in der Öl gehandelt wurde. Diese Nachfrage wurde vor allem durch die großen US-Banken als Kreditgeber befriedigt, die sich zu den führenden Finanzinstitutionen für das „Petrodollarrecycling“, die Rückführung der drastisch gestiegenen Dollarerlöse der Öl exportierenden Länder in die internationalen Kapitalmärkte, entwickelten.

Petrodollarrecycling

Die zweite Ölkrise von 1979/80 und die von dem 1979 ins Amt berufenen neuen Fed-Chef Paul Volcker⁴ implementierte Hochzinspolitik zur Inflationsbekämpfung gaben der internationalen Nachfrage nach Dollar zusätzlichen Auftrieb. Vor allem der Zufluss an privaten Direkt- und Portfolioinvestitionen in die USA stieg stark an. Die geld- und währungspolitische Koordination im Rahmen der G7, vor allem im Plaza-Abkommen von 1985 zur Absenkung des Dollarkurses und dem Louvre-Abkommen von 1987 zu dessen Stabilisierung, tat ein Übriges, die Kapitalzuflüsse in die USA zu sichern. In diesen beiden Abkommen konnten die USA ein letztes Mal erfolgreich erheblichen Koordinationsdruck auf ihre wichtigsten Alliierten, die europäischen G7-Staaten mit Deutschland an der Spitze und vor allem Japan ausüben.⁵ Der daraus resultierende Überschuss der Kapitalbilanz⁶ erleichterte es der Regierung von Ronald Reagan (1981-1988), gleichzeitig die Steuern drastisch zu senken und die staatlichen Ausgaben vor allem für Verteidigung massiv anzuheben, sodass der Bundeshaushalt tief ins Minus geriet und es erstmals zu der Konstellation des „Twin Deficit“ kam, des Zwillingsdefizits von Budget und Leistungsbilanz, das auch die Regierungszeit von George W. Bush zwanzig Jahre später prägen sollte.

Twin Deficit

In der Tat muss die Phase marktliberaler Reformen, die unter Reagan angestoßen wurde, als Auftakt der weltweiten Liberalisierung der Kapitalmärkte nach dem Ende des Kalten Krieges in den 90er-Jahren unter dem Leitmotiv der „Globalisierung“ gesehen werden.

Die Finanzkrise asiatischer Länder und Russlands 1997/98 festigte zusätzlich die globale Dominanz des US-Dollar und des amerikanischen Finanzmarktes. Nicht nur war er von der Krise weitgehend ungeschoren geblieben⁷ und bestätigte damit den Ruf der USA als des letzten wirklichen „sicheren Hafens“ in stürmischen Zeiten der Weltwirtschaft. Die Reaktion der asiatischen Länder, voran Chinas, auf die Krise – der Aufbau enormer vor allem in Dollar gehaltenen Währungsreserven – erhöhte zunächst zusätzlich die Nachfrage nach rentablen Dollaranlagen. Diese wurde mit den steigenden Ölpreisen ab 2004 weiter verstärkt durch die wachsenden Dollarüberschüsse der arabischen Öl exportierenden Staaten. Aus US-Sicht erschien diese Konstellation als ein Überangebot von in Dollar als der maßgeblichen Reservewährung gehaltenen globalen Ersparnissen – ein „global savings glut“, wie ihn der frühere Ökonomeprofessor der Princeton University und heutige Vorsitzende des Federal Reserve Board,

Finanzkrise
asiatischer Länder
und Russlands
1997/98

global savings glut

Ben Bernanke, noch 2006 in einer Rede als Mitglied des Federal Reserve Board charakterisierte. Dieses ausländische Ersparnis-Überangebot suche zwangsläufig nach rentablen Investments in den USA und finanziere damit zugleich, quasi als Nebeneffekt, das Defizit der Leistungsbilanz. Sollten sich aus einem solchen Zustrom „asset bubbles“, also spekulative Übertreibungen bei bestimmten Vermögenswerten, ergeben, so sei es nicht Aufgabe der Zentralbank, diese Spekulationsblasen durch geldpolitische Maßnahmen zum Platzen zu bringen (Bernanke 2005).

marktliberale
Wirtschaftspolitik
der Regierung Bush

Diese Sichtweise passte nicht nur nahtlos zur marktliberalen Wirtschaftspolitik der Regierung von George W. Bush.⁸ Sie reflektierte auch die Finanzmarktpolitik einer immer stärkeren spekulativen Überhöhung des Angebots neuer derivativer Finanzprodukte, mit dem amerikanische Finanzinstitutionen den globalisierten Kapitalmarkt bis 2007 dominierten – und dem Dollar so seine weltweite Attraktivität als Reservewährung sicherten. Die großen amerikanischen Geschäfts- und Investmentbanken entwickelten angesichts der durch den Kapitalzustrom in die USA niedrigen Zinsen auf Standardanlagen wie US-Treasurys immer neue Finanzprodukte mit höheren Erträgen (und Risiken), die in großem Stil an europäische Banken verkauft und im Folgenden von diesen imitiert wurden. Sie vermittelten zudem den neuen Großakteuren der internationalen Finanzmärkte, den Staatsfonds Asiens und der Golfstaaten, profitable Anlagemöglichkeiten, etwa in den großen Private Equity Funds. Und sie trugen auf diese Weise wesentlich bei zu dem enormen Liquiditätsschub, der Banken und Unternehmen in vielen aufstrebenden Staaten die zinsgünstige Verschuldung auf den internationalen Kapitalmärkten gestattete. In diesem Sinne waren sie die „masters of the universe“, wie sich die Investmentbanker selbst nur halb im Scherz nannten.

