

# **Zahlungsbilanzstruktur, Leitwährungsfunktion und die Zukunft des Dollars**

Von Hansjörg Herr, Berlin

Die Instabilität des Dollars seit den siebziger Jahren sowie die riesigen Leistungsbilanzdefizite der USA seit den achtziger Jahren geben Anlaß, über die Zukunft der Leitwährung Dollar und damit des Weltwährungssystems nachzudenken. Sind die periodischen Schwächen des Dollars, die Leistungsbilanzdefizite und die entstandene Netto-Schuldnerstellung der USA ein Zeichen der fortschreitenden Erosion der internationalen Rolle des Dollars? Sind Leitwährungsländer durch Leistungsbilanzüberschüsse gekennzeichnet? Diese Fragen und die damit zusammenhängenden Probleme sollen diskutiert werden.

Im ersten Teil wird das Konzept der Vermögenssicherungsqualität von Geldern und die Rolle des Leistungsbilanzsaldos bei der Bestimmung der Qualität von Währungen analysiert. Die Analyse eines stabilen Leitwährungssystems erfolgt im zweiten Teil, um dann im dritten Teil die Mechanismen der Ausbeutung der Leitwährungsstellung durch ein Leitwährungsland zu analysieren. Im letzten Teil soll schließlich auf das gegenwärtige Währungssystem und die Rolle des Dollars eingegangen werden.

## **I. Leistungsbilanz und Vermögenssicherungsqualität von Währungen**

Entgegen der neoklassischen Vorstellung der Kaufkraftparitätentheorie ist es keineswegs zwingend, daß Länder mit Leistungsbilanzdefiziten zu Abwertungen tendieren bzw. Länder mit Überschüssen mit Aufwertungen konfrontiert sind. Werden internationale Kapitalströme berücksichtigt, so können Länder auch langfristig positive oder negative Leistungsbilanzsalden aufrechterhalten. Die Kaufkraftparitätentheorie ist theoretisch gleichwohl interessant, da sie die Bedingung für Leistungsbilanzsalden von Null angibt, nämlich die Abwesenheit internationaler Kapitalströme<sup>1</sup>. Produkti-

---

<sup>1</sup> Positiven und negativen Leistungsbilanzsalden entsprechen Netto-Kapitalströme (einschließlich Zentralbankinterventionen). Der paradigmatische Kern der klassisch-neoklassischen Außenwirtschaftstheorie unterstellt Faktorimmobilität und die

vität, Geldlöhne, Präferenzen der Haushalte etc. können sich ändern wie sie wollen – die Kaufkraftparitätentheorie betont zu Recht, daß der Wechselkurs alle erdenklichen Veränderungen ausgleicht und nur Kapitalströme diesen Ausgleich verhindern können<sup>2</sup>.

Erklären Kapitalströme Leistungsbilanzungleichgewichte, so tritt der internationale Kapitalverkehr ins Zentrum der Betrachtung. Es ist ein Gemeinplatz, daß internationale Kapitalströme keineswegs allein von unterschiedlichen pekuniären Verwertungsraten zwischen Ländern abhängen, sondern auch von der erwarteten Wechselkursentwicklung.

Es lassen sich Währungen identifizieren, die langfristig<sup>3</sup> durch Aufwertungen gekennzeichnet sind und die aus diesem Grunde auch langfristig ein im internationalen Vergleich niedriges Zinsniveau realisieren. Solche Währungen haben eine relativ hohe Vermögenssicherungsqualität, da sie durch eine international überdurchschnittlich hohe Wertstabilität gekennzeichnet sind. Währungen mit international überdurchschnittlich hohen Zinsen sind umgekehrt Währungen mit relativ geringer Vermögenssicherungsqualität<sup>4</sup>.

Der Wechselkurs eines Landes ist als monetäres Phänomen und letztlich als Ausfluß der nationalen Geldpolitik zu begreifen. Ersteres ergibt sich daraus, daß der Wechselkurs zu jedem Zeitpunkt ein Portfoliogleichgewicht

---

Abwesenheit internationaler Kapitalströme (vgl. *Kitamura* 1941). Läßt eine Theorie internationale Kapitalströme zu, so muß es als unwahrscheinlich erscheinen, daß der Netto-Kapitalverkehrssaldo Null wird.

<sup>2</sup> Bei fixen Wechselkursen kommt die monetäre Neoklassik zum gleichen Ergebnis. Der Ausgleichsmechanismus der Leistungsbilanz funktioniert dann im Rahmen der monetären Zahlungsbilanztheorie über die Veränderung der inländischen Preisniveaus. Treten Netto-Kapitalströme in Höhe der Leistungsbilanzsalden auf, so gibt es keinen Interventionsbedarf der Zentralbanken, und es muß bei fixen Wechselkursen kein Anpassungsprozeß über das Preisniveau erfolgen. Zudem sieht die monetäre Zahlungsbilanztheorie von strategischen Devisenmarktinterventionen der Zentralbank ab. So hat die Bundesbank während der fünfziger und sechziger Jahre die interne Geldmengenerhöhung vollständig über Devisenmarktinterventionen bewirkt, zu den Leistungsbilanzüberschüssen der Bundesrepublik wesentlich beigetragen und sich gerade nicht nach der Logik der monetären Zahlungsbilanztheorie verhalten.

<sup>3</sup> Langfristig bedeutet in diesem Zusammenhang auch schon eine Periode von einigen Jahren. Ausgeschlossen sind bei einer langfristigen Analyse kurzfristige Spekulationen. Bei langfristigen Portfolioentscheidungen – und nur solche werden hier untersucht – gibt es zudem keine Möglichkeit, das Wechselkursrisiko durch Kurssicherungsgeschäfte zu beseitigen, da Terminkontrakte auf Devisenmärkten immer nur kurzfristigen Charakter haben.

<sup>4</sup> Anknüpfend an das Konzept der Liquiditätsprämie (vgl. *Keynes* 1936: Kap. 17) erfaßt *Riese* (1986: 232 ff.) die Vermögenssicherungsqualität von Währungen über eine währungsspezifische Liquiditätsprämie. Unterschiedliche nationale Liquiditätsprämien als Ausdruck unterschiedlicher Vermögenssicherungsqualitäten von Geldern führen dann zu unterschiedlichen nationalen Zinssätzen.

der Vermögenshaltung in verschiedenen Geldern darstellt. Letzteres ist so zu verstehen, daß es potentiell in der Macht nationaler Zentralbanken liegt, den nominellen Wechselkurs zu stabilisieren oder nicht. Ist es das Ziel einer Zentralbank, nominelle Abwertungen nicht zuzulassen, und ist sie gegebenenfalls auch zu empfindlichen Stabilisierungskrisen bereit (und politisch in der Lage), um den Wechselkurs zu verteidigen, so stellt sie ein Geld mit einer hohen Vermögenssicherungsqualität zur Verfügung. Werden von einer Zentralbank dagegen nominelle Abwertungen hingenommen, so stellt das betreffende Land im internationalen Vergleich eine Währung mit geringer Vermögenssicherungsqualität zur Verfügung. Die Vermögenssicherungsqualitäten von Währungen werden somit durch die erwarteten nationalen Geldpolitiken bestimmt. Alle anderen Faktoren der Wechselkursbestimmung treten hinter der Geldpolitik zurück, da letztere bei entsprechender Ausrichtung bei der nominellen Wechselkursentwicklung dominiert.

Die Frustration über die offensichtlich nicht gültige Kaufkraftparitätentheorie hat innerhalb der Standardtheorie zur Suche nach einem Bündel als relevant erachteter Fundamentals geführt – von den nationalen Wachstumsraten, über Zinssatzdifferenzen bis zu Leistungsbilanzsalden. Die Resultate dieser empirischen Suche nach Fundamentals sind in der Tat vernichtend, da durch dieses Vorgehen weder die zukünftige Wechselkursentwicklung noch eine befriedigende Interpretation der vergangenen Wechselkursentwicklung erzielt werden konnte (vgl. *Dornbusch / Frankel 1988, Meese 1990*). Verwunderlich ist dieses Resultat allerdings nicht, da in einer nichtergodischen Welt – also in einer Welt mit historischer Zeit und Unsicherheit – Erwartungen Veränderungen unterworfen sind und auch das beste Wissen über die Vergangenheit und Gegenwart plötzliche Erwartungsveränderungen nicht ausschließen kann (vgl. *Davidson 1982*). Gerade Veränderungen der langfristigen Erwartungen müssen als der entscheidende Faktor der Bewegung der Wechselkurse angesehen werden. Sind jedoch langfristige Erwartungen, die durch neue Einschätzungen auf Basis sich zwingend ändernder Informationen entlang der historischen Zeitachse revidiert werden, der eigentliche Motor der Wechselkursbewegungen, so ist damit auch abgeleitet, daß zuverlässige Prognosen der Wechselkursentwicklung unmöglich sind (vgl. *Whitman 1980: 200*). Dazu kommt, daß ein gleicher wirtschaftspolitischer Impuls in unterschiedlichen Weltzuständen, die sich ebenfalls entlang der historischen Zeitachse permanent verändern, unterschiedliche Erwartungen auslösen kann. Die jeweils geltenden Parameter zur Wechselkursbestimmung sind damit regimeabhängig (vgl. *Lucas 1976*)<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Die Bestimmung der Wechselkursveränderung kann noch durch die Berücksichtigung einer Risikoprämie, die bei der Abwesenheit vollständiger Substituierbarkeit



Entsprechend dieser Argumentation ergibt sich eine doppelte Begründung von Wechselkursbewegungen. Bei gegebenen langfristigen Erwartungen ist der erwartete langfristige Wechselkurs der Anker, an dem sich die aktuelle Wechselkursentwicklung orientiert<sup>6</sup>. Kommt es jedoch zur Verschiebung der langfristigen Erwartungen, so verschiebt sich das gesamte Wechselkursniveau und damit auch die kurzfristige Dynamik der Wechselkursentwicklung<sup>7</sup>.

