

BARRY EICHENGREEN

# DAS ENDE DES DOLLAR- PRIVILEGS

AUFSTIEG UND FALL DES  
DOLLARS UND DIE ZUKUNFT  
DER WELTWIRTSCHAFT

BÖRSENBUCHVERLAG

FRANKLIN

BARRY EICHENGREEN

DAS  
**ENDE** DES  
**DOLLAR-**  
**PRIVILEGS**

AUFSTIEG UND FALL DES  
DOLLARS UND DIE ZUKUNFT  
DER WELTWIRTSCHAFT

BÖRSENBUCHVERLAG

Die Originalausgabe erschien unter dem Titel  
Exorbitant Privilege  
ISBN 978-0-19-975378-9

© Copyright der Originalausgabe 2011:  
Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and  
the Future of the International Monetary System  
Copyright © Barry Eichengreen, 2011. All rights reserved.

© Copyright der deutschen Ausgabe 2012:  
Börsenmedien AG, Kulmbach

Übersetzung: Egbert Neumüller  
Gestaltung und Satz: Jürgen Hetz, denksportler Grafikmanufaktur  
Gestaltung und Herstellung: Johanna Wack, Börsenmedien AG  
Lektorat: Hildegard Brendel  
Druck: GGP Media GmbH, Pößneck

ISBN 978-3-864700-07-1

Alle Rechte der Verbreitung, auch die des auszugsweisen Nachdrucks,  
der fotomechanischen Wiedergabe und der Verwertung durch Datenbanken  
oder ähnliche Einrichtungen vorbehalten.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:  
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der  
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten  
sind im Internet über <<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

BÖRSEN  MEDIEN  
A K T I E N G E S E L L S C H A F T

Postfach 1449 • 95305 Kulmbach  
Tel: +49 9221 9051-0 • Fax: +49 9221 9051-4444  
E-Mail: [buecher@boersenmedien.de](mailto:buecher@boersenmedien.de)  
[www.boersenbuchverlag.de](http://www.boersenbuchverlag.de)

DANKSAGUNGEN	5
KAPITEL 1	
EINFÜHRUNG	7
KAPITEL 2	
DAS DEBÜT	21
KAPITEL 3	
DOMINANZ	67
KAPITEL 4	
KONKURRENZ	117
KAPITEL 5	
KRISE	161
KAPITEL 6	
KEIN MONOPOL MEHR	199
KAPITEL 7	
DER DOLLAR-CRASH	249
LITERATUR	293



# DANK- SAGUNGEN

Vielen Freunden und Kollegen haben zum zügigen Abschluss dieses Projekts beigetragen. Für die ausgiebige redaktionelle Anleitung danke ich meinem Lektor Dave McBride von Oxford University Press. Für Anmerkungen zu den Kapiteln bin ich Paul Blustein, Jerry Cohen, Richard Grossman, Peter Kenen, Richard Cooper, Menzie Chinn, Jeff Shafer, Ted Truman, Douglas Webber und Dave Wessel zu Dank verpflichtet – was nicht unbedingt heißen muss, dass sie mit dem Ergebnis einverstanden waren oder sind. Zwei gedankenvolle Redakteure, nämlich Justine Rosenthal von *National Interest* und James Hoge von *Foreign Affairs*, veranlassten mich, die Artikel zu schreiben, aus denen die Kapitel 5 und 6 erwuchsen. Scott Moyers geleitete mich durch die Welt des Verlagswesens. Cheryl Applewood sorgte dafür, dass mein Büro und allgemeiner gesagt mein Leben reibungslos lief. Menzie Chinn, Marc Flandreau und Gisela Rua halfen mir mit Zahlen aus. Und nicht zuletzt gewährte mir mein

*Das Ende des Dollar-Privilegs*

Arbeitgeber ein Sabbatical-Jahr, das es mir ermöglichte, ein Buch zu schreiben.

Und das Ergebnis ist wieder einmal für Michelle.

# EINFÜHRUNG

**D**ie Fälscher, ein österreichischer Film, der im Europa der 1940er-Jahre spielt, beginnt mit einem Überlebenden der Konzentrationslager namens Salomon Sorowitsch, gespielt von dem österreichischen Schauspieler Karl Markovics. Er sitzt vollständig bekleidet am Strand und hält einen Koffer voller Dollar fest. Der Krieg ist gerade vorbei und er hat vor, dieses Geld zweifelhafter Herkunft an den Spielischen von Monte Carlo für sich arbeiten zu lassen. Dass es sich dabei um Dollar und nicht um Francs handelt, ist für die Authentizität der Szene von wesentlicher Bedeutung. Im Nachkriegseuropa war der Dollar als Währung der einzigen noch aufrechten großen Volkswirtschaft dasjenige Geld, das die Menschen in allen Ländern haben wollten. Der Dollar war die einzige glaubhafte Währung, die ein Überlebender des Holocaust 1945 in ein Kasino hätte tragen können. Spulen wir jetzt gut 50 Jahre vor. In *City of Ghosts*, einem Thriller aus dem Jahr 2002, der im damaligen Kambodscha spielt, benutzt