Seigniorage-Effekt

Die amerikanische Volkswirtschaft profitierte von der dominanten Stellung des Dollar doppelt: zum einen durch den Seigniorage-Effekt – den Gewinn aus den vom Federal Reserve System in Umlauf gebrachten Dollarbeständen, die einem zinslosen Kredit der Abnehmer an die Fed und – so weit sie im Ausland umlaufen – an die amerikanische Volkswirtschaft entsprechen; zum anderen durch das so genannte „exorbitant privilege“ der USA – ihre Fähigkeit, sich als die „Banker der Welt“ ständig durch Dollaremission kurzfristig zu geringsten Zinskosten im Ausland zu verschulden und zugleich ihrerseits mit ihren Dollar hochprofitable Investments im Ausland zu tätigen.⁹

exorbitant privilege

Dass der positive Saldo der Kapitalimporte, der das amerikanische Leistungsbilanzdefizit finanzierte, im Unterschied zu den 1990er-Jahren immer weniger durch einen Importüberschuss privaten Anlagekapitals, sondern zunehmend, seit 2004 schließlich zu über zwei Dritteln, aus Dollaranlagen ausländischer Zentralbanken stammte,¹⁰ erschütterte diese Sichtweise nicht. Das neue Arrangement gab allerdings Anlass zum Versuch, die darin zum Ausdruck kommende Interdependenz, ja Symbiose auf unmittelbar staatlicher Ebene vor allem zwischen der chinesischen Zentralbank als der größten Käuferin von US-Schatzanleihen und den USA zu analysieren. In einem vielzitierten Beitrag (Dooley et al. 2004) wurde dieses quasi-politische Arrangement, zu dem die einseitige Bindung des chinesischen Renminbi an den US-Dollar gehörte,¹¹ als „Bretton Woods II“-System bezeichnet. Allerdings ist diese Analogie wenig

passend. Denn im Unterschied zu dem Regime von Bretton Woods bezeichnet das als „Bretton Woods II“ charakterisierte System eben nicht eine hegemoniale Ordnung, sondern eine problematische polit-ökonomische gegenseitige Abhängigkeit vor allem zwischen China und den USA, wie sich gerade jetzt in der Krise zeigt.

polit-ökonomische
gegenseitige
Abhängigkeit
zwischen China und
den USA

3. Währungsreserven und Staatsfonds – die neue Machtwährung?

Das Medium, in dem sich das System gegenseitiger Abhängigkeit zwischen dem Schuldner der Welt, den USA, und seinen Gläubigern mit seiner ganzen inneren Widersprüchlichkeit verkörpert, sind zunächst die Währungsreserven. Schaubild 1 zeigt die Entwicklung der Weltwährungsreserven von 1998 bis Ende Juni 2009, die sich in diesem Zeitraum um das Vierfache erhöht, von 1,7 Billionen \$ auf 6,7 Billionen \$.¹² Davon entfallen Mitte 2009 allein 2,27 Billionen \$ allein auf die Reserven Chinas, das 1998 als Reservehalter noch fast keine Rolle spielte. Zudem sind zwei weitere Länder, Russland und Saudi-Arabien (Mitte 2009 jeweils rund 400 Mrd. \$ Währungsreserven), zu China, Japan (1 Billion \$ Reserven) und der Eurozone (600 Mrd. \$ Reserven) in die Gruppe der größten Reserveländer aufgestiegen.

Schaubild 1: Entwicklung der Welt-Währungsreserven 1998-2008

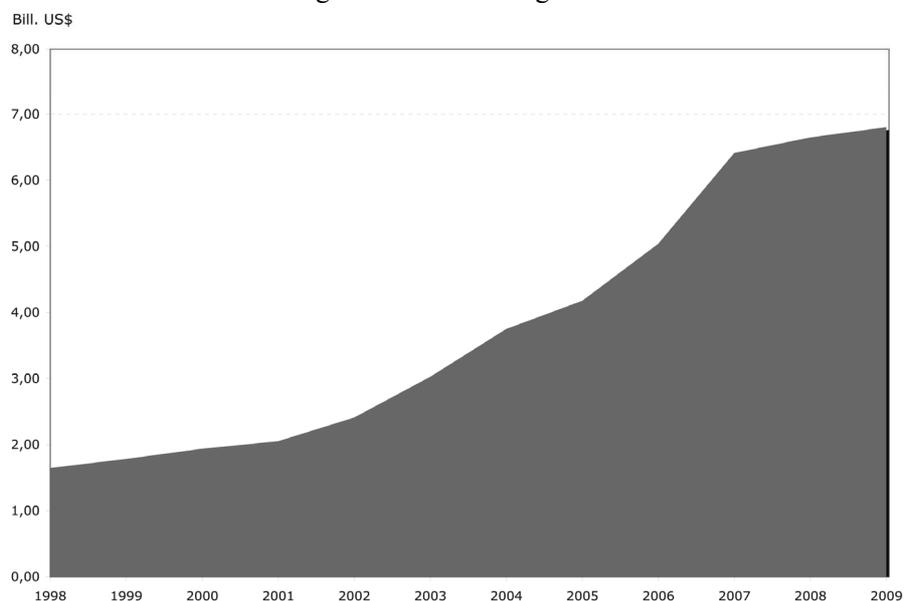
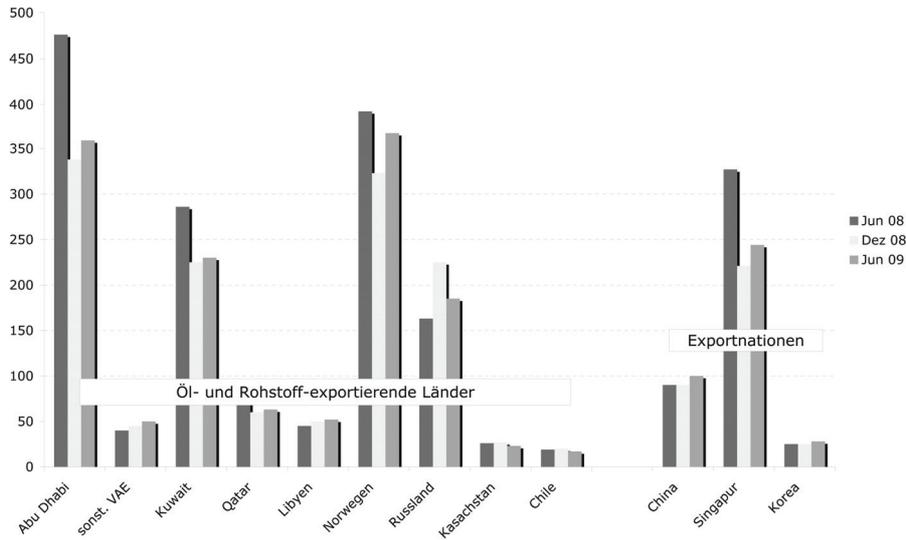


