

## Folgen des schwachen Dollar

Der Wert des Euro gemessen in Dollar war noch nie so hoch wie derzeit. Eingeführt wurde die Gemeinschaftswährung zu einem Kurs von 1,18 US-\$, seinen Tiefpunkt im Oktober 2001 erreichte der Kurs mit nur 82 Dollar-Cents, und am 27. November dieses Jahres stieg er auf knapp 1,49 US-\$. Einige Beobachter sehen den Eurokurs schon bei 1,60 US-\$, ein bemerkenswertes Ergebnis für eine Währung, die lange Zeit als problematisch galt. Anfangs wurde überlegt, ob einige Länder nicht gut daran täten, den Euro wieder aufzugeben, weil er schwach war, jetzt spekuliert man anderen Ortes, ob nicht eine nationale Währung, die man abwerten könnte, besser wäre. Zwar wird niemand den Euro aufgeben, aber der Druck auf die Europäische Zentralbank, gegen den zu hohen Kurs vorzugehen, wird zunehmen, nachdem die Bank of England dies getan hat.

Aus Sicht der Europäischen Union ist der hohe Eurokurs nicht unbedingt ein Grund zum Jubeln, selbst wenn Finanzminister und Notenbanker einen starken Euro begrüßen. Sicher, für die europäische Notenbank wird die Arbeit etwas leichter: Der starke Euro macht die Importe, die in Dollar abgerechnet werden, vor allem Energie, billiger. Die Inflationsrate hat dennoch in Deutschland ein Niveau wie zuletzt in den 90er Jahren erreicht, sie würde noch höher liegen, wenn der Dollar stärker wäre. Auf der anderen Seite werden die europäischen Exporteure belastet, weil ihre Waren im Dollarraum immer teurer werden. Nur die Konsumenten genießen im Moment noch das günstige Weihnachtssopping in New York. Der EZB gibt der niedrige Dollarkurs Spielraum, die Geldpolitik weniger restriktiv auszulegen, als dies anderenfalls nötig wäre, um die Preissteigerungen einzudämmen, die angesichts der günstigen Konjunktur im Euroraum zu erwarten wären. Die eher negativen Effekte für die Beschäftigung, die aus einer wechselkursbedingten Exportschwäche entstehen, sind angesichts guter Wachstumsraten noch nicht zu befürchten, und ohnehin tut sich zumindest der Exportweltmeister Deutschland mit seiner starken Währung bei seinen Handelspartnern weniger schwer. Auch die D-Mark stand unter Aufwertungsdruck, und viele deutsche Firmen fanden dennoch einen Weg, damit zu leben.

Problematisch am labilen Dollar ist also weniger die Auswirkung, die er unmittelbar auf die deutsche Exportsituation hat. Problematisch sind eher die Gründe dafür. Was er abbildet, ist die relativ hohe Anfälligkeit der amerikanischen Wirtschaft für die Immobilienkrise, die auch bereits ihren Niederschlag bei deutschen Banken gefunden hat, und ihre Folgen. Zwar ist sie noch nicht direkt auf den deutschen Markt durchgeschlagen, dies muss aber nicht so bleiben, wenn deutsche Banken in noch größerem Ausmaß von den Entwicklungen in den USA betroffen werden. Sollten die USA, wie Beobachter, so beispielsweise der ehemalige Finanzminister Summers, glauben, in eine ausgewachsene Rezession schlittern, hätte dies weit reichende internationale Folgen. Einige Beobachter sind sogar der Auffassung, dass die größte Krise seit dem Börsencrash von 1929 bevorsteht. Das muss nicht so kommen, zumal man davon ausgehen kann, dass die amerikanische Zentralbank alles tun wird, um dies zu verhindern. Freilich wird die für eine kurzfristige Krisenbewältigung nötige expansive Geldpolitik nicht unbedingt den Dollar stützen. Und sollte der Dollarkurs noch weiter fallen, ist nicht auszuschließen, dass dann auch vermehrt deutsche Unternehmen darunter leiden.

Das eigentliche Problem ist, dass eine Rezession in den USA weltweite Folgen haben wird. Aber diese sind nicht so dramatisch, wie das zu Zeiten des Börsencrash der Fall war, denn die Weltwirtschaft ist heute besser diversifiziert. China, Indien und Russland sind nicht nur Anbieter von Gütern, sondern auch Konsumenten, und ein Ausfall der USA als Nachfrager kann durch andere Regionen abgefedert werden. Immerhin ist der Anteil Asiens an den weltweiten Importen mittlerweile ebenso hoch wie der Anteil der USA.