Der aktuelle Wechselkurs bewegt sich somit aufgrund kurzfristiger Anpassungen bei gegebenen langfristigen Erwartungen und – was wichtiger ist – durch Verschiebungen der langfristigen Erwartungen aufgrund neuer Informationen und subjektiver Einschätzungen der Zukunft<sup>8</sup>. Damit sind bei aktuellen Wechselkursveränderungen nicht nur gegebene Erwartungen bezüglich der nationalen Geldpolitiken relevant, sondern gerade auch Verschiebungen bezüglich der von Ländern zukünftig erwarteten Geldpolitiken<sup>9</sup>.

Ökonomische Agenten bilden ihre Erwartungen nicht in der Form, daß sie auf wirtschaftspolitische Aktionen wie Marionetten reagieren und ein neues Gleichgewicht suchen. Das Problem, vor dem ökonomische Agenten zwingend stehen, ist wirtschaftspolitische Aktionen zu antizipieren bevor diese

---

zwischen inländischen und ausländischen Anlagen auftaucht und wesentlich vom relativen Angebot an Vermögensbeständen in den verschiedenen Währungen abhängt, zu erklären versucht werden. Die Integration einer Risikoprämie bringt jedoch keinen großen analytischen Gewinn. Zwar wird durch eine Risikoprämie bei gegebenen langfristigen Wechselkursorwartungen die Beziehung zwischen Zinssatzdifferenz und erwarteter Wechselkursveränderung weniger eng, jedoch sind keine so heftigen Veränderungen der Risikoprämien zu erwarten, daß dies zu relevanten Verschiebungen des Wechselkursgefüges führen könnte (vgl. *Frankel* 1986).

<sup>6</sup> Das berühmteste Beispiel dieses Sachverhaltes ist das Modell überschießender Wechselkurse von *Dornbusch* (1976). Der Wechselkurs hat dabei seinen Anker in der Form der langfristig unterstellten Kaufkraftparitätentheorie, während die kurzfristige Wechselkursentwicklung mittels die Zinsparität im Rahmen relativ langsam reagierender Gütermärkte abgeleitet wird.

<sup>7</sup> In einem vereinfachten Modell kann unterstellt werden, daß der Wechselkurs bei Veränderungen der langfristigen Erwartungen sofort auf sein langfristiges Gleichgewicht springt.

<sup>8</sup> Damit wird einer Wechselkursstheorie widersprochen, die Wechselkursbewegungen nur aus der kurzfristigen Spekulation erklärt. Spekulationen mögen zwar zu kurzfristigen kumulativen Prozessen führen, jedoch ist davon auszugehen, daß kurzfristige Spekulationen, die den Wechselkurs von dem langfristig erwarteten Niveau wegtreiben, aufgrund der Vorsicht der Spekulanten an einem bestimmten Punkt abbrechen und ein kurzfristiger kumulativer Prozeß in die entgegengesetzte Richtung eingeleitet wird.

<sup>9</sup> Methodisch kann sich dieses Vorgehen auf *Keynes* berufen, der zwischen einem gegebenen Zustand des Vertrauens, Veränderungen des Zustands des Vertrauens und einer „Theorie des sich verschiebenden Gleichgewichts“ (*Keynes* 1836: 248) unterschied (vgl. auch *Kregel* 1976).



durchgeführt werden. Ökonomische Agenten müssen sich somit Erwartungen über zukünftig mögliche geldpolitische Strategiewechsel der Zentralbank, über das Ausmaß der Unabhängigkeit der Zentralbank bei politischem Druck etc. bilden, da diese Faktoren über ihre Wirkung auf die Geldpolitik die zukünftige Wechselkursentwicklung beeinflussen. Kurz: Die erwartete Vermögenssicherungsqualität eines Geldes hängt von den institutionellen, sozioökonomischen und politischen Bedingungen des entsprechenden Landes ab, die eine bestimmte Wirtschaftspolitik und außenwirtschaftliche Strategie erzeugen. Faktisch sind Vermögensbesitzer auf Ländereinschätzungen verwiesen, die sie sich subjektiv bilden müssen<sup>10</sup>.

Als zusammenfassender Ausdruck der erwarteten Geldpolitik eines Landes kann deren Reputation bezeichnet werden. Länder, die erwartungsgemäß der externen Stabilisierung ihrer Gelder eine hohe Priorität einräumen und auch die internen Bedingungen erfüllen, die eine solche Strategie glaubhaft machen, bauen eine hohe Reputation und Vermögenssicherungsqualität der nationalen Währung auf. Umgekehrt sind Länder mit häufigen wirtschaftspolitischen Strategiewechseln, der Gefahr von kumulativen Abwertungen, intern undurchsichtigen politischen Kräfteverhältnissen etc. bezüglich ihrer Geldpolitik durch eine geringe Reputation und bezüglich ihrer Gelder durch eine schlechte Vermögenssicherungsqualität gekennzeichnet.

In einer unsicheren Welt werden vergangene Erfahrungen bei Abwesenheit offensichtlicher Strukturbrüche, die einen Regimewechsel der Entwicklung einleiten können, zu einer entscheidenden Hilfe der Prognose zukünftiger Entwicklungen (vgl. *Keynes* 1936: 125 f.). Erzeugt ein Land über längere Zeiträume eine hohe Vermögenssicherungsqualität seiner Währung, so baut es Reputation und Vertrauen auch für die zukünftige Wertstabilität seines Geldes auf. Es akkumuliert „brand-name capital“, das für ökonomische Agenten die Abschätzung der zukünftigen Entwicklung der Währung vereinfacht (vgl. *Klein* 1974). Vertrauenskapital muß grundsätzlich durch eine tatsächlich verfolgte stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik aufgebaut werden, kann andererseits durch einen unerwarteten Schwenk der Geldpolitik schnell zerstört werden (vgl. *Klein* 1978: 74). Existierendes Vertrauenskapital wird zu einem Anreiz seiner Erhaltung, da es für ein Land als schwer zu erzeugendes und wertvolles Vermögensobjekt betrachtet werden kann.

---

<sup>10</sup> “In general, credibility of monetary policy will depend not just upon monetary policy alone but rather upon the perceived coherence of the overall macroeconomic program, together with the intellectual and political consensus on the economic theory being used and the objectives and conduct of economic policy, all of which may be influenced by elements in all three categories.” (*Blackburn / Christensen* 1989: 4).

Dies stärkt wiederum das Vertrauen von Vermögensbesitzern in die Stabilität eines eingeschlagenen wirtschaftspolitischen Regimes eines Landes; Vertrauenskapital kann als eine Art Versicherung gegen eine unerwartete Entknappung des nationalen Geldes interpretiert werden.

Ökonomische Agenten können sich nur subjektive Wahrscheinlichkeiten über die zukünftigen Wechselkurse bilden. Dabei spielt sowohl der Erwartungswert als auch die Varianz eine Rolle<sup>11</sup>. Eine erwartete langfristige Stabilität einer Währung geht in aller Regel einher mit einer geringen Varianz der Erwartungen (vgl. *Padoa-Schioppa/Papadia* 1984). Dies ergibt sich dadurch, daß Zentralbanken, die schon sehr früh inflationäre Tendenzen oder Schwächen der Währung bekämpfen, sowohl langfristig stabile Wechselkurse als auch eine geringe Schwankung aller monetären Variablen erzeugen. Lassen Zentralbanken dagegen Inflationsprozesse und Währungsschwächen zu, so ist es für ökonomische Agenten schwerlich prognostizierbar, zu welchem Zeitpunkt eine Zentralbank bei kumulativen Preisniveau- und Wechselkursbewegungen einen Strategiewechsel durchführt (bzw. durchführen muß), wie intensiv dieser ausfällt und welche genauen Preis- und Mengeneffekte daraus resultieren (vgl. *Spahn* 1989).

Spielt die Reputation der Geldpolitik die entscheidende Rolle bei Wechselkursveränderungen, so bleibt kein Platz mehr für den Leistungsbilanzsaldo als Erklärungsursache von Wechselkursbewegungen. Dies ist nur ein anderer Ausdruck für den Umstand, daß das Vertrauen in die Bereitschaft und Fähigkeit zur Verteidigung des Wechselkurses im Zentrum der Vermögenssicherungsqualität eines Geldes steht und nicht der Leistungsbilanzsaldo. Eine Kausalkette nach der Logik der Kaufkraftparitätentheorie ließe sich nur konstruieren, wenn zwischen Leistungsbilanzsaldo und erwarteter Geldpolitik ein eindeutiger Zusammenhang bestünde. Eine solche Verknüpfung wäre jedoch nur durch eine rein verhaltenstheoretisch begründbare Annahme konstruierbar<sup>12</sup>. Ein anhaltendes Defizit in der Leistungsbilanz

<sup>11</sup> Für einen risikoaversen Vermögensbesitzer ist eine geringe Varianz bei den Wechselkurserwartungen ein Element der Vermögenssicherungsqualität. Eine geringe Varianz verhindert, daß beispielsweise eine Vorsichtskasse in einer Währung selbst bei langfristig steigendem Außenwert des Geldes unter Umständen im Bedarfsfall nur mit hohen Verlusten aufgelöst werden kann. Eine geringe Varianz kann mit einer verbesserten Prognosequalität einer Währung gleichgesetzt werden.

