



Autor:

Christian Apelt, CFA
Tel.: 0 69/91 32-47 23
research@helaba.de

Redaktion:

Dr. Gertrud R. Traud

Herausgeber:

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/Leitung Research

Landesbank Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Straße 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

Sonderziehungsrechte als neue Reservewährung?

Die G20 haben auf dem Londoner Gipfel zusätzliche Finanzhilfen von gut einer Billion US-Dollar beschlossen. 500 Mrd. US-Dollar erhält der Internationale Währungsfonds, 100 Mrd. US-Dollar die Weltbank und regionale Entwicklungsbanken, 250 Mrd. US-Dollar sind für Handelsgarantien vorgesehen. Die Sonderziehungsrechte werden um 250 Mrd. US-Dollar aufgestockt. Die Ausweitung dieser Rechte kann auch vor dem Hintergrund eines chinesischen Vorschlags gesehen werden, der kürzlich für Aufsehen sorgte. Demnach sollten die Sonderziehungsrechten eine führende Rolle in den Zentralbankreserven erhalten. Eine größere Rolle im globalen Finanzsystem für diese Sonderziehungsrechte ist durchaus möglich. Für eine Ablösung der Hauptreservewährung US-Dollar dürften diese aber nicht geeignet sein. In absehbarer Zeit wird die US-Währung ihre Führungsposition halten, wenngleich langfristig der Einfluss zurückgehen wird.

Der US-Dollar und seine Rolle als führende Reservewährung in der Welt sind in die Diskussion gekommen. Auslöser der Diskussion war eine Rede des chinesischen Zentralbankgouverneurs Zhou Xiaochuan. Er sprach sich dafür aus, den Sonderziehungsrechten (SZR) des Internationalen Währungsfonds (IWF) eine größere Bedeutung beizumessen und langfristig als neue Reservewährung zu etablieren. Für zusätzliche Irritationen sorgte US-Finanzminister Geithner. Er zeigte sich offen gegenüber dem chinesischen Vorschlag, die SZR in einem stärkeren Ausmaß zu nutzen. Gleichwohl sagte Geithner, dass der US-Dollar für eine lange Zeit die primäre Reservewährung bliebe. Steht das globale Währungssystem vor einschneidenden Veränderungen? Wird der US-Dollar seine Position als Leitwährung verlieren?

Der chinesische Zentralbankchef schlug eine Reform des internationalen Währungssystems vor. Als führende internationale Reservewährung solle nicht mehr eine kreditbasierte nationale Währung dienen. Zhou knüpft dabei an das Triffin-Dilemma an, das in dem in den vierziger Jahren installierten Währungssystem von Bretton Woods auftauchte. Unter Bretton Woods waren die Währungen an den US-Dollar gekoppelt, der wiederum in einem festen Austauschverhältnis zum Gold stand. Mit einem expandierenden Welthandel wächst die Nachfrage nach internationaler Liquidität und dies erfordert ein Zahlungsbilanzdefizit des Leitwährungslandes. Das dauerhafte Defizit führt zu einem Vertrauensverlust in die Leitwährung. Dieses Dilemma hat zum Scheitern des Systems von Bretton Woods beigetragen. Doch nach Bretton Woods stiegen die Zahl und das Ausmaß von Finanzkrisen deutlich an, was Zhou auf das kreditbasierte Währungssystem zurückführt. In der heutigen Zeit ähnelt die Bindung oder zumindest die „Quasi“-Bindung von einigen asiatischen Staaten wie China an den US-Dollar dem damaligen Bretton Woods.

Der chinesische Notenbanker zeigte Sympathie für eine vom Ökonomen Keynes in den 1940ern vorgeschlagene internationale Währungseinheit Bancor, deren Wert auf einem Korb von Rohstoffen basiert. Mit einer supranationalen Reservewährung könnten die Risiken einer kreditbasierten

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können.

Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

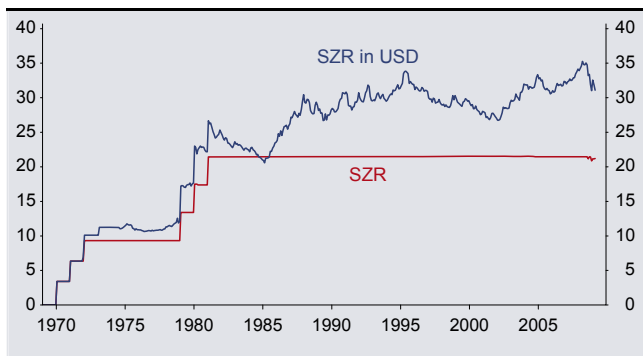
nationalen Währung vermieden werden, eine Institution wie der IWF könnte die globale Liquidität schaffen und kontrollieren. Allerdings ist so eine Umstellung nur sehr langfristig möglich. Die SZR könnten als Einstieg in ein solches System dienen. Die SZR sind derzeit nur ein Kunstgeld für Zentralbanken und dienen als Verrechnungseinheit beim IWF. Zhou plädiert für eine Zuteilung von neuen SZR. Die Nutzung von SZR im internationalen Handel, an den Rohstoff- und Kapitalmärkten solle gefördert werden. Der hinterlegte Währungskorb für die SZR sollte auf alle wichtigen Währungen ausgeweitet werden und könnte auch an reales Vermögen gekoppelt werden. Der Wert eines SZR basiert aktuell auf einem gewichteten Währungskorb aus dem US-Dollar, dem Euro (ursprünglich D-Mark und Franc), dem japanischen Yen und dem britischen Pfund. Die Gewichte orientieren sich an der Bedeutung für den Welthandel und als Reservewährung.

Was sind Sonderziehungsrechte?

Die SZR wurden erstmals 1969 vom IWF als ergänzende neue internationale Reservewährung im Rahmen des Bretton-Woods-Systems ausgegeben. Das Triffin-Dilemma bildet die theoretische Grundlage dafür. SZR sind zunächst reine Bucheintragungen beim IWF, die den einzelnen Ländern im Verhältnis zu ihren Quoten erteilt bekommen; Liquidität fließt dabei nicht. Die Notenbanken bilanzieren im Gegenzug die SZR unter den Währungsreserven. Ein SZR kann zwar nicht direkt am Devisenmarkt eingesetzt werden. Ein Land kann aber ein SZR in konvertible Währungen eintauschen. Ein vom IWF designiertes Teilnehmerland muss das SZR aufnehmen und im Gegenzug die gewünschte Devise zur Verfügung stellen. Die Inanspruchnahme von SZR kostet eine Gebühr. Da die SZR aber auch verzinst werden, gleichen sich Zinsen und Gebühr aus, solange ein Land so viele SZR hält, wie ihm zugeteilt wurde.

Erste Ausweitung von Sonderziehungsrechte seit 1981

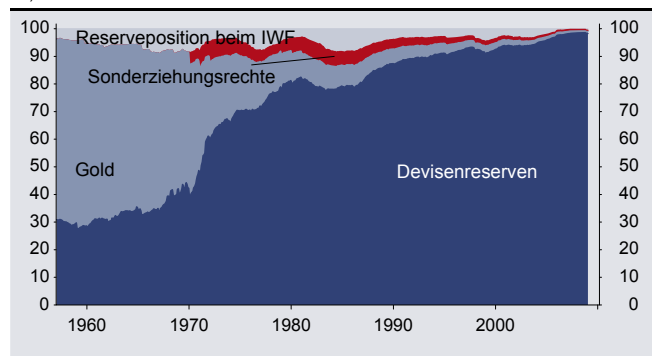
In Mrd. USD/ SZR



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Sonderziehungsrechte haben bislang fast keine Bedeutung

%, Anteil an Zentralbankreserven