Schaubild 2: Die wichtigsten Länder mit Staatsfonds (Sovereign Wealth Funds – SWF) und die von ihren SWF im Ausland investierten Beträge (In Mrd. \$)



Für die großen Reserveländer stellt sich mit der krisenbedingt enormen Zunahme der amerikanischen Staatsverschuldung mit wachsender Dringlichkeit die Frage, wie sie ihre überwiegend in Dollar angelegten Reserven vor einem drohenden doppelten Wertverlust – durch Wertverfall ihrer Anlagen, wie durch einen Fall des Dollarkurses gegenüber anderen Währungen – schützen können. Sie haben also einerseits ein Interesse daran, dass es zu keinem drastischen Verfall ihrer Anlagen wie auch des Dollar selbst kommt. Andererseits bemühen sich zahlreiche Länder mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen seit langem, die Anlage ihrer Reservemittel zu diversifizieren. Dabei haben neben von der Zentralbank gehaltenen, meist sehr liquide angelegten Währungsreserven zunehmend staatliche Anlagensfonds, „Sovereign Wealth Funds“ (SWF) an Bedeutung gewonnen. Brad Setser vom amerikanischen Council of Foreign Relations (Setser/Ziemba 2009) schätzt die Höhe der von SWF und Reservefonds verwalteten Auslandsanlagen per 30.6.2009 auf 1,7 Billionen US\$, plus 400 Mrd. \$ von der saudischen Währungsbehörde verwaltete Reservefonds, die in den in Schaubild 1 dargestellten Währungsreserven enthalten sind (s. Schaubild 2).

Damit wäre, lässt man die 370 Mrd. \$ Norwegens außer Betracht, ein Betrag von etwa 8,1 Billionen \$ in der Verfügung von Staaten, die nicht unbedingt zur westlichen Welt und „Wertegemeinschaft“ zählen.

strategische Investments

Und es gibt Anzeichen dafür, dass die betreffenden Staaten diese Mittel nicht nur nach rein marktwirtschaftlichen Rentabilitätskriterien, sondern strategisch investieren. Dabei sollte man zwischen Investments, die auf einen langfristigen wirtschaftlichen Ertrag berechnet sind, und „politischen“ Investments unterscheiden – auch wenn die Abgrenzung oft nicht leicht ist: Manches Investment etwa chinesischer Staatsfonds in afrikanische Rohstoffquellen mag aus

westlicher Perspektive als „politisch“ gesehen werden, da es Rohstoffvorkommen „unserem“, dem westlichen Zugriff entzieht. Andererseits gilt ein größeres Investment des Staatsfonds von Qatar bei Porsche/VW als erwünscht. Aus Sicht der Investoren aber handelt es sich in beiden Fällen um Anlagen in für sie strategisch wichtige Industrien.

Großzügige Kredite vor allem Russlands und Chinas an andere Staaten – in Osteuropa, im zentralasiatischen Raum, in Südostasien oder in Afrika – zielen aber sicherlich darauf ab, den eigenen außenpolitischen Einfluss auf die betreffenden Staaten zu stärken.

Schließlich hat die essentielle Bedeutung der chinesischen Zentralbank als größte Käuferin amerikanischer Staatsschuldbriefe (Treasuries) selbst in den USA bezüglich des amerikanisch-chinesischen Verhältnisses das Bewusstsein der gegenseitigen Interdependenz und des Nutzens von Kooperation statt Konfrontation weiter wachsen lassen.

Vor allem aber zeigt sich der neue Durchsetzungswille der großen Reserveländer, mit China an der Spitze, in der Gipfeldiplomatie der großen Wirtschaftsmächte (vgl. hierzu van Scherpenberg 2009b). Während die Gipfel der G7/G8-Staaten stark an Bedeutung verloren haben, ist die Gruppe der 20 (G-20) das maßgebliche internationale Gremium geworden, das sich seit Herbst 2008 ebenfalls auf der Ebene der Staats- und Regierungschefs trifft, 2009 sogar zweimal. Und in dieser Runde sind die meisten der großen Reserve- und Schwellenländer vertreten.¹³

G-20 das
maßgebliche
internationale
Gremium

4. Perspektiven der internationalen Währungskooperation

Zwar wird von vielen Politikern eine verstärkte internationale Kooperation nicht nur bei der (Re-)Regulierung der Finanzmärkte, sondern auch in der Währungspolitik gefordert. Doch muss angesichts des in der Krise manifest werdenden Endes der bisherigen hegemonialen Ordnung erst eine neue Basis für internationale Kooperation gefunden werden. Die Aussichten für eine wirtschafts- und währungspolitische Kooperation bei der Überwindung der Krise sind bislang jedenfalls nicht allzu gut – auch wenn die Communiqués der internationalen Krisenkonferenzen des Jahres 2009 ein möglichst positives Bild zu malen versuchen. Zu weit auseinander liegen die Interessen der Beteiligten.¹⁴ Dabei geht es vor allem um die Kräfteverhältnisse in der wichtigsten internationalen Finanzinstitution, dem Internationalen Währungsfonds (IWF).