<sup>12</sup> Die Willkürlichkeit der Koppellung von Wechselkurserwartungen an den Leistungsbilanzsaldo kommt bei folgendem Zitat treffend zu Ausdruck: „Reporter: ‚Why do you have balance-of-payments problems now, when you didn't have them fifty years ago?‘ The Hon. Mr. *Callaghan*: ‚There were no balance-of-payments problems fifty years ago because there were no balance-of-payments statistics‘. – Chancellor of the Exchequer's news conference, Washington, D.C., October 3, 1965.“ (zitiert nach *Lindert* 1965: 36).

kann mit einer hohen Vermögenssicherungsqualität des Geldes des betreffenden Landes einhergehen, *wenn* von der Geldpolitik gegebenenfalls eine bedingungslose Verteidigung des Wechselkurses erwartet wird. Umgekehrt müssen Leistungsbilanzüberschüsse keineswegs mit einer hohen Vermögenssicherungsqualität der nationalen Währung einhergehen. Ist ein Land zur Verteidigung des Wechselkurses bzw. zur Verhinderung destabilisierender Abwertungen aufgrund eines zerrütteten Vertrauens in die Währung zu restriktiver Wirtschaftspolitik gezwungen, so kann als Reflex der Stabilisierungskrise die Leistungsbilanz positiv werden. Leistungsbilanzüberschüsse sind in diesem Fall Ausdruck der Schwäche einer Währung. Leistungsbilanzüberschüsse können auch durch eine erfolgreiche Abwertungsstrategie erzielt werden<sup>13</sup>. Jedoch auch ein abwertungsorientierter Merkantilismus ist mit einer geringen Vermögenssicherungsqualität des Geldes des abwertenden Landes verbunden. Leistungsbilanzüberschüsse können somit das Resultat einer geringen Vermögenssicherungsqualität der Währung sein, während Leistungsbilanzdefizite Reflex der internationalen Begehrtheit eines Geldes sein können.

Permanente Leistungsbilanzdefizite führen unweigerlich in eine Netto-Schuldnerstellung des betreffenden Landes. Auch eine solche Konstellation führt keineswegs automatisch zu einem Versiegen von Kapitalimporten. Dies gilt etwa dann, wenn das Netto-Schuldnerland in ausländischer Währung verschuldet ist und an der Zahlungsfähigkeit des Landes – seiner Devisenproduktivität (vgl. *Stützel* 1978: 159ff.) – kein Zweifel besteht. Sind Kapitalimporte und ein stabiler Wechselkurs für ein Land allerdings nur durch hohe binnenwirtschaftliche Zinsen erreichbar – folgt es also der *Mundell-Fleming*-Strategie (vgl. *Mundell* 1968) –, so ist es aufgrund der restriktiven Geldpolitik einem asymmetrischen Anpassungsprozeß unterworfen, der das Defizit der Leistungsbilanz reduziert. Ist ein Netto-Schuldnerland in eigener Währung verschuldet, so besteht für Gläubiger das Risiko einer Abwertungsstrategie des Schuldnerlandes. Um dieses „moral hazard“ zu kompensieren, muß ein Land ein relativ hohes Vertrauenskapital aufweisen. In aller Regel erlauben nur die spezifischen Bedingungen von Leitwährungsländern auf Dauer die Verbindung von Leistungsbilanzdefiziten, Netto-Schuldnerstellung und Verschuldung in eigener Währung.

---

<sup>13</sup> Abwertungsstrategien sind nur unter spezifischen Bedingungen erfolgreich. Insbesondere bedarf eine erfolgreiche Abwertung der Stabilisierung der Geldlöhne und damit der freiwilligen Hinnahme von Reallohnsenkungen. Zudem ist eine Abwertungsstrategie durch destabilisierende Kapitalexporte gefährdet.



## II. Die Konstellation eines stabilen Leitwährungssystems

Ein stabiles Leitwährungsland<sup>14</sup> stellt die Währung mit der höchsten Vermögenssicherungsqualität aller Währungen zur Verfügung und steht mit seinem Geld an der Spitze der Währungshierarchie. Die Leitwährungsstellung drückt sich einerseits in einem relativ niedrigen Zinssatz in dem Leitwährungsland, vor allem jedoch in der Macht des Leitwährungslandes aus, die Geldpolitik des gesamten Währungssystems zu diktieren.

Leitwährungsländer übernehmen aufgrund der hohen Vermögenssicherungsqualität ihres Geldes internationale Geld- und Bankenfunktionen. In der Leitwährung werden internationale Kreditverträge abgewickelt, jedoch auch der Handel international wichtiger Güter wird in der Leitwährung durchgeführt. Leitwährungsländer erzielen als internationale Reservewährungsländer hohe Kapitalimporte in der Form von Transaktions- und Vorsichtskassen bis hin zu langfristigen Geld- und Produktanlagen mit dem Ziel der langfristigen Vermögenssicherung. Anhaltend hohe Kapitalimporte ermöglichen den Spielraum für hohe Kapitalexporte bei Aufrechterhaltung der Stabilität des Wechselkurses. Leitwährungsländer werden zu Drehscheiben internationaler Kapitalströme mit hohen Einlagen – Kapitalimporten – und hohen Kreditvergaben – Kapitalexporten – und zu Finanzzentren des internationalen Kapitalmarktes (vgl. *Kindleberger* 1966, 1983, *Salant* 1966, *Lindert* 1969, *Minsky* 1979). Hat ein internationaler Finanzplatz und Kapitalmarkt in einer Währung erst einmal ein gewisses Volumen erreicht, so wird die Breite und Tiefe des Marktes über steigende Skaleneffekte zu einem zusätzlichen Vorteil, der Einleger und Kreditnehmer anzieht (vgl. *Swoboda* 1968, *Krugman* 1989).

Ein Leitwährungsland erzielt Einkommen aufgrund der Zinsdifferenz zwischen Verbindlichkeiten und Forderungen, wobei die niedrigen „Einlagenzinsen“ aufgrund der hohen Vermögenssicherungsqualität der Leitwährung einen gleichzeitig niedrigen „Verleihzins“ erlauben<sup>15</sup>. In aller Regel

<sup>14</sup> Leitwährungsländer müssen eine gewisse relative ökonomische Stärke (reales Sozialprodukt, Innovationskraft etc.) gegenüber Nicht-Leitwährungsländern aufweisen. Dies begründet sich nicht nur daraus, daß in der Leitwährung ein relativ großer Kapitalmarkt etc. existieren muß, sondern liegt auch in dem Umstand begründet, daß Leitwährungen ökonomisch, politisch und militärisch wichtige Länder sein müssen. So würden sich – um ein simples Beispiel zu nennen – ökonomisch relativ große Nicht-Leitwährungsländer schwerlich von einem ökonomisch kleinen Leitwährungsland wirtschaftspolitisch dominieren lassen.

<sup>15</sup> Das Halten von Liquidität in der Leitwährung erzeugt für ökonomische Agenten unabhängig von der Vermögenssicherungsqualität der Leitwährung einen nichtpekuniären Ertrag aufgrund der Transaktionskostensparnis bei der Abwicklung internationaler Transaktionen. Auch dies führt zu niedrig verzinsten oder gar zinslosen Kapitalimporten in das Leitwährungsland.

betreibt ein Leitwährungsland Fristentransformation und wird damit zum Produzenten von Liquidität. Dies wird zu einer weiteren Quelle der Zinsdifferenz, da kurzfristige Einlagen niedrige Zinssätze erlauben, während längerfristige Kreditvergaben mit relativ hohen Zinssätzen verbunden sind<sup>16</sup>. Besteht international das Bedürfnis, Liquidität in einer spezifischen Währung zu halten, so kann sich das betroffene Land bei unreguliertem Kapitalverkehr nicht gegen eine Fristentransformation zwischen Kapitalimporten und Kapitalexporten wehren. Das Kalkül von ökonomischen Agenten bewirkt, daß ein Leitwährungsland im kurzfristigen Bereich eine Netto-Schuldnerstellung einnimmt – selbst wenn es insgesamt eine Netto-Gläubigerstellung innehat<sup>17</sup>. Spiegelbildlich nehmen typischerweise Nicht-Leitwährungsländer im kurzfristigen Bereich eine Netto-Gläubigerstellung ein – selbst dann, wenn sie insgesamt Netto-Schuldnerländer sind.

Für das Leitwährungsland besteht – wie für jede Bank – ein Liquiditätsproblem, das jedoch aufgrund der hohen Vermögenssicherungsqualität der Leitwährung leicht beherrscht werden kann. Die hohe Vermögenssicherungsqualität bewirkt, daß internationale Kapitalströme über Zinspolitik gesteuert werden können, während bei Ländern mit zerrütteter Vermögenssicherungsqualität der Zinssatz zur Erzeugung von Kapitalimporten stumpf ist (vgl. *Keynes* 1913: 15ff.). Marktmäßig ergänzt sich somit der Wunsch der Nicht-Reservewährungsländer nach internationaler Liquidität mit der Fähigkeit des Leitwährungslandes, die internationalen Kapitalströme leicht steuern zu können.

Durch Marktkräfte ist ein stabiles Leitwährungsland der Tendenz zur Realisierung von Leistungsbilanzdefiziten ausgesetzt. Zwar kann es sich durch relativ niedrige Zinssätze und Förderung des Kapitalexportes – auch des öffentlichen – gegen Netto-Kapitalimporte sträuben, jedoch wird es nach der Logik eines stabilen Währungssystems tendenziell in eine Defizitkonstellation gedrängt. Entstehen Leistungsbilanzdefizite des Leitwährungslandes aufgrund hoher marktmäßiger Kapitalimporte auf Basis einer hohen Vermögenssicherungsqualität der Leitwährung, so sind solche Defizite Resultat und Ausdruck der Stärke und nicht der Schwäche einer Leitwährung. Es ist geradezu ein Charakteristikum einer Leitwährungsnation,

<sup>16</sup> Ein Leitwährungsland kann als Emittent von Geld, das internationale Funktionen übernimmt, neben der Zinsmarge Seigniorage-Gewinne realisieren. In der Regel werden Seigniorage-Gewinne durch die Zentralbankgeldmenge des Leitwährungslandes gemessen, die im Ausland gehalten wird, da entsprechend dieser Geldmenge eine kostenlose Finanzierung eines Leistungsbilanzdefizites ermöglicht wird (vgl. *Johnson* 1969, *Grubel* 1969, *Cohen* 1971).