---

Die längerfristigen Implikationen sind eher darin zu sehen, dass eine anhaltende Dollarschwäche einen weiter reichenden Wechsel im internationalen Währungssystem mit sich bringen kann. Erste Ansätze dafür sind bereits zu sehen. Russland hat 2005 die Wechselkursbindung des Rubel auf eine breitere Basis gestellt, desgleichen hat China seine Bindung an den Dollar etwas gelockert und verfolgt heute offiziell eine Bindung an einen Währungskorb, dessen Zusammensetzung freilich geheim ist. Und vom Treffen des Kooperationsrats der Golfstaaten Anfang Dezember war ebenfalls erwartet worden, dass dem Beispiel Kuwaits gefolgt und die Bindung der Währungen an den Dollar zugunsten eines breiteren Korbes aufgegeben würde. Die Golfstaaten haben auf die Ankündigung verzichtet, was kein Wunder ist.

Denn mit der Wechselkursbindung an den Dollar geht einher, dass ein großer Teil der Währungsreserven in Dollar gehalten werden. Weltweit werden in verschiedenen Währungen Reserven im Wert von rund 57 Billionen Dollar gehalten, allein 1,4 Billionen Dollar in China und eine geschätzte weitere Billion in Japan. Der Anteil des Dollar daran ist schwer abzuschätzen, da viele Staaten die Zusammensetzung ihrer Reserven nicht preisgeben. Die EZB schätzt, dass der Anteil des Dollar an den internationalen Währungsreserven bei rund 65% liegt, während der des Euro auf mittlerweile 26% gestiegen ist. Diese Anteile sind das Ergebnis einer Entwicklung in Richtung auf eine größere Diversifizierung der Währungsreserven zugunsten des Euro. Die europäische Währung hat sich noch nie so großer Beliebtheit erfreut wie heute, und mittlerweile übersteigt der Bargeldumlauf des Euro den des Dollar. In dieser Situation würde eine weitere Diversifizierung den Dollar weiter unter Druck setzen und damit den Wert der gehaltenen Reserven verringern. Das mag ein Grund dafür sein, dass wenig über die Zusammensetzung der Reserven bekannt ist und dass ein Wechsel von Reservewährungen nicht angekündigt wird. Zudem hätte dies weit reichende Konsequenzen für die USA, denn mit diesen Währungsreserven, die in erster Linie in US-Staatspapieren gehalten werden, finanzieren China und andere Länder das Staatsdefizit der USA. Eine Umkehrung der Finanzströme würde angesichts der labilen konjunkturellen Situation die US-Regierung in Schwierigkeiten bringen. Insofern sollten die USA China für seinen Beitrag zur Finanzierung des Haushaltsdefizits dankbar sein, statt wie bisher über den künstlich niedrig gehaltenen Wechselkurs des Renminbi zu lamentieren.

Mittelfristig ist jedoch zu erwarten, dass die Zeiten der Dominanz des Dollar vorbei sind. Zwar gab es in der Vergangenheit mehrfach Schwächeperioden des Dollar ohne dass dies die Führungsrolle der Währung gefährdet hätte, aber mittlerweile gibt es mit dem Euro erstmals einen ernstzunehmenden Konkurrenten, der die nötige Stabilität und Liquidität mitbringt. Es ist daher gut möglich, dass wir auf dem Weg in ein System mit zwei oder gar drei Leitwährungen sind, so wie dies im 19. Jahrhundert der Fall war, wo neben dem Pfund-Sterling auch dem Franc, der Reichsmark und zunehmend dem Dollar eine internationale Rolle zukam. Heute ist denkbar, dass neben Dollar und Euro eines Tages die chinesische Währung eine internationale Bedeutung haben wird.

Den Dollar freilich ganz abzuschreiben, wäre falsch. Die dynamischere Wirtschaft und eine bessere Altersstruktur als in Europa, China oder Japan machen die USA nach wie vor zu einem interessanten Anlageland. Die Krise des Dollar wird vorübergehen; eine Revolution wird sie nicht auslösen. Am Ende wird das internationale Währungssystem weniger monolithisch und damit weniger anfällig sein als heute. Das wäre doch gar nicht so schlecht.

*Carsten Hefeker ist Inhaber des Lehrstuhls für  
Europäische Wirtschaftspolitik der Universität Siegen  
carsten.hefeker@uni-siegen.de*