der Held – ein betrügerischer Versicherungsvertreter, gespielt von Matt Dillon – einen Koffer voller Dollar, um das Lösegeld für seinen Partner und Mentor zu bezahlen, der von Geschäftspartnern entführt wurde. Mehr als ein halbes Jahrhundert Kino-Zeit ist inzwischen vergangen und der Ort der Handlung ist jetzt eher das in Entwicklung befindliche Asien als Europa, aber der Koffer enthält immer noch Dollar, keine Japanischen Yen oder Chinesische Renminbi. Dass jeder Kidnapper, der etwas auf sich hält, das Lösegeld in Dollar haben will, liegt dermaßen auf der Hand, dass man dazu nichts zu sagen braucht.

Der Koffer voller Dollar ist inzwischen in Kriminalromanen und Hollywood-Drehbüchern ein gängiges Klischee. Aber diese künstlerische Konvention spiegelt eine allgemeine Wahrheit wider. Der Dollar ist seit mehr als einem halben Jahrhundert die währungs-technische Lingua Franca der Welt. Wenn ein kalmückischer Senator erwischt wird, der eine Fluggesellschaft erpresst hat, wird er mit einem Koffer gefasst, der 300.000 US-Dollar in markierten Scheinen enthält. Wenn somalische Piraten ein Schiff gekapert haben, verlangen sie, dass das Lösegeld in US-Dollar mit einem Fallschirm abgeworfen wird. Das *Wall Street Journal* formuliert das so: „Am Schwarzmarkt regiert immer noch der Dollar.“<sup>1</sup> Die Tatsache, dass fast drei Viertel aller 100-Dollar-Noten außerhalb der Vereinigten Staaten umlaufen, bezeugt die Dominanz des Dollars auf diesem dubiosen Gebiet.

Doch was für rechtswidrige Transaktionen gilt, das gilt ebenso für legitime Geschäfte. Der Dollar ist nach wie vor mit großem Abstand die wichtigste Währung für die Fakturierung und Abwicklung internationaler Transaktionen, und das sogar bei Einfuhren und Ausfuhren, die keine US-amerikanischen Gestade berühren. Südkorea und Thailand bestimmen die Preise für mehr als 80 Prozent ihres

1) Bellman, Chan und Watcharasakwet (2009)

Handels in Dollar, obwohl nur 20 Prozent ihrer Exporte an amerikanische Abnehmer gehen.

Ganze 70 Prozent der Ausfuhren Australiens werden in US-Dollar abgerechnet, obwohl weniger als sechs Prozent davon für die Vereinigten Staaten bestimmt sind. Die wichtigsten Rohstoffbörsen stellen ihre Preise in US-Dollar. Der Ölpreis wird in Dollar angegeben. Der Dollar wird weltweit für 85 Prozent aller Devisen-Transaktionen verwendet. Er stellt fast die Hälfte des weltweiten Bestands an internationalen Schuldpaßieren.<sup>2</sup> Er ist die Form, in der die Notenbanken über 60 Prozent ihrer ausländischen Devisenreserven verwahren.

Diese Situation ist mehr als nur ein bisschen speziell. Sinnvoll war sie nach dem Zweiten Weltkrieg, als die Vereinigten Staaten mehr als die Hälfte des gesamten wirtschaftlichen Ausstoßes der Großmächte stellten.<sup>3</sup> Da Amerika mit großem Abstand der größte Importeur und die Hauptquelle von Lieferantenkrediten war, ergab es Sinn, dass Importe und Exporte in Dollar abgerechnet wurden. Da die Vereinigten Staaten die führende Quelle von Auslandskapital waren, war es sinnvoll, dass internationale Finanzgeschäfte in Dollar abgewickelt wurden. Und da genau diese Überlegungen die Notenbanken ermunterten, ihre Währungen gegenüber dem Dollar zu stabilisieren, war es sinnvoll, dass sie Dollarreserven für den Fall vorhielten, dass es an den internationalen Devisenmärkten Schwierigkeiten gab.

Aber was damals sinnvoll war, ist heute weniger sinnvoll, denn sowohl China als auch Deutschland exportieren mehr als die Vereinigten Staaten. Heute beträgt der US-Anteil am weltweiten Export nur 13 Prozent. Weniger als 20 Prozent der Auslands-Direktinvestitionen

2) Definiert als Schulden in Fremdwährung, die außerhalb des Landes des Ausstellers verkauft werden.