<sup>17</sup> Diese Konstellation galt sowohl für Großbritannien unter dem Goldstandard vor dem Ersten Weltkrieg als auch für die USA für die ersten Jahrzehnte nach dem Zweiten Weltkrieg (vgl. *Lindert* 1969).

daß sie über eine negative Handelsbilanz Wohlfahrtsgewinne realisieren kann. Bei veränderlichen Wechselkursen können sich dazu noch Wohlfahrtsgewinne über nominelle Aufwertungen gesellen, die die Terms of Trade verbessern.

Der Goldstandard vor dem ersten Weltkrieg – der eigentlich ein Pfund-Standard war – zeichnete sich durch eine leicht positive Leistungsbilanz Englands bei gleichzeitig negativer englischer Handelsbilanz aus. England als Leitwährungsland bewahrte sich dadurch eine zuvor aufgebaute Gläubigerstellung und finanzierte die Defizite in der Handelsbilanz mit Zins- und Profittransfers aus dem Ausland. Die damaligen Netto-Schuldnerländer hatten dadurch die Möglichkeit, durch Handelsbilanzüberschüsse ihren Zinsverpflichtungen nachzukommen. Anhaltende Überschuldungskrisen der Netto-Schuldnerländer wurden dadurch vermieden (vgl. Ford 1962).

Eine stabile Leitwährungsstellung ist jedoch potentiell auch bei permanent negativer Leistungsbilanz des Leitwährungslandes möglich. Steigt das Weltgeldvermögen im Rahmen weltwirtschaftlichen Wachstums und bleiben die Portfoliopräferenzen der ökonomischen Agenten unverändert, so wird ein konstanter Teil des Weltvermögens – beispielsweise aus dem profanen Grund einer steigenden internationalen Transaktions- und Vorsichtskasse – in der Leitwährung angelegt und erlaubt die Aufrechterhaltung eines Leistungsbilanzdefizits. Allerdings ist nicht zu erwarten, daß Vermögensbesitzer durch ihre Portfolioentscheidungen eine anhaltende kumulative Außenverschuldung eines Leitwährungslandes ermöglichen, da dies letztlich eine permanente Präferenzverschiebung zum Vorteil der Leitwährung implizieren würde.

Bei permanentem Leistungsbilanzdefizit wächst der Außenschuldenbestand eines Landes an, was jährlich steigende Zinstransfers ins Ausland zur Folge hat. Wieweit ein Leistungsbilanzdefizit bei steigendem Schuldenbestand ab einem gewissen Zeitpunkt eine negative Handelsbilanz erzwingt, hängt vom Wachstum des Schuldenbestandes – dem Leistungsbilanzdefizit bzw. dem jährlichen Netto-Kapitalimport – und der Zinsrate auf die Außenschuld ab. Liegt das Wachstum der Netto-Kapitalimporte in das Leitwährungsland über der Zinsrate auf die Auslandsschuld – eine Annahme, die nicht per se zu verwerfen ist –, so kann auch eine negative Handelsbilanz beliebig lange realisiert werden. Im umgekehrten Fall muß allerdings bei permanent negativer Leistungsbilanz die Handelsbilanz positiv werden und ein Netto-Ressourcentransfer ins Ausland stattfinden (vgl. Domar 1950). Nur im letzteren Fall erfüllen sich die Befürchtungen, daß der kurzfristig realisierte Wohlfahrtsimport in der Gegenwart in der Form von Importüber-



schüssen durch Wohlfahrtsverzicht in der Zukunft in der Form von Exportüberschüssen erkaufte werden muß.

Die Weltwirtschaft unterliegt einem destruktiven Nullsummenspiel, wenn alle Länder der Welt eine merkantilistische Strategie verfolgen und Überschüsse in ihrer Leistungsbilanz realisieren wollen. Insbesondere wenn es zu einem Wettlauf restriktiver Wirtschaftspolitik zur Erzielung von Überschüssen kommt, unterliegt die Weltwirtschaft einem deflationären Trend (vgl. *Vines* 1980, *Vandenbroucke* 1985). Die Konstellation der Zahlungsbilanz des Leitwährungslandes ist für die Intensität eines weltweiten merkantilistischen Nullsummenspiels entscheidend. Verfolgt ein Leitwährungsland eine merkantilistische Strategie und strebt entgegen den Marktkräften hohe Leistungs- oder gar Handelsbilanzüberschüsse an, so wird das Währungssystem fundamental destabilisiert: Versucht es über interne Stabilisierungskrisen einen Leistungsbilanzüberschuß zu erzielen, so erzeugt es die Gefahr einer internationalen Deflationsspirale; versucht es über nominelle Abwertungen Leistungsbilanzüberschüsse zu erzielen, so wird das Währungssystem ebenfalls instabil, da der Stabilitätsanker des Systems durch den Verfall der Vermögenssicherungsqualität der Leitwährung zerstört wird.

In einem einfachen Modell einer Währungshierarchie sind die Überschüsse der Nicht-Leitwährungsländer das Spiegelbild des Defizits des Leitwährungslandes. Die Akzeptanz von Handels- oder Leistungsbilanzdefiziten des Leitwährungslandes korrespondiert mit den Bedürfnissen der in der Währungshierarchie nachgeordneten Staaten, die durchaus dem Zwang und der Versuchung unterliegen, eine qualitativ hochwertige Währung über den Aufbau einer Netto-Gläubigerstellung aufzubauen – zumindest dürfte dies immer für einige Länder gelten. Für Länder mit einer geringen Reputation ihrer Gelder und damit auch einer geringen Potenz, internationale Kapitalströme durch Zinssignale zu steuern, sind Leistungsbilanzüberschüsse ein Mittel der Währungssicherung. Leistungsbilanzüberschüsse erlauben den Aufbau von Devisenreserven, erhöhen gegebenenfalls den zukünftigen Spielraum für expansive Wirtschaftspolitik und stärken das Vertrauen von Vermögensbesitzern in die Stabilität des Geldes, *wenn* die Überschüsse bei einem stabilen Wechselkurs zustandekommen. Bei unausgelasteten inländischen Ressourcen können Exportüberschüsse auch einen exportgeleiteten inländischen Wachstumsprozeß unterstützen. Schließlich kann der Aufbau einer Netto-Gläubigerstellung als Strategie eines zukünftigen Wohlfahrtsimportes durch Importüberschüsse sowie als Strategie zum Aufbau größerer wirtschaftspolitischer Autonomie oder Dominanz begriffen werden.

Defizite des Leitwährungslandes bei gleichzeitigen Überschüssen der nachgeordneten Länder bilden ein stabiles Währungssystem, das keine Instabilitäten des weltwirtschaftlichen Saldenausgleichs aufbaut. Bei der beschriebenen Konstellation erscheint das Leitwährungsland als „residual country“, das über die Hinnahme von Außenwirtschaftsdefiziten das (potentielle) merkantilistische Nullsummenspiel der in der Währungshierarchie nachgeordneten Länder entschärft und einen „mercantilism without conflicts“ erlaubt (vgl. *Guerrieri/Padoan* 1986). In Bezug auf internationale Kreditbeziehungen ist die obige Konstellation stabil. Das kreditwürdigste Land – das Leitwährungsland – verschuldet sich, während weniger kreditwürdige Staaten in eine Netto-Gläubigerposition kommen. Staaten, die eine geringe Kreditwürdigkeit haben, werden somit nicht in eine Netto-Schuldnerstellung gedrängt, die beim Zusammenbruch der Kreditwürdigkeit dann zur Überschuldung führen muß.

Die Gruppe der Nicht-Leitwährungsländer kann sich intern differenzieren. So ist es wahrscheinlich, daß nicht alle Nicht-Leitwährungsländer Leistungsbilanzüberschüsse realisieren. Das Leitwährungsland entschärft zwar durch die Akzeptanz von Leistungsbilanzdefiziten ein potentielles merkantilistisches Nullsummenspiel, doch können die Defizite des Leitwährungslandes nicht beliebig ohne die Aushöhlung der Leitwährungsfunktion ansteigen. Es ist vielmehr davon auszugehen, daß sich innerhalb der Nicht-Leitwährungsländer eine Gruppe von Ländern herausbildet, die auch auf Kosten anderer Nicht-Leitwährungsländer Leistungsbilanzüberschüsse und eine Netto-Gläubigerstellung aufbaut.

Idealtypisch dürfte eine stabile Währungshierarchie folgendermaßen aussehen: An der Spitze steht das Leitwährungsland mit Leistungsbilanzdefiziten und einer Netto-Schuldnerstellung, wobei sich beides mit der Stabilität der Leitwährung verbinden läßt, jedoch die Leistungsbilanzdefizite quantitativ begrenzt sind; danach kommen Länder, die Leistungsbilanzüberschüsse und eine Netto-Gläubigerstellung aufweisen; am unteren Ende der Währungshierarchie stehen Netto-Schuldnerländer mit Leistungsbilanzdefiziten. Für letztere ist ihr Defizit- und Schuldnerstatus ein äußerst negatives Element der Qualität ihres Geldes und eine beständige Bedrohung der Stabilität ihrer Währung. Bei diesen Ländern ist der Schuldnerstatus im Vergleich zum Leitwährungsland kein Ausdruck der monetären Stärke, sondern umgekehrt ein Ausdruck des Unterliegens gegenüber anderen Nicht-Leitwährungsländern. Das ökonomische Schicksal der Länder am Ende der Währungshierarchie wird somit nicht allein von der Politik des Leitwährungslandes bestimmt, sondern auch von der Wirtschaftspolitik der zweiten und dritten Länder der Währungshierarchie. Verfolgen diese Län-

der eine hemmungslose merkantilistische Strategie, so zwingen sie die Länder am Ende der Währungshierarchie in ökonomische Abhängigkeit (vgl. *Betz/Lüken-Klaßen* 1989). Weltwirtschaftlich funktional wäre dagegen, wenn die zweiten und dritten Länder der Währungshierarchie als Netto-Gläubigerländer zumindest Defizite in ihren Handelsbilanzen akzeptieren würden – eine Situation, die den Goldstandard vor dem Ersten Weltkrieg charakterisierte.