Der IWF schien noch Mitte 2008 als nicht zum Mitwirken eingeladenen Akteur unfreiwillig unbeteiligt am Rand der Krise zu stehen, die zu dem Zeitpunkt noch auf den privaten Bankensektor der westlichen Industriestaaten beschränkt war. Die Nachfrage nach Stützungskrediten war minimal, die eingeräumten Kredite beliefen sich Ende August 2008 gerade einmal auf 1,2 Mrd \$. Seitdem jedoch ist der IWF in seiner Rolle als „lender of last resort“ ins Zentrum des Geschehens gerückt, da die Krise nach dem Zusammenbruch der Lehmann-Bank am 15. September 2008 immer mehr Staaten angesichts der riesigen Stützungskosten für ihren Finanzsektor und ihrer wachsenden Probleme, sich

IWF lender of last
resort

selbst auf dem internationalen Kapitalmarkt weiter zu verschulden, in akute Zahlungsnöte bringt. Um den Staatsbankrott abzuwenden, muss der IWF ihnen mit großen Stützungskrediten beispringen, die zudem anders als sonstige kurzfristige Zahlungsbilanzstützungsmaßnahmen längerfristig vergeben werden müssen. Allein von September 2008 bis März 2009 wurden elf Ländern Stützungskredite in Höhe von fast 67 Mrd. Dollar (44 Mrd. SZR) eingeräumt.¹⁵ Damit drohte die Ausleihfähigkeit des IWF selbst auf dem Spiel zu stehen. Seine disponiblen Mittel betragen per Ende Februar 2009 noch 150 Mrd. \$.

SZR als neue internationale Leitwährung

Umso dringender forderte der IWF eine Aufstockung seiner Mittel, und diese wurden ihm von der G20-Gipfelkonferenz von London am 2. April 2009 auch in Höhe von 500 Mrd. \$ (auf nunmehr 750 Mrd. \$) zugesagt. Davon bringen je 100 Mrd. \$ Japan und die USA auf, 178 Mrd. \$ die EU, je 10 Mrd. \$ Kanada, die Schweiz, Südkorea, Russland, Brasilien, Indien und 50 Mrd. \$ China.¹⁶ Zudem wurde die Emission von 182,7 Mrd. (291 Mrd. \$) zusätzlicher Sonderziehungsrechten (SZR) beschlossen, deren Betrag sich damit verzehnfacht – eine erste Konzession an China, das vor der G20-Konferenz vorgeschlagen hatte, die künstliche Korbwährung SZR als neue internationale Leitwährung anstatt des Dollar zu etablieren. Außerdem wurde der IWF erstmals ermächtigt, eine eigene auf SZR lautende Anleihe im Gegenwert von 150 Mrd. \$ aufzulegen, von der China fast die Hälfte zeichnen will. China versucht zudem, wie auch Saudi-Arabien, sein Stimmengewicht im IWF deutlich zu erhöhen. Der ursprünglich für 2013 geplante Termin zur Neufestsetzung der Quoten wurde auf Januar 2011 vorgezogen. Letztlich dürfte China daran interessiert sein, dass die Quote der USA bei einer Quotenneuverteilung unter die Sperrminorität von 15% (zurzeit halten sie 17% im IWF) absinkt und so der IWF aufhört, ein Instrument der amerikanischen hegemonialen Ordnung zu sein. Insbesondere wird in China übel genommen, dass die USA den IWF gegen die Wechselkurspolitik des Landes und dessen vorgebliches Währungs-Dumping in Stellung brachten und damit explizit für ihre eigenen politischen Zwecke instrumentalisierten.¹⁷

amerikanische Währungs-Hegemonie vor ihrem Ende?

Steht also die amerikanische Währungs-Hegemonie vor ihrem Ende? Für eine solche Annahme ist es sicher noch zu früh. Die USA zeigen unter Barack Obama große Entschlossenheit, ihre Wirtschaft schnellstmöglich – durch massive Staatsschuldenaufnahme – aus dem Krisensumpf zu befreien. Auch ist ihr weltwirtschaftliches Gewicht noch immer überragend. China wird noch geraume Zeit nicht in die Nähe der Wirtschaftsleistung der USA kommen. Die einzige Macht, die nach BIP, Anteil am Welthandel und internationaler Stellung ihrer Währung das Potential hätte, mit den USA gleichzuziehen, ist die EU bzw. die Eurozone.

5. Der Euro – potentieller Krisengewinner?

Noch 2007 schien es kaum vorstellbar, dass der Euro – trotz seiner Wechselkursstärke gegenüber dem Dollar – dessen Stellung als Weltreservewährung ernsthaft in Frage stellen könnte. Auch 2009 scheint noch wenig für einen solchen Rollenwechsel zu sprechen. Und das liegt weniger an der Unerschütter-

lichkeit des Vertrauens in den US-Dollar als an der Universalität und Dynamik der Krise, die es bislang noch nicht erlauben, klare währungspolitische Gewinner und Verlierer unter den großen Wirtschafts- und Währungsmächten auszumachen. Vor allem aber liegt es auch an strukturellen Schwächen des Euro, hinter dem eben keine überlegene militärische Hegemonialmacht steht.

In seiner Stellung als maßgebliche Reservewährung der Welt hat der US-Dollar bislang erst geringe Einbußen hinnehmen müssen. Sein Anteil an den Weltwährungsreserven fiel von 1999, dem Jahr der Einführung des Euro, bis Mitte 2008 von 71% auf 63%, der Anteil des Euro stieg im selben Zeitraum von 18% auf 27%.¹⁸ Zudem ist der Euro auf dem internationalen Markt für längerfristige Anleihen (Bonds) privater und öffentlicher Schuldner inzwischen zu einer bedeutenden Alternative zum Dollar geworden. Fast 50% aller international aufgelegten Anleihen lauteten im Jahr 2007 auf Euro (ECB 2008). Dieser allmähliche Bedeutungsgewinn des Euro als internationale Kredit- und Reservewährung, der etwa im Jahr 2002 einsetzte, hat immerhin der wissenschaftlichen und politischen Debatte neuen Auftrieb gegeben, ob der Euro mit dem Dollar als Welt-Reservewährung gleichziehen oder ihn gar in dieser Rolle ablösen könne (so wie der Dollar in den 1930er-Jahren das britische Pfund abgelöst hatte) und wenn ja, woran sich eine solche Entwicklung erkennen ließe.