3) Dies bezieht sich auf das gemeinsame BIP der Vereinigten Staaten, des Vereinigten Königreichs, Frankreichs, Deutschlands, Italiens, Österreichs, der Sowjetunion und Japans laut Berechnung von Harrison (1998), S. 10.

stammen aus den Vereinigten Staaten. Von 1945 bis 1980 waren es fast 85 Prozent gewesen.<sup>4</sup>

Diese beiden Veränderungen sind Ausdruck der gleichen Tatsache: Die Vereinigten Staaten sind wirtschaftlich nicht mehr so dominierend wie vor 50 Jahren. In dieser Tatsache schlagen sich die Fortschritte anderer Volkswirtschaften bei der Schließung der Kluft beim Pro-Kopf-Einkommen nieder, erst Europas, dann Japans und in letzter Zeit von Schwellenländern wie China und Indien. Volkswirte bezeichnen diese Verengung als Aufholen oder Konvergenz. Das ist insofern ganz natürlich, als es keinen prinzipiellen Grund gibt, weshalb die Einkommen und die Produktivität der Arbeit in den Vereinigten Staaten ein Vielfaches der Niveaus im Rest der Welt betragen sollten. Dieser Aufholprozess ist eine der großen Errungenschaften des späten 20. und frühen 21. Jahrhunderts, denn er hat angefangen, die Mehrheit der Weltbevölkerung aus der Armut herauszuholen. Das bedeutet aber auch, dass die Vereinigten Staaten heute einen kleineren Teil der internationalen Transaktionen stellen. Und aus dieser Tatsache ergibt sich ein unbehagliches Spannungsverhältnis zur Dominanz des Dollars.

Diese Dominanz ist etwas, aus dem wir Amerikaner beträchtliche Vorteile ziehen. Einem amerikanischen Touristen, der in Neu-Delhi den Taxifahrer in Dollar bezahlen kann, bleibt die Mühe erspart, im Hotel Geld wechseln zu müssen. Dass der Dollar international so verbreitet genutzt wird, ist auch für amerikanische Banken und Unternehmen ein Vorteil. Einem deutschen Unternehmen, das Werkzeugmaschinen nach China exportiert und Zahlungen in Dollar erhält, entstehen zusätzlich die Kosten für die Konvertierung dieser Dollar in Euro, also in die Währung, mit der es seine Mitarbeiter bezahlt und Materialien kauft. Einem US-amerikanischen Exporteur

4) Die Zahlen für 2008 stammen von der UNCTAD, *World Investment Report* (2008), während die Schätzung für 1945-1980 von Jones (2005) stammt.

von Werkzeugmaschinen geht das nicht so. Anders als Firmen aus anderen Ländern bekommt der US-Produzent seine Zahlung in der gleichen Währung – Dollar –, die er verwendet, um seine Beschäftigten, Zulieferer und Aktionäre zu bezahlen.

Desgleichen muss sich eine Schweizer Bank, die Einlagen in Franken bekommt, aber Auslandsdarlehen in Dollar vergibt, weil die Kunden das wollen, Sorgen um die Gefahr machen, ihren Profit zu verlieren, wenn sich der Wechselkurs ändert.<sup>5</sup> Man kann dieses Risiko zwar managen, aber das sind zusätzliche Geschäftskosten. Die Schweizer Bank kann sich dadurch schützen, dass sie einen Terminkontrakt kauft, der die Eingänge aus dem Dollar-Darlehen am Laufzeitende zu einem Kurs in Franken konvertiert, der bei der Vergabe des Darlehens vereinbart wurde. Aber diese zusätzliche Transaktion verursacht zusätzliche Kosten. Amerikanischen Banken, die Auslandsdarlehen in Dollar vergeben und Einlagen in Dollar erhalten, bleibt die Ausgabe erspart, ihre Devisenpositionen auf diese Weise abzusichern.

Ein umstrittener Vorteil, der sich aus dem Status des Dollars als internationale Währung ergibt, sind die realen Ressourcen, die andere Länder den Vereinigten Staaten liefern, damit sie unsere Dollar bekommen. Die Bundesdruckerei kostet es nur ein paar Cent, eine 100-Dollar-Note herzustellen, aber andere Länder müssen konkrete Waren und Dienstleistungen im Wert von 100 Dollar aufbringen, damit sie eine bekommen. (Die Differenz zwischen dem, was es den Staat kostet, die Banknote zu drucken, und dem, was es einen Ausländer kostet, sie sich zu beschaffen, bezeichnet man als „Seigniorage“ oder „Schlagsatz“. Die mittelalterlichen Lehnsherren oder „Seigneurs“ hatten das Recht, Geld zu prägen und einen Teil des

5) In diesem Fall entsteht dieses Risiko, wenn der Dollar gegenüber dem Franc abwertet und dadurch den Wert der Vermögenswerte der Bank (ihrer Darlehen) im Verhältnis zu ihren Verbindlichkeiten (ihren Einlagen) vermindert.