Permanente Leistungsbilanzüberschüsse von (einigen) Nicht-Leitwährungsländern und entsprechende Defizite des Leitwährungslandes könnten als Keim der zukünftigen Erosion der Stellung des Leitwährungslandes begriffen werden. Eindeutig ist ein solcher Zusammenhang jedoch nicht, da der Leistungsbilanzsaldo eines Landes weder einen zwingenden Schluß auf dessen reales Wachstum noch auf dessen Innovationskraft erlaubt. Auch die monetäre Dominanz eines Leitwährungslandes braucht durch nachfolgende Netto-Gläubigerländer nicht zwingend ausgehöhlt zu werden. Sicherlich hat ein Netto-Gläubigerland in eigener Währung gewisse Vorteile gegenüber einem Netto-Schuldnerland, da es eine günstigere Struktur des Cash Flows hat und durch das Halten einer Vorsichtskasse der Schuldner über einen endogen erzeugten Kapitalimport verfügt. Allein diese Tatsache führt jedoch nicht zur Erosion der Leitwährungsstellung. Erstens ist die Vorsichtskasse für die Vermögenshaltung in einer Währung nur ein Motiv unter vielen, und zweitens ist es nicht zwingend, daß ein Land eine Netto-Gläubigerstellung in eigener Währung hat. Erst wenn sich neben dem Leitwährungsland aus historisch spezifischen Gründen ökonomisch vergleichbar starke Länder mit stabilen Währungen entwickeln – faktisch ein Multiwährungsstandard entsteht –, ist die Gefahr der Aushöhlung der Leitwährungsfunktion eines Netto-Schuldnerlandes gegeben. Aber auch in diesem Fall läuft die Konkurrenz der Währungen über die Konkurrenz der Stabilität der Gelder, wobei das Netto-Gläubigerland dann Vorteile hat. Können sich Leitwährungsländer in einem Multiwährungsstandard keine Leistungsbilanzdefizite mehr „leisten“, so ist damit auch der deflationäre Charakter eines solchen Systems vorprogrammiert.

### III. Die Strategie der Ausbeutung der Leitwährungsposition

Betreibt ein Leitwährungsland eine Politik der Entknappung des nationalen Geldes, so kann von der Ausbeutung der Leitwährungsfunktion gesprochen werden. Der sensible Punkt der Außenwirtschaftsverflechtung eines Leitwährungslandes sind die Kapitalimporte – die „Einlagen“ bei der „Weltbank“. Bleiben sie aus, so ist die Leitwährung Abwertungstendenzen



unterworfen. Verfolgt das Leitwährungsland in einer solchen Situation restriktive Geldpolitik, so wird die Qualität der Leitwährung verteidigt; verweigert das Leitwährungsland restriktive Geldpolitik und erlaubt eine Abwertung der nationalen Währung, so beutet es seine internationale monetäre Stellung aus. „Leadership can degenerate into exploitation“ (Kindleberger 1981: 246) – und es gibt keinerlei Garantie, daß ein Leitwährungsland nicht der Strategie der Ausbeutung folgt.

Ein Leitwährungsland kann mittels der Entknappung seines Geldes nationale Wohlfahrtsgewinne auf Kosten anderer Länder erzielen. Ein entscheidendes Privileg eines Leitwährungslandes besteht darin, daß es sich in eigenem Geld verschulden kann. Gelingt es einem Leitwährungsland, sich aufgrund seiner spezifischen Vermögenssicherungsqualität und der relativ leichten Steuerung internationaler Kapitalströme exzessiv zu verschulden, so kann es den aufgebauten realen außenwirtschaftlichen Schuldenbestand durch eine anschließende Entknappung und Abwertung der eigenen Währung reduzieren. Erhöhen Netto-Schuldnerländer, die in fremder Währung verschuldet sind, bei einer Abwertung ihre Realschulden, so senkt ein Leitwährungsland beim gleichen Akt seinen realen außenwirtschaftlichen Schuldenbestand. Verschlechterungen der Terms of Trade hat das Leitwährungsland in diesem Fall allerdings hinzunehmen. Aus der Argumentation folgt, daß ein Leitwährungsland einem Defizit der Leistungsbilanz – selbst wenn die Netto-Schuldnerstellung drastisch ansteigt und nicht langfristig aufrechterhalten werden kann – sorgloser als andere Länder entgegensehen kann, da eine Überschuldung eines Leitwährungslandes ausgeschlossen ist. Es verwundert somit nicht, daß ein Leitwährungsland der Versuchung unterliegt, eine Politik des „benign neglect“ zu praktizieren. Es überläßt dann den anderen Ländern des Währungssystems die Funktion der Stabilisierung des Wechselkurses und verfolgt selbst eine ausschließlich binnenwirtschaftlich orientierte Wirtschaftspolitik. Ein deutlicher Ausdruck der Politik eines „benign neglect“ ist das Privileg des Leitwährungslandes, keine Währungsreserven halten zu müssen. Da es selbst Weltliquidität zur Verfügung stellt und Wechselkursschwankungen keine Liquiditätsprobleme erzeugen können, kann es selbst auf Reservehaltung verzichten.

Hohe externe Verschuldung des Leitwährungslandes mit nachfolgender drastischer Entschuldung mittels Abwertung können als Strategie des kurz- und mittelfristigen Wohlfahrtsimports eines Leitwährungslandes interpretiert werden. Langfristig sind die Wohlfahrtseffekte einer solchen Strategie ambivalent. Einerseits ist es möglich, daß Vermögensbesitzer nach einer solchen für sie verlustreichen Politik des Leitwährungslandes ein zukünftig geringeres (oder kein) Leistungsbilanzdefizit des Leitwährungslandes

finanzieren. Im negativsten Fall kann die Leitwährungsposition auf ein anderes Land übergehen, was neben eng ökonomischen Effekten – Verlust von Seigniorage-Gewinnen etc. – auch unmittelbare politische Konsequenzen beinhaltet. Der Zusammenbruch der Leitwährungsrolle eines Landes ist gekommen, wenn eine außenwirtschaftliche Verschuldung in eigener Währung aufgrund der Kalküle von Vermögensbesitzern nicht mehr gelingt. Allerdings ist es auch möglich, daß das Leitwährungsland nach einer drastischen Abwertungsphase das Vertrauen in seine Währung regenerieren und zu hohen Außenwirtschaftsdefiziten zurückkehren kann. Das Leitwährungsland kann zumindest darauf bauen, durch Abwertungen die internationale Wettbewerbsfähigkeit ohne die Gefahr der Überschuldung zu verbessern. Gelingt aufgrund inflationärer Effekte und kumulativer Kapitalexporte eine reale Abwertung nicht oder nur unvollkommen, so wird das Leitwährungsland allerdings aufgrund der Zerrüttung des Geldsystems zu einer wohlfahrtsmindernden Stabilisierungskrise mit Arbeitslosigkeit gezwungen.

Bezogen auf das Vertrauenskapital, das ein Leitwährungsland besitzt, läßt sich die Politik der Ausbeutung der Leitwährungsfunktion als Verbrauch dieses Kapitals interpretieren, also als erhöhter jetziger Konsum – hohe Leistungsbilanzdefizite bei gleichzeitig günstigen Terms of Trade – auf Kosten späteren Konsums – schlechtere Terms of Trade und geringere Leistungsbilanzdefizite in der Zukunft<sup>18</sup>. Bei entsprechender Zeitpräferenz (der wirtschaftspolitisch Verantwortlichen) kann die Ausbeutung der Leitwährungsfunktion durchaus einer rationalen Strategie der nationalen Wohlfahrtsmaximierung entsprechen.

Die Möglichkeiten der Ausbeutung einer Leitwährungsstellung hängen von der Struktur der Währungshierarchie ab. Gibt es ein Leitwährungsland, das ökonomisch, politisch und militärisch eine hegemoniale Stellung im Mächtesystem einnimmt, so besitzt dieses Land ein großes „confidence and coercion capital“ (Klein 1978: 78), das ausgebeutet werden kann. Formal läßt sich so ein Vertrauens- und Nötigungskapital als Vermögenssicherungsqualität der Leitwährung fassen, auf die ein Hegemon unabhängig von seiner Wirtschaftspolitik bauen kann. Mangels realistischer Alternativen zur etablierten Leitwährung und aufgrund einer wirksamen Beeinflussung der Wirtschaftspolitik von Nicht-Leitwährungsländern durch das Leitwährungsland kann ein hegemoniales Leitwährungsland dann trotz einer Poli-

---

<sup>18</sup> “In a dynamic context the money supplier has the alternative cost of ‘selling’ this real asset by international depreciating, i.e. by unanticipated money supply growth, thereby increasing short-run profit in exchange for lower long-run or steady state profit.” (Klein 1978: 76).

tik der Ausbeutung der Leitwährungsfunktion Kapitalimporte stabilisieren. Es übernimmt dann trotz einer Politik der Ausbeutung der Leitwährungsstellung mit seinem Geld internationale Funktionen und kann sich eine Art Rente aneignen. Es kann zudem darauf hoffen, daß es ihm in der Zukunft leicht gelingt, die Reputation der nationalen Währung wieder zu regenerieren – möglicherweise um einen neuen Zyklus von exzessiver außenwirtschaftlicher Verschuldung und Abwertung zu beginnen. Gibt es in der Weltwirtschaft dagegen im Rahmen eines Multiwährungsstandards mehrere potentielle Leitwährungen und muß die Leitwährungsfunktion permanent durch eine monetäre Stabilisierungspolitik „verdient“ werden, ist der Spielraum zur Ausnutzung der Leitwährungsprivilegien geringer. Bei einer solchen Konstellation kann das Vertrauenskapital des Leitwährungslandes nur einmalig verbraucht werden und der Wohlfahrtsgewinn hat keinen Rentencharakter.