Als wichtigste Kriterien für die Stellung einer nationalen Währung als globaler Reservewährung gelten (vgl. Chinn/Frankel 2008, 56ff.):

1. Die Größe der betreffenden Volkswirtschaft, ihr BIP und ihr Anteil am Welthandel: Was das BIP und die Anteile am Welthandel angeht, herrscht in etwa Parität zwischen den USA und der Eurozone. Wichtiger aber dürfte sein, in welcher Währung der Welthandel abgewickelt wird, und in dieser Hinsicht hat der Dollar einen deutlichen Vorsprung (Kamps 2006).
2. Die Größe und Tiefe des Finanzmarkts: Angesichts der führenden Stellung des New Yorker Finanzmarktes und der großen Rolle des Londoner Finanzmarktes bei Dollar-basierten Finanztransaktionen besteht hier ein klarer Vorsprung für die USA, zumindest so lange Großbritannien nicht der Eurozone beitrifft.
3. Das Vertrauen in die Stabilität der Währung als Wertaufbewahrungsmittel: Hier profitierte der Dollar lange Zeit von seiner „safe haven“-Eigenschaft als Fluchtwährung, die seinen Kurs auch dann noch stabil hielt, als die binnenwirtschaftlichen Fragezeichen hinter seiner Wertbeständigkeit längst wuchsen.
4. Netzwerkeffekte, also der Vorteil für den einzelnen Nutzer einer Ware, der daraus entsteht, dass viele andere diese ebenfalls nutzen, er sich also ihres dauerhaften Nutzens relativ sicher sein kann: Dieser Netzwerkeffekt gilt auch für Staaten als Halter von Währungsreserven. Damit diese ihren Zweck als – liquide – Reserve erfüllen, sollten sie auch von möglichst vielen anderen Staaten in nennenswertem Umfang als Reserve gehalten und damit nachgefragt werden. Dieser Effekt begünstigt derzeit noch eindeutig den Dollar.

Von diesen Kriterien stellt vor allem der letztgenannte Netzwerkeffekt ein weiterhin zugunsten des Dollar wirkendes retardierendes Element für einen mögli-

chen strukturellen Umbruch im internationalen Währungssystem dar. Hinsichtlich der drei erstgenannten Kriterien hingegen sind bereits jetzt Entwicklungen zu Lasten der Dollardominanz erkennbar:

Zu 1. Die Rolle einer globalen Wachstumslokomotive werden die USA voraussichtlich für die kommenden Jahre verlieren, auch wenn es noch offen ist, ob der Rückgang der Wirtschaftsleistung dort stärker ausfällt als in der Eurozone. Auch im Handel könnte die Rolle des Dollar in dem Maße abnehmen, wie die amerikanischen Importe einbrechen, die USA also ihre Rolle als „consumer of last resort“ verlieren und China als bedeutende Handelsmacht in wachsendem Maße seinen Außenhandel mithilfe von bilateralen Swap-Abkommen (auf Renminbi lautende Kreditvereinbarungen mit anderen Zentralbanken) in seiner eigenen Währung abwickelt.

Scheinbar unerschütterlich ist noch die Rolle des Dollar als Handelswährung im internationalen Ölhandel. Das liegt zum einen an der dominierenden Rolle der beiden großen Ölbörsen, der New York Mercantile Exchange (NYMEX) und der Londoner International Petroleum Exchange (IPE), beide von amerikanischen Banken und großen Ölfirmen kontrolliert. Über sie wird vor allem der umfangreiche, auf Rohöl und Mineralölprodukten basierende Termin- und Derivatehandel abgewickelt, selbstverständlich in Dollar. Dabei kommt ihnen der Netzwerkeffekt zugute, der es sehr schwierig macht, alternative, nicht dollarbasierte Handelsplätze für Rohöl zu etablieren. Ein iranischer Versuch einer eigenen Ölborse, die nach langer Verzögerung im Frühjahr 2008 endlich ihre Geschäfte aufnahm, beschränkt sich bislang auf den lokalen Produktenhandel und wickelt noch nicht einmal den iranischen Rohölexport ab.

Zu 2. Größe und Tiefe des US-Finanzmarkts: Dies war noch das ganze Jahr 2006 hindurch gegenüber den bereits erkennbaren Anzeichen der heranziehenden Immobilienkrise in den USA das entscheidende Argument auch unabhängiger Finanzexperten für die Krisenresistenz des amerikanischen Finanzsektors.¹⁹ Es ist unter den genannten vier Kriterien sicher dasjenige, das durch die Finanzkrise am stärksten Schaden genommen hat.

Auch eine Erweiterung der Eurozone um Dänemark und Schweden, selbst ein Beitritt Großbritanniens ist im Jahr 2009 deutlich wahrscheinlicher geworden als noch 2007.

Zu 3. Vertrauen in die Stabilität der Währung als Wertaufbewahrungsmittel: Dies gilt trotz der guten Inflationsdaten der USA in den letzten Jahren als ein Faktor, der gegen den Dollar spricht: „Even if the Federal Reserve never succumbs to the temptations or pressures to inflate away the US debt, the continuing US current account deficit is always a likely source of downward pressure on the dollar“²⁰ – eine Aussage aus dem Jahr 2007, die bereits heute, in 2009, als fast zu optimistisch klingt, da die Fed bereits der Versuchung anheim gefallen zu sein scheint, die explodierenden US-Staatsschulden hinweg zu inflationieren. Dem steht allerdings weiterhin die „safe haven“-Qualität des Dollar entgegen, die ja mindestens so sehr politische wie ökonomische Gründe hat. Schließlich sind die USA nicht nur die größte Wirtschafts-, sondern vor allem auch die größte Militärmacht. Ihrer Fähigkeit, Sicherheit in anderen Regionen

zu garantieren und aktive Gegner der von der USA garantierten regionalen Sicherheitsordnungen durch den Einsatz militärischer Gewalt in die Schranken zu weisen oder auszuschalten, kommt kein anderes Land gleich. Dies spielt vor allem im Nahen Osten eine entscheidende Rolle. Als Garantiemacht der innen- und außenpolitischen Stabilität und Sicherheit der maßgeblichen Staaten des Nahen Ostens – Saudi-Arabien, die kleineren Golfstaaten, Ägypten und natürlich allen voran Israel – sind die USA in der Lage, von diesen Staaten einen politischen und wirtschaftlichen Preis für diese Leistung einzufordern. Ähnliches gilt in Ostasien für Japan und Südkorea. Auch hier kann von einem klaren hegemonialen Quid-pro-Quo von militärischer Sicherheitsgarantie und Stützung des Dollar gesprochen werden.