Edelmetalls zu behalten, aus dem das Geld gemacht wurde.) Es zirkulieren rund 500 Milliarden Dollar an US-amerikanischem Geld außerhalb der Vereinigten Staaten, und dafür mussten Ausländer den Vereinigten Staaten konkrete Waren und Dienstleistungen im Wert von 500 Milliarden Dollar liefern.<sup>6</sup>

Noch wichtiger ist die Tatsache, dass ausländische Firmen und Banken nicht nur US-Devisen besitzen, sondern auch kurz- und langfristige Staatsanleihen, die für internationale Transaktionen gelten und gleichzeitig den Vorzug haben, dass sie Zinsen tragen. Ausländische Notenbanken halten Anleihen des US-Finanzministeriums und quasi-staatlicher Agenturen wie Fannie Mae und Freddie Mac im Wert von fast fünf Billionen Dollar. Und sie stocken sie Jahr für Jahr auf.

Und insofern als die ausländischen Banken und Firmen die praktische Verwendbarkeit von Dollar-Wertpapieren zu schätzen wissen, sind sie bereit, dafür einen Aufpreis zu bezahlen. Dementsprechend verlangen sie dafür geringere Zinsen. Dieser Effekt ist beträchtlich: Die Zinsen, die die Vereinigten Staaten auf ihre Auslandsschulden bezahlen müssen, liegen zwei bis drei Prozentpunkte unter der Rendite ihrer Auslandsinvestitionen.<sup>7</sup> Die Vereinigten Staaten können sich Jahr für Jahr ein Außenhandelsdefizit in Höhe dieser Differenz leisten – also mehr importieren als exportieren und mehr konsumieren als produzieren –, ohne dass ihre Verschuldung gegenüber dem Rest der Welt wächst. Oder sie können ausländische Unternehmen im entsprechenden Wert schlucken – weil der Dollar den einmaligen Status der Weltwährung besitzt.

Das ist für Ausländer seit Langem ein wunder Punkt. Sie sehen das so, dass sie durch die Funktionsweise dieses asymmetrischen Finanz-

6) Natürlich handelt es sich bei diesen 500 Milliarden Dollar eher um einen Kapitalbestand als einen Kapitalfluss und das Ausland braucht ihn nur einmal zu erwerben.

7) Siehe Gourinchas und Rey (2007) sowie Habib (2010).

systems den amerikanischen Lebensstandard finanzieren und amerikanische Multis subventionieren. Charles de Gaulle machte dieses Thema in einer Serie von Pressekonferenzen in den 1960er-Jahren zur *cause célèbre*. Sein Finanzminister Valéry Giscard d'Estaing bezeichnete dies als Amerikas „unverschämtes Privileg“.

Nicht dass diese hochtrabende Rhetorik an dem real existierenden System etwas geändert hätte. In der internationalen Finanz ist es ebenso wie in der Politik ein Vorteil, wenn man schon „im Amt ist“. Da andere Länder den Löwenanteil ihrer Transaktionen in Dollar abwickelten, war es einem einzelnen Land nicht möglich – auch wenn es dem unverschämten Privileg Amerikas so kritisch gegenüberstand wie Frankreich –, von dieser Währung wegzukommen. Und was in den 1960er-Jahren galt, blieb auch im restlichen 20. Jahrhundert gültig.

Aber heute, im Kielwasser der schwersten Finanzkrise seit 80 Jahren, die in den Vereinigten Staaten gezeugt und geboren wurde, wird Amerikas unverschämtes Privileg wieder verbreitet kritisiert. Andere Länder stellen infrage, ob es die Vereinigten Staaten hätten zulassen dürfen, dass ihr Leistungsbilanzdefizit im Vorfeld der Krise auf fast sechs Prozent anwuchs. Schwellenländer beschweren sich, dass sich ihre Notenbanken im Zuge ihres Wirtschaftswachstums gezwungen sahen, ihre Dollar-Reserven aufzustocken und dadurch – ob es ihnen gefiel oder nicht – eine günstige Finanzierung für das Außenhandelsdefizit der Vereinigten Staaten bereitzustellen. Da günstige Auslandsfinanzierungen die Zinsen in den Vereinigten Staaten niedrig hielten und amerikanische Haushalte in die Lage versetzten, über ihre Verhältnisse zu leben, subventionierten letztlich arme Haushalte in Schwellenländern reiche Haushalte in den Vereinigten Staaten. Die billigen Finanzmittel, die andere Länder den Vereinigten Staaten lieferten, damit sie selbst die Dollar bekamen, mit denen sie das zunehmende Volumen an internationalen Transaktionen unterlegen mussten, sicherten die Praktiken ab, die in der Krise gipfelten.