Die weltwirtschaftlichen Probleme einer Entknappung der Leitwährung gruppieren sich um die (Zer-)Störung eines funktionalen internationalen Geldes insbesondere in seiner Funktion als Inhalt von Schuldverträgen und als Wertaufbewahrungsmittel. Existiert ein hegemoniales Währungssystem, wird die Weltwirtschaft während Phasen der Entknappung der Leitwährung inflationären Tendenzen ausgesetzt; vor allem jedoch kommt die Weltwirtschaft in eine Krise, wenn der Hegemon aus binnen- oder auch außenwirtschaftlichen Gründen Stabilitätspolitik betreiben muß. Auch im Falle eines Multiwährungsstandards führt die Ausbeutung der Leitwährungsfunktion zur Destabilisierung der Weltwirtschaft, da ein Wechsel des Leitwährungssystems mit heftigen Portfolioumschichtungen, Währungsturbulenzen und der Gefahr von weltwirtschaftlichen Nullsummenspielen verbunden ist. Insgesamt erhöhen Politiken der Ausbeutung der Leitwährungsstellung das Niveau der Unsicherheit und damit der Zins- und Profitraten; langfristig ist es wahrscheinlich, daß dadurch Weltproduktion und Weltbeschäftigung sinken.

#### **IV. Das Ende der Leitwährungsrolle des Dollars?**

Dem Dollar fiel nach dem Zweiten Weltkrieg im Rahmen des Systems von Bretton Woods automatisch die Rolle einer hegemonialen Leitwährung zu. Eine Knapphaltung des Dollarangebots wäre jedoch ab den sechziger Jahren zur Erhaltung des Systems von Bretton Woods notwendig gewesen, da die „Dollarlücke“ der Nachkriegszeit zu diesem Zeitpunkt längst beseitigt war. Durch eine Abwertungsstrategie und die Einführung von protektionistischen Maßnahmen nahm die US-Politik Anfang der siebziger Jahre Züge



eines abwertungsorientierten Merkantilismus an, dem es vor allem um die Bekämpfung von Verschlechterungen der Leistungsbilanz ohne interne Stabilisierungskrise ging (vgl. *Callego* 1980). Das System von Bretton Woods zerbrach somit keineswegs an einer realökonomischen Schwäche der USA, sondern an der Entknappung des Dollars als Leitwährung (vgl. *Minsky* 1979: 103). Sicherlich haben die USA ihre Dominanzposition der unmittelbaren Nachkriegszeit in dem Sinne verloren, daß sie anderen Staaten nicht (mehr) unumwunden ihren Willen aufzwingen können. Jedoch wären sie ohne Probleme in der Lage gewesen, Ende der sechziger Jahre das Fixkursystem durch restriktive Wirtschaftspolitik zu erhalten.

Die USA ließen sich vom Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods wirtschaftspolitisch nicht beeindrucken, sondern verfolgten weiter eine expansive und abwertungsorientierte Wirtschaftspolitik. Nach 1977 brach schließlich das Vertrauen in den Dollar zusammen, und es kam zu einem kumulativen Verfall des Dollarkurses. Die USA erlebten Ende der siebziger Jahre nach dem Ersten Weltkrieg zum ersten Mal eine Situation, die sie aus außenwirtschaftlichen Gründen zu restriktiver binnenwirtschaftlicher Politik zwang. Allerdings hatten sie zuvor über etwa eineinhalb Jahrzehnte eine Politik der Entknappung des Dollars betrieben, die die Vermögenssicherungsqualität des Dollars stark reduziert hatte (vgl. *Herr / Spahn* 1989).

Die Regeneration des Dollars gelang erstaunlich schnell, und schon 1980 begann eine allgemeine Aufwertungsphase der amerikanischen Währung, die bekanntlich bis 1985 anhielt. Die überaus leichte Regeneration des Dollars, die ab Mitte 1982 auch mit drastisch gesenkten Zinssätzen zusammenfiel, läßt vermuten, daß der Dollar nach wie vor eine spezifische durch die ökonomische, politische und militärische Stellung der USA begründete Vermögenssicherungsqualität besaß, die leicht reaktiviert werden konnte. Von einem Verlust der Leitwährungsfunktion war Anfang der achtziger Jahre somit nicht auszugehen. Zwar war eine Phase äußerst restriktiver Wirtschaftspolitik (und möglicherweise auch eine politische und militärische Stärkung der Pax Americana) notwendig, um das Vertrauen in die amerikanische Währung zu stabilisieren, die Regeneration des Dollars gelang jedoch, ohne daß eine andere Währung diesen Prozeß hätte verhindern können. Die Kosten der restriktiven amerikanischen Politik Anfang der achtziger Jahre waren für die Weltwirtschaft – sowohl für die entwickelten Industrieländer als vor allem auch für die Dritte Welt – in der Form von Wachstumseinbußen und Arbeitslosigkeit enorm. Allerdings übernahmen die USA im weiteren Verlauf der achtziger Jahre in einer Situation der Instabilität des Finanzsystems – die sie wesentlich selbst erzeugt hatten – die Funktion

eines internationalen Lenders of Last Resort und stabilisierten durch die Akzeptanz hoher Leistungs- und Handelsbilanzdefizite die Weltwirtschaft. Hätten die USA in den achtziger Jahren versucht, durch restriktive Wirtschaftspolitik oder auch nur Protektionismus eine positive Leistungsbilanz zu erzwingen, hätte dies – zusammen mit der merkantilistischen Politik Japans und der Bundesrepublik – zur Gefahr einer weltweiten Deflation geführt.

Beuteten die USA ihre Leitwährungsstellung in den sechziger und siebziger Jahren durch eine expansive rein national orientierte Wirtschaftspolitik aus, die das System von Bretton Woods zerstörte und bis zur Schwelle der Erosion der internationalen Rolle des Dollars betrieben wurde, so nutzten sie in den achtziger Jahren ihr Privileg zur massiven Auslandsverschuldung in eigener Währung. Der Reflex der hohen US-Budgetdefizite, des überdurchschnittlich hohen realen Wachstums in den USA und der Aufwertung des Dollars bis 1985 waren explodierende Leistungsbilanzdefizite, die den USA binnen weniger Jahre ihre Netto-Gläubigerstellung raubten und sie zum größten Netto-Schuldnerland der Welt transformierten. Typischerweise sind Länder mit ansteigenden Leistungsbilanzdefiziten und expansiver Geld- und Fiskalpolitik von Abwertungen betroffen, da Vermögensbesitzer nicht bereit sind, ein steigendes Leistungsbilanzdefizit in einer solchen Situation zu finanzieren. Eine Verschuldung in eigener Währung im Ausmaß der US-Defizite kann nur einem hegemonialen Leitwährungsland gelingen bzw. einem Leitwährungsland, das glaubhaft machen kann, daß es in absehbarer Zeit eine hohe Vermögenssicherungsqualität aufrechterhalten kann und will.

Die drastische Abwertung des Dollars nach 1985 war von Vermögensbesitzern nicht antizipiert worden. Dies kann daraus geschlossen werden, daß der Dollar bis 1985 trotz schrumpfender Zinssatzdifferenzen zwischen den USA und anderen Anlagewährungen an Wert gewann und mit allenfalls minimalen Abwertungen des Dollars gerechnet wurde (vgl. *Krugman* 1985). Es wäre für die USA 1985 möglich gewesen, durch restriktive Wirtschaftspolitik den Dollar auf seinem damaligen Kursniveau zu stabilisieren und die Leistungsbilanzdefizite auf ein Niveau zu reduzieren, das mit der Stabilität des Wechselkurses vereinbar gewesen wäre. Dazu waren die USA jedoch aus binnenwirtschaftlichen Gründen nicht bereit, sondern verstärkten durch eine Politik sinkender Zinsen die Abwertung. Als der Kursverfall dann kumulative Züge annahm und 1987 mit einem weltweiten Börsenkrach verbunden war, nahmen sie gleichwohl eine Politik des „benign neglect“ ein und überließen die Stabilisierung der Wechselkurse wie unter dem System von Bretton Woods dem Ausland. Der Fall des Dollars in den Jahren nach

1985 zeigt ebenfalls die nach wie vor existierende hegemoniale Stellung der USA. Als Leitwährungsland brauchten sie ihre Wirtschaftspolitik nicht den Weltmarktzwängen zu unterwerfen, sondern konnten die Wechselkursstabilisierung des Dollars anderen Ländern überlassen<sup>19</sup>. Die Strategie der USA war bisher (Ende 1991) erfolgreich, denn der Dollar wertete drastisch ab, ohne daß eine Stabilisierungskrise nötig geworden wäre und die Leistungsbilanzdefizite hätten merklich reduziert werden müssen. Ab Ende der achtziger Jahre konnte der Dollar sich stabilisieren und teilweise erneut beachtliche Aufwertungsgewinne realisieren. Selbstverständlich kann nicht ausgeschlossen werden, daß die USA erneut in eine Situation wie Ende der siebziger Jahre kommen und eine Stabilisierungskrise erzeugen müssen. Alles spricht jedoch dafür, daß die USA wie bisher erst bei Instabilitäten des Dollars, die auf die Binnenwirtschaft massiv destabilisierend wirken, ihre Politik des „benign neglect“ aufgeben.