Demgegenüber steht hinter dem Euro keine eigene politische Macht, da diese weiterhin bei den Mitgliedstaaten liegt. Als „Währung ohne Regierung“, aber mit einer sehr unabhängigen, ja in den Augen vieler Kritiker unzureichend politisch verantwortlichen Zentralbank repräsentiert der Euro ein neues Modell, dem andere Staaten trotz seiner Stabilität bei ihrer Reservenallokation zunächst nicht das gleiche Vertrauen entgegenbringen wie der Währung der Weltmacht Nr. 1.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Attraktivität des Euro als Handels- und Reservewährung vor dem vollen Ausbruch der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise im September 2008 zwar gestiegen, die Dominanz des US-Dollar in dieser Rolle jedoch noch keineswegs gebrochen war. Ob dies so bleibt, wird der weitere Verlauf der Krise zeigen.

6. China als dritter Weltwährungs-Pol?

Die gegenwärtige globale Finanz- und Wirtschaftskrise stellt die genannten Kriterien des bisherigen Kräfteverhältnisses der Währungen und die bisherigen Abwägungen zwischen Dollar und Euro auf fundamentale Weise in Frage, ohne dass bereits klare Kriterien für ihr künftiges Verhältnis zueinander erkennbar sind.

Vor allem stellen die unterschiedlichen Krisenbewältigungsstrategien selbst erhebliche Unsicherheitsfaktoren für die weitere Entwicklung dar. Insbesondere die USA haben seit Amtsantritt der Regierung Obama mit außerordentlicher Entschlossenheit und hoher Risikobereitschaft den Weg einer konsequenten schuldenfinanzierten Nachfragebelebung eingeschlagen. Steuerausfälle und verabschiedete Konjunkturprogramme haben bereits im Haushaltsjahr 2008/9 das Defizit auf fast 1,5 Bill. \$ anschwellen lassen. Das ist das mehr als das Dreifache des Defizits von 459 Mrd. \$ in 2007/8 und entspricht einem Anteil von fast 11% des BIP – ein Wert, der zuletzt im letzten Jahr des Zweiten Weltkriegs kurzzeitig erreicht wurde. Auch der Budgetentwurf für das Haushaltsjahr 2010, den die Regierung Obama Ende Februar 2009 vorlegte, geht von einem Defizit von fast 1.200 Mrd. \$ aus – bei höchst optimistischen Wachstumsannahmen.

Diese Zahlen übersetzen sich in eine gewaltige Inanspruchnahme des internationalen Kapitalmarktes durch amerikanische Staatsschuld-papiere in Höhe von netto fast 3 Billionen Dollar in den nächsten beiden Jahren. Von den Staats-

unterschiedliche
Krisenbewältigungs-
strategien

Staatsanleihen anleihen (Treasurys) zur Finanzierung der Defizite der letzten Jahre wurden nur etwa die Hälfte auf dem Kapitalmarkt an private in- und ausländische Investoren abgesetzt, die andere Hälfte übernahmen ausländische – vor allem asiatische – Zentralbanken. Bei einem verdreifachten Defizit müssten diese, selbst wenn man eine Verdoppelung des Absatzes an private Investoren annimmt, ihre Treasurys-Käufe um das Fünffache steigern – eine angesichts schrumpfender Handelsüberschüsse offensichtlich absurde Perspektive, zumal gerade auf chinesischer Seite die Sorge vor einem drastischen Wertverlust der eigenen Dollaranlagen steigt.²¹

Aber nicht nur die Stellung des US-Dollar als Weltwährung steht in Frage. Auch der Euro steckt in der ernstesten Bewährungsprobe seiner jungen Geschichte.

Derzeit ist nicht zu erkennen, dass die Staaten der Eurozone oder die EU-Staaten generell und mit ihnen der Euro stärker aus der Krise hervorgehen als die USA und der Dollar. Zu tief waren ihre Finanzinstitutionen in den von den US-Finanzinvestmentbanken kreierte Derivatemarkt integriert und zu schwer sind sie daher durch die Krise in Mitleidenschaft gezogen worden. Das gilt vor allem für jene kleineren europäischen Staaten, deren Wirtschaft in hohem Maße im Ausland verschuldet war und nun fällige Kredite nicht mehr bedienen, geschweige denn refinanzieren kann. Neben Island sind dies bislang die EU-Mitglieder Ungarn, Lettland und Litauen. Hier musste sich der Staat für die Vermeidung eines völligen Zusammenbruchs seines Finanzsektors so stark verschulden, dass er selbst vor der eigenen Zahlungsunfähigkeit stand, die nur durch konzertierte Rettungsaktionen des IWF und der EU, verbunden mit einschneidenden Auflagen, abgewendet werden konnte.

Auch Staaten der Eurozone wie Griechenland und Portugal und das bisherige Wirtschaftswunderland Irland sind unter Druck geraten. Sind deshalb Zweifel am Euro und am Zusammenhalt der Eurozone, ja der EU, berechtigt?²² Nachdem die EU-Staats- und Regierungschefs auf ihrem Sondergipfel am 1. März 2009 erkennen ließen, dass die EU im Einzelfall und unter Auflagen von der Zahlungsunfähigkeit bedrohten Mitgliedstaaten helfen werde, hat diese Sorge abgenommen. Wahrscheinlicher dürfte es sein – und das wäre die gute Nachricht in der Krise –, dass die EU bzw. die Staaten der Eurozone über der Notwendigkeit zu solidarischem Handeln in der Krise zumindest beginnen, den Geburtsfehler des Euro, die völlig unzureichende fiskalpolitische Flankierung der Währungsunion, zu beheben, nicht zuletzt, weil der EU die Gefahr und die Kosten eines Rückschlags bei der währungspolitischen Integration so deutlich wie nie vor Augen geführt wurden.

Es wäre allerdings ein Fehler, die internationalen Währungsentwicklungen im Zuge der Wirtschafts- und Finanzkrise mit einem allzu atlantikzentrierten Blick zu betrachten. Auch in Asien gibt es bedeutende Fortschritte in der währungspolitischen Integration. Unter dem traumatisch nachwirkenden Eindruck der asiatischen Finanzkrise von 1997/98 hatte sich in Ostasien bereits im Jahr 2000 die nach ihrem Gründungsort benannte Chiang Mai Initiative der „ASEAN plus 3“-Staaten (die zehn ASEAN-Staaten plus China, Japan und Südkorea) konstituiert als eine Vereinbarung zur währungs- und finanzpolitischen Kooperation und zur gegenseitigen Liquiditätsunterstützung der Zentralbanken im Kri-

EU: unzureichende
fiskalpolitische
Flankierung der
Währungsunion

ASEAN plus 3

senfall durch bilaterale Swap-Vereinbarungen. Diese Initiative ist inzwischen de facto zu einem gemeinsamen asiatischen Währungsfonds „multilateralisiert“ worden, auch wenn noch eine Reihe von Einzelheiten zu vereinbaren ist (Henning 2009).

Bemerkenswert am hier erreichten Fortschritt ist, dass nunmehr neben Japan auch China die ökonomische Führungsrolle beansprucht. Grundlage hierfür ist nicht nur das seit der Asienkrise enorm gewachsene Gewicht Chinas als Wirtschafts- und Handelsmacht (s. Shambaugh 2004), sondern auch die zunehmende Bedeutung des chinesischen Renminbi als Handelswährung in der Region und darüber hinaus. China hat seit Dezember 2008 Swap-Abkommen mit den Zentralbanken von Malaysia, Süd Korea, Hong Kong, Belarus, Indonesien und Argentinien über die Einräumung von Renminbi-Kreditlinien zur Verwendung des Renminbi im bilateralen Handel abgeschlossen. Weitere Abkommen, u.a. mit Russland und Thailand, sind geplant. Die Rivalität zwischen Japan und China wird zwar weitere substanzielle Fortschritte in der währungspolitischen Integration in Ostasien noch längere Zeit behindern – auch wenn die Chiang-Mai-Staaten eine Währungsunion analog derjenigen der EU als anzustrebendes Fernziel bezeichnen. Allerdings schwächt die Finanzkrise Japan stärker als China und verschiebt damit das Kräfteverhältnis beider weiter zuungunsten Japans. Und vor allem: Die USA und der Dollar können von der chinesisch-japanischen Rivalität nicht mehr wie noch während der Asienkrise profitieren.²³

Es ist sicher noch zu früh für die Prognose eines entstehenden währungspolitischen Multipolarismus ohne Hegemonialmacht (vgl. Cohen 2009), zumal es für die längerfristige Stabilität eines solchen multipolaren Modells auf der Grundlage von Fiat-Währungen, also ohne Goldfundierung, kein historisches Vorbild gibt. Orientierung für die künftigen Verschiebungen im Kräfteverhältnis der Weltwährungen könnten aber die anstehenden Bestrebungen zur Neuordnung der institutionalisierten Beziehungen unter den führenden Wirtschaftsmächten sowie in den internationalen Finanzinstitutionen, namentlich dem IWF, bieten.

Anmerkungen

- 1 Der Artikel ist eine überarbeitete und aktualisierte Fassung eines Buch-Beitrages des Autors für die Hanns-Seidel-Stiftung, s. van Scherpenberg (2009a).
- 2 Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Japan, Kanada, USA.
- 3 Schätzungen: *The Economist*, 1.8.2009, S. 77.
- 4 Der mittlerweile über 80-jährige Paul Volcker ist derzeit wieder einer der wichtigsten Wirtschaftsberater von Barack Obama.
- 5 Die in diesem Zusammenhang vor allem von Japan auf Verlangen der USA betriebene Niedrigzinspolitik trug wesentlich zur Aufblähung und zum anschließenden Platzen der japanischen „Bubble“ Anfang der 90er-Jahre bei.
- 6 Dazu trugen auch die enormen offiziellen Kapitalexporte aus lateinamerikanischen Ländern infolge der ihnen auferlegten Sanierungsprogramme nach der Schuldenkrise von 1982 ebenso wie die Kapitalflucht aus diesen Ländern bei.
- 7 Die Rettung des wegen Fehlspekulationen bei Zinsderivaten vom Zusammenbruch bedrohten amerikanischen Hedge Funds LTCM durch eine von der Fed kurzfristig am 23.9.1998 zusammengetrommelte Rettungsaktion von neun amerikanischen und fünf eu-

ropäischen privaten Großbanken der westlichen Industrieländer, die 3,75 Mrd. \$ als Eigenkapitalverstärkung bereitstellten, blieb hinsichtlich des US-Finanzmarktes bis zur Finanzkrise von 2007 die Ausnahme – und der Betrag des Stützungskredits mutet aus heutiger Sicht fast als „peanuts“ an.