Das Währungssystem nach dem Zweiten Weltkrieg ist durch die Ausbeutung der Leitwährungsposition durch die USA und den Merkantilismus der nachfolgenden Reservewährungsländer Japan und Deutschland gekennzeichnet<sup>20</sup>. Die USA nehmen nach wie vor mit dem Dollar die Leitwährungsrolle ein und beeinflussen wie bisher kein anderes Land der Welt die Entwicklung des Weltwährungssystems und der Weltwirtschaft. Die Wirtschaftspolitik der USA kann als national wohlfahrtsmaximierende Strategie interpretiert werden. Dies gilt sowohl in den sechziger und siebziger Jahren, in denen die USA eine nationale Politik ohne Berücksichtigung externer Restriktionen verfolgten und erst in einer Situation ernsthafter Erosionstendenzen des Dollars zur Stabilisierung übergingen; dies gilt auch für die achtziger Jahre, in denen sie eine kumulative außenwirtschaftliche Verschuldung in eigener Währung aufbauten, die in ihrem Ausmaß bei sta-

---

<sup>19</sup> "Actually, the U. S. authorities seem quite prepared to see the dollar fall wherever markets and foreign central banks will allow. Europe and Japan, the Administration assumes, are anxious enough about the effect of the dollar's decline on their exports to support it indefinitely. The expectation underlying this latter-day Republican version of 'benign neglect', akin to the earlier Carter and Nixon versions, is that the dollar's fall will narrow the U. S. trade deficit and restore confidence in the dollar once it has fallen far enough". (*Calleo / Cleveland / Silk* 1988: 848).

<sup>20</sup> Aufgrund der ökonomischen Effekte der deutschen Vereinigung entstanden in der Bundesrepublik 1991 Leistungs- und auch Handelsbilanzdefizite. Sollte die Bundesrepublik in eine anhaltende Konstellation mit Leistungsbilanzdefiziten, schwacher DM, Aushöhlung der Unabhängigkeit der Bundesbank etc. kommen, so würde die DM ihren Charakter als regionale Leitwährung verlieren. Auf alle Fälle hat die deutsche Vereinigung zumindest mittelfristig die Rolle des Dollars als weltweite Leitwährung gestärkt. Gleichzeitig hat die deutsche Vereinigung den merkantilistischen Druck auf Leistungsbilanzdefizitländer reduziert (vgl. Westphal / Herr / Heine / Busch 1991).



bilem Dollar nicht aufrechtzuerhalten war und die sie durch Abwertung des Dollars entwerteten. Die Wirtschaftspolitik der USA ist somit nicht Ausdruck des „unaufhaltsamen Abstiegs eines Leitwährungslandes“ (Stadermann 1987, vgl. auch Kindleberger 1981, 1985), sondern der Ausdruck der Ausbeutung einer noch gefestigten Leitwährungsfunktion. Ein deutliches Zeichen dafür ist, daß sich die USA nach wie vor in eigener Währung verschulden können. Erst bei Verlust dieser Fähigkeit haben sie die Rolle eines Leitwährungslandes eingebüßt.

Störfaktoren der Weltwirtschaft waren auch die Bundesrepublik und Japan, die als größte Netto-Gläubigerländer der Welt merkantilistische Strategien verfolgten, die selbst auf den Erhalt von Handelsbilanzüberschüssen ausgerichtet waren. Ein solcher Merkantilismus von Netto-Gläubigerländern bedeutet, daß deren Schuldner nicht in der Lage sind, durch eigene Exporterfolge die Zinsverpflichtungen zu erwirtschaften – eine Konstellation, die zur Überschuldung führen muß, wenn die Gläubiger nicht auch die Zinszahlungen der Schuldner durch zusätzliche Kapitalexporte ermöglichen. Die Verlierer des Kampfes gegen anhaltende Leistungsbilanzdefizite und Überschuldung sind die Länder der Dritten Welt und zunehmend auch die ehemaligen Planwirtschaften<sup>21</sup>. Industrieländer, die gegenüber anderen Industrieländern Leistungsbilanzdefizite haben, setzen alles daran, zumindest gegenüber den Entwicklungsländern und den ehemaligen Planwirtschaften eine Überschußposition zu behaupten. Diese Länder haben die schlechtesten Bedingungen, sich gegen merkantilistische Strategien anderer Länder zur Wehr zu setzen, da sie sowohl bei einem Wettlauf restriktiver Politiken aufgrund ihrer Armut als auch bei einem Abwertungswettlauf aufgrund ihrer internen Inflationsprobleme schlechte Karten haben<sup>22</sup>.

Die Weltwirtschaft hat sich von einem erdrückenden hegemonialen Übergewicht der USA innerhalb der westlichen Welt nach dem Zweiten Weltkrieg in Richtung einer polyzentrischen Struktur mit den Wirtschaftsblöcken USA, Westeuropa und Japan mit dem jeweiligen Umfeld entwickelt, wobei auch einige Entwicklungsländer Asiens an ökonomischer Stärke gewannen. Auch zeigen sich Tendenzen eines Multiwährungsstandards, da der Anteil der DM und des Yen an der internationalen Reservehaltung im

<sup>21</sup> Die ehemaligen Planwirtschaften unterliegen der Gefahr, bei internen Inflationen, Defiziten der Leistungsbilanz und Überschuldung in die Gruppe der instabilen Länder der Dritten Welt abzurutschen.

<sup>22</sup> Trotz aller Abwälzung von Anpassungslasten seitens der Industrienationen auf die Entwicklungsländer auch unter dem Goldstandard vor dem Ersten Weltkrieg erzeugte die Hinnahme von Handelsbilanzdefiziten der drei industriell führenden Staaten (Großbritannien, Frankreich, Deutschland) damals ein insgesamt entwicklungsfreundlicheres Klima für unterentwickelte Länder.

Vergleich zu den sechziger Jahren deutlich gestiegen ist (vgl. *Bundesbank* 1990: 34 ff.). Diese langfristigen Trends dürften sich fortsetzen. Allerdings wäre es falsch, von dem Übergang eines hegemonialen Währungssystems unter dem Dollar zu einem oligopolistischen System mit mehreren etwa gleichstarken Polen im Rahmen eines Multiwährungsstandards auszugehen. Die USA bilden bisher realökonomisch, militärisch und politisch nach wie vor den weitaus stärksten Pol. Für das Währungssystem wichtiger als bloß realökonomische Indikatoren ist jedoch, daß dem Dollar bisher keine realistische Alternative als Leitwährung gegenübersteht. Zwar wurden die DM und auch der Yen zu einem Maßstab für die Vermögenssicherungsqualität des Dollars, jedoch steht allein schon von der Größe des Marktes bisher keine andere Währung zur Verfügung, die die Leitwährungsfunktion weltweit ausfüllen könnte.

Gleichzeitig haben die USA seit dem Zweiten Weltkrieg gezeigt, daß sie nicht geneigt sind, ihre nationale Wirtschaftspolitik der Stabilität eines Weltwährungssystems unterzuordnen. Es ist somit davon auszugehen, daß sie auch weiterhin eine Politik des „benign neglect“ und der Ausbeutung ihrer Leitwährungsstellung praktizieren werden. Der Spielraum der USA zu einer rein national orientierten Wirtschaftspolitik ist zwar – wie die Episode Ende der siebziger Jahre zeigt – begrenzt, jedoch groß genug, um durch Entknappung und Verknappung des Dollars die Weltwirtschaft großen Schocks auszusetzen. Trotz realwirtschaftlicher Reduzierung der Hegemonie der USA ist damit ein Ende des Dollarstandards in absehbarer Zeit nicht in Sicht<sup>23</sup>. Auch sollte nicht verkannt werden, daß bei einer längerfristig angelegten Stabilitätspolitik in den USA – beginnend mit der Reduzierung der Budget-Defizite – der Dollar schnell zur unumstrittenen Leitwährung selbst bei (begrenzten) Leistungsbilanzdefiziten und Netto-Schuldnerstellung der USA zurückkehren dürfte.

---

<sup>23</sup> Die beabsichtigte Weiterentwicklung des EWS zu einer Einheitswährung könnte durchaus ein Geld schaffen, das dem Dollar zu einem ernsthaften Konkurrenten werden könnte. Jedoch ist Skepsis angebracht. Eine europäische Währung ist nach wie vor ein Fernziel. Selbst bei ihrer Realisierung muß dahingestellt werden, welche Reputation eine europäische Währung haben wird. Ein denkbare Resultat eines europäischen Geldes ist ein Wirtschaftsblock mit intern vielfältigen strukturellen Problemen, Peripherisierungs- und Metropolisierungstendenzen und einer weichen Währung. Dadurch würde letztlich die Rolle des Dollars weniger eingeschränkt als durch eine harte DM. Der Yen erscheint als Alternative zum Dollar mittelfristig ebenfalls unwahrscheinlich. Japan hat bisher weder in nennenswertem Umfang einen Währungsblock um den Yen aufgebaut, noch zeichnet sich ein politisches und militärisches Engagement Japans zur Ausübung einer umfassenden Leitwährungsfunktion ab.



## Literatur

- Betz, K., Lüken-Klaßen, M. (1989): Weltmarkt und Abhängigkeit. In: Riese, H., Spahn, H.-P. (Hrsg.), Internationale Geldwirtschaft, Regensburg. – Blackburn, K., Christensen, M. (1989): Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence. *The Journal of Economic Literature*, Vol. 17. – Bundesbank (1990): Monatsberichte, Januar. – Cohen, B. J. (1971): The Seigniorate Gain of an International Currency: An Empirical Test. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 85. – Calleo, D. P. (1980): Inflation and American Power. *Foreign Affairs*, Vol. 59. – Calleo, D. P., Cleveland van, H. B., Silk, L. (1988): The Dollar and the Defense of the West. *Foreign Affairs*, Vol. 66. – Davidson, P. (1982): Rational Expectation: A Fallacious Foundation for Studying Crucial Decision-Making Processes. *Journal of Post-Keynesian Economics*, Vol. 5. – Domar, D. (1950): The Effect of Foreign Investment on the Balance of Payments. *The American Economic Review*, Vol. 40. – Dornbusch, R. (1976): Expectations and Exchange Rate Dynamics. *Journal of Political Economy*, Vol. 84. – Dornbusch, R. (1980): Exchange Rate Economics: Where Do We Stand? *Brookings Papers on Economic Activity*. – Dornbusch, R., Frankel, J. (1988): The Flexible Exchange Rate System. Experience and Alternatives. In: Borner, S. (ed.), *International Finance and Trade in a Polycentric World*, London. – Ford, A. G. (1962): *The Gold Standard 1880 - 1914. Britain and Argentina*, Oxford. – Frankel, J. (1986): The Implications of Mean-Variance Optimization for Four Questions in International Finance. *Journal of International Money and Finance*, Supplement, March. – Grubel, H. G. (1969): The Distribution of Seigniorage from International Liquidity Creation. In: Mundell, R. A., Swoboda, A. K. (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago. – Guerrieri, P., Padoan, P. C. (1986): Neomercantilism and International Economic Stability. *International Organisation*, Vol. 38. – Herr, H. (1990): Der bundesdeutsche und japanische Merkantilismus und seine Folgen. In: Spahn, H.-P. (Hrsg.), *Wirtschaftspolitische Strategien – Probleme ökonomischer Stabilität und Entwicklung in den Industrieländern und der Europäischen Gemeinschaft*, Regensburg. – Herr, H., Spahn, H.-P. (1989): Staatsverschuldung, Zahlungsbilanz und Wechselkurs. Außenwirtschaftliche Spielräume und Grenzen der Fiskalpolitik, Regensburg. – Johnson, H. G. (1969): A Note on Seigniorage and the Social Saving from Substituting Credit for Commodity Money. In: Mundell, R. A., Swoboda, A. K. (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago. – Keynes, J. M. (1913): *Indian Currency and Finance*, London. – Keynes, J. M. (1936): *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*, Berlin. – Kindleberger, C. P. (1966): *Capital Movements and International Payment Adjustment*, Konjunkturpolitik, Vol. 12. – Kindleberger, C. P. (1981): Dominance and Leadership in the International Economy: Exploitation, Public Goods, and Free Riders. *International Studies Quarterly*, Vol. 25. – Kindleberger, C. P. (1983): Key Currencies and Financial Centres. In: Machlup, M. u. a. (eds.), *Reflection on a Troubled World Economy*, London. – Kindleberger, C. P. (1985): The Dollar Yesterday, Today, and Tomorrow. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, Vol. 38. – Kitamura, H. (1941): Zur Theorie des internationalen Handels, Weinfelden. – Klein, B. (1974): The Competitive Supply of Money. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 6. – Klein, B. (1978): Competing Monies, European Monetary Union and the Dollar. In: Fratianni, M., Peeters, T. (eds.), *One Money for Europe*, New York. – Kregel, J. A. (1976): Economic Methodology in the Face of Uncertainty: The Modelling Methods of Keynes and the Post-Keynesians. *The Economic Journal*, Vol. 86. – Krugman, P. R. (1985): Is the Strong Dollar Sustainable?



National Bureau of Economic Research, Working Paper 1644. – *Krugman, P. R.* (1989): Vehicle Currencies and The Structure of International Exchange. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 12. – *Lindert, P. H.* (1969): Key Currencies and Gold 1900 - 1913, *Princeton Studies in International Finance*, No. 24. – *Lucas, R. E. Jr.* (1976): Econometric Policy Evaluation: A Critique. In: *Brunner, K., Meltzer, A.* (eds.), *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, Vol. 1, Amsterdam. – *Meese, R.* (1990): Currency Fluctuations in the Post-Bretton Woods Era. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4. – *Minsky, H. P.* (1979): Financial Interrelations, The Balance of Payments and the Dollar Crisis. In: *Aronson, J. D.* (ed.), *Debt and the Less Developed Countries*, Boulder. – *Mundell, R. A.* (1968): *International Economics*, New York / London. – *Padoa-Schioppa, T., Papadia, F.* (1984): Competing Currencies and Monetary Stability. In: *Masera, R. S., Triffin, R.* (eds.), *Europe's Money*, Oxford. – *Riese, H.* (1986): *Theorie der Inflation*, Tübingen. – *Riese, H.* (1989): Geldpolitik bei Preisniveaustabilität. Anmerkungen zur Politik der Deutschen Bundesbank. In: *Ramser, H. J., Riese, H.* (Hrsg.), *Beiträge zur angewandten Wirtschaftsforschung*, Berlin / Heidelberg. – *Salant, W.* (1966): Capital Markets and The Balance of Payments of a Financial Center. In: *Triffin, R.* u. a. (eds.), *Maintaining and Restoring Balance in International Payments*, Princeton. – *Spahn, H.-P.* (1989): Währungsstabilität und außenwirtschaftliches Gleichgewicht – Überlegungen zur geldpolitischen Linie der Deutschen Bundesbank. In: *Riese, H., Spahn, H.-P.* (Hrsg.), *Geldpolitik in der ökonomischen Entwicklung der Bundesrepublik Deutschland*, Regensburg. – *Stadermann, H.-J.* (1987): Der unaufhaltsame Abstieg eines Leitwährungslandes. *Kredit und Kapital*, Vol. 20. – *Stützel, W.* (1978): *Volkswirtschaftliche Saldenmechanik*, Tübingen. – *Swoboda, A. K.* (1968): The Euro-Dollar Market: An Interpretation. *Essays in International Finance*, No. 64, International Finance Section, Princeton University. – *Vandembroucke, F.* (1985): Conflicts in International Economic Policy and the World Recession: A Theoretical Analysis. *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 9. – *Vines, D.* (1980): Competitiveness, Technical Progress and Balance of Trade Surpluses. *The Manchester School*, Vol. 48. – *Westphal, A., Herr, H., Heine, M., Busch, M.* (Hrsg.) (1991): *Wirtschaftspolitische Konsequenzen der deutschen Vereinigung*, Frankfurt/M. – *Whitman, v. M. N.* (1980): Comments zu Dornbusch. *Brookings Papers on Economic Activity*.

## Zusammenfassung

### Zahlungsbilanzstruktur, Leitwährungsfunktion und die Zukunft des Dollars

Die Vermögenssicherungsqualität eines Geldes kann durch die erwarteten Auf- und Abwertungen der Währung ausgedrückt werden. Sie hängt letztlich von der relativen Knappheit eines Geldes und damit der national verfolgten Geldpolitik ab. Zwischen Leistungsbilanzsalden und Vermögenssicherungsqualität eines Geldes besteht dagegen kein zwingender Zusammenhang. Leitwährungen stehen an der Spitze der Währungshierarchie und haben im Währungssystem die höchste Vermögenssicherungsqualität aller Gelder. Leistungsbilanzdefizite können bei Leitwährungsländern Ausdruck der internationalen Begehrtheit der Währung sein. Defizite des Leitwährungslandes stabilisieren ein Währungssystem, da dadurch ein merkantilistisches Nullsummenspiel von Nicht-Leitwährungsländern entschärft wird. Ein Leitwährungsland kann allerdings durch externe Verschuldung in eigener Währung und nachfolgender

Abwertung seine Funktion ausbeuten. Der US-Dollar dürfte trotz Relativierung der internationalen Rolle der USA noch auf absehbare Zeit die Weltwährung Nr. 1 bleiben. Die Instabilität des Dollars ab den siebziger Jahren drückt zum geringsten Teil die Erosion der internationalen Rolle des Dollars aus, sondern die Ausbeutung der Leitwährungsfunktion seitens der USA durch eine Politik des „benign neglect“.

## Summary

### **Balance-of-Payments Pattern, Reserve-Currency Function and the Future of the US Dollar**

The quality of a currency as an instrument for safeguarding the value of property may be expressed by the expected ups and downs of its exchange rate. In the last analysis, this quality depends on the relative scarcity of money and, thus, on the national government's monetary policy. By contrast, there is not of necessity any such relation between net current-balance deficits/surpluses and the quality of a currency as an instrument for safeguarding the value of property. Reserve currencies are at the top of the international monetary hierarchy and represent the best instrument for keeping the value of property stable. Current-balance deficits run by reserve-currency countries may reflect an international interest in holding the currency concerned. Reserve-currency countries' deficits on current account stabilize a monetary system since they take the explosives out from a mercantilistic zero-sum game played by non-reserve-currency countries. However, reserve-currency countries are in a position to over-exploit their functions by contracting external debts in their own currencies and by subsequently devaluing their currencies. In spite of the fact that the USA's role has lost in weight in relative terms, internationally, the US dollar will continue to be the number-one currency in the world for quite some time to come. The US dollar's instability since the 1970s is indicative not so much of the erosion of the international role of the dollar, but of the overexploitation of the US dollar's reserve-currency function through a policy of "benign neglect" pursued by the US Government.

## Résumé

### **Structure de la balance des paiements, fonction de monnaie-clé et l'avenir du dollar**

On peut exprimer la qualité de garantie de patrimoine d'une monnaie par les évaluations et les dévaluations attendues de la monnaie. Elle dépend en fin de compte de la pénurie relative d'une monnaie et, partant, de la politique monétaire nationale poursuivie. Il n'y a par contre aucun rapport obligatoire entre les soldes de la balance des opérations courantes et la qualité de garantie de patrimoine d'une monnaie. Les monnaies-clés se trouvent au sommet de la hiérarchie des devises et ce sont elles qui possèdent de toutes les monnaies dans le système monétaire la plus haute qualité de garantie de patrimoine. Des déficits de la balance des opérations courantes peuvent traduire dans les pays à monnaie-clé combien la monnaie est demandée sur le plan international. Les déficits du pays à monnaie-clé stabilisent un système monétaire, car ils atténuent un jeu à somme nulle mercantiliste des pays qui n'ont pas de mon-

naie-clé. Un pays à monnaie-clé peut cependant abuser de sa fonction par un endettement externe dans sa propre monnaie et une dévaluation consécutive. Le dollar américain devrait encore rester dans un proche avenir la monnaie mondiale No 1, bien que le rôle international des Etats-Unis soit relativisé. L'instabilité du dollar depuis les années 70 exprime moins l'érosion du rôle international du dollar que le fait que les USA abusent de la fonction de monnaie-clé par une politique du «benign-neglect».