- 8 George W. Bush hat sich, was die Wirtschafts- und Finanzpolitik seiner Regierung anbetraf, explizit als Vollstrecker des Erbes von Reagan gesehen, ermächtigt durch die republikanische Mehrheit im Kongress, die Reagan versagt geblieben war. Vgl. dazu van Scherpenberg (2004).
- 9 Das zeigt sich unter anderem daran, dass der Saldo der Bilanz der Kapitaleinkommen bis 2007 noch immer knapp positiv war, obwohl die USA längst zum größten Schuldner der Welt geworden waren, mit einer Nettoverschuldung gegenüber dem Ausland von 2,5 Billionen Dollar. Siehe Bureau of Economic Analysis, International Investment Position at Yearend 2007, www.bea.gov.
- 10 In 2008 entfielen schließlich 91% des Kapitalbilanzüberschusses der USA auf Dollaranlagen ausländischer Zentralbanken; siehe Bureau of Economic Analysis, International Economic Accounts; www.bea.gov/international/index.htm#bop
- 11 China gab die Dollarbindung des Renminbi allerdings zum 1.7.2005 zugunsten der Bindung an einen Währungskorb auf, dessen Zusammensetzung jedoch – wie in den meisten anderen Staaten mit Währungskorb-Bindungen (pegs) – nicht veröffentlicht wurde. Seit Chinas Übergang zu einer Korbbindung hat der Renminbi gegenüber dem Dollar um etwa 25% ausgewertet.
- 12 Internationaler Währungsfonds (IWF), COFER Database.
- 13 Mitglieder der G-20 sind Argentinien, Australien, Brasilien, China, Deutschland, Frankreich, Kanada, Mexiko, Indien, Indonesien, Italien, Japan, Russland, Saudi-Arabien, Südafrika, Südkorea, Türkei, Vereinigtes Königreich, Vereinigte Staaten, Europäische Union.
- 14 Vgl. Beattie, Alan: The gap of twenty, in: Financial Times, 13.3.2009, www.ft.com, Stand: 17.3.2009.
- 15 Es handelt sich um Belarus, El Salvador, Georgien, Ungarn, Island, Lettland, Pakistan, Rumänien, Serbien, Seychellen, Ukraine. Vom Gesamtbetrag von 67 Mrd. \$ entfallen allein 57 Mrd. \$ auf Pakistan, Rumänien, Ungarn und Ukraine, weitere 5,4 Mrd. \$ auf Belarus, Island und Lettland.
- 16 International Monetary Fund, Bolstering the IMF's Lending Capacity, 5.10.2009; www.imf.org/external/np/exr/faq/contribution.htm
- 17 Vgl. Beattie, Alan: Geithner looks for a trade-off over IMF, Financial Times FT.com, 12.3.2009.
- 18 Daten errechnet aus: International Monetary Funds, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) Database, Stand 31.12.2008. Die Daten für 2008 beziehen sich auf den Stand zum 30.9.2008. In der COFER Database sind jedoch die Reserven Chinas und einiger anderer asiatischer Länder nicht nach einzelnen Währungen aufgeschlüsselt. Die Aufteilung der Währungsreserven auf die einzelnen Länder kann also nur aus den zuletzt 63% der Reserven errechnet werden, für die aufgeschlüsselte Angaben vorliegen. Als Schätzwert wird davon ausgegangen, dass auch die Währungsreserven Chinas und der anderen Länder, die keine Angaben zur Zusammensetzung ihrer Reserven machen, sich in etwa an dem Aufteilungsschlüssel für den Rest der Welt orientieren.
- 19 Vgl. Mühleisen (2006). Martin Mühleisen, Internationaler Währungsfonds, war 2006 stellvertretender Leiter der North America Division des IWF.
- 20 Chinn/Frankel (2008), S.58.
- 21 Vgl. „Wen Voices Concern Over China's U.S. Treasurys“, Wall Street Journal Online, 13.3.2009, <http://online.wsj.com/article/SB123692233477317069.html>, Stand: 24.10.2009.
- 22 So rechnet einer der führenden amerikanischen Euro-Skeptiker, Martin Feldstein (2009), mit einem Auseinanderfallen der Eurozone.
- 23 Vgl. hierzu ausführlich Heribert Dieter (2008).

Literatur

- Bernanke, Ben (2005): The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit, Rede gehalten vor der Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, am 10.3.2005, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102>; 24.10.2009.
- Chinn, Menzie/Frankel, Jeffrey (2008): Why the Euro Will Rival the Dollar, in: *International Finance* 1, S.49-73
- Cohen, Benjamin J. (2009): Towards a Leaderless Currency System, in: Helleiner, Eric/Kirshner, Jonathan (Hrsg.), *The Future of the Dollar*, Ithaca, NY, 142-163.
- Dieter, Heribert (2008): Lehren aus der Asienkrise. Neue Formen der finanzpolitischen Kooperation in Südost- und Ostasien, SWP-Studie S 33, Berlin.
- Dooley, Michael P./Folkerts-Landau, David/Garber, Peter (2004): An Essay on the Revived Bretton Woods System, NBER Working Paper 10332, <http://www.nber.org/papers/w9971> und <http://www.frbsf.org/economics/conferences/0502/w9971.pdf>; 24.10.2009.
- European Central Bank (ECB) (2008): The International Role of the Euro, Frankfurt/M., <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role200807en.pdf>; 24.10.2009.
- Feldstein, Martin S. (2009): Reflections on Americans' Views of the Euro Ex Ante, NBER Working Paper 14696/2009, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/2867>; 24.10.2009.
- Henning, C. Randall (2009): The Future of the Chiang Mai Initiative: An Asian Monetary Fund?, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief PB 09-5, February 2009, www.iie.com/publications/pb/ph09-5.pdf, Stand: 16.3.2009.
- Kamps, Annette (2006): The Euro as invoicing currency in international trade, in: *European Central Bank Working Paper* 665.
- Mühleisen, Martin (2006): Home Mortgages and the Attractiveness of U.S. Financial Markets, in: Jens van Scherpenberg/Katharina Plück (Hrsg.), *Sharing the Growing Economic Burden of World Order*, Stiftung Wissenschaft und Politik, Berlin, www.swp-berlin.org/common/get_document.php?asset_id=3355, S.48-56; 24.10.2009
- van Scherpenberg, Jens (2009a): „Dollar und Euro im Umbruch des Weltwährungssystems“, in: Reinhard C. Meier-Walser (Hrsg.), *Die Außenpolitik der USA. Präsident Obamas neuer Kurs und die Zukunft der transatlantischen Beziehungen*, München (Hanns-Seidel-Stiftung, S. 262-281.
- van Scherpenberg, Jens (2009b): Finanzkapital, Finanzkrise und internationale Staatenkonkurrenz, in: *Zeitschrift für Internationale Beziehungen* 16:2, S. 321-333.
- van Scherpenberg, Jens (2004): Der geborgte Aufschwung. Die wirtschaftspolitische Bilanz der Regierung Bush 2001-2004, SWP-Studie S 40, Berlin.
- Setser, Brad/Ziemba, Rachel (2009): How much do the major Sovereign Wealth Funds manage? Council on Foreign Relations Blogs, Brad Setser: Follow the Money, 2. August; <http://blogs.cfr.org/setser/2009/08/02/how-much-do-sovereign-wealth-funds-manage/>
- Shambaugh, David (2004): China Engages Asia: Reshaping the Regional Order, in: *International Security* 3, S. 64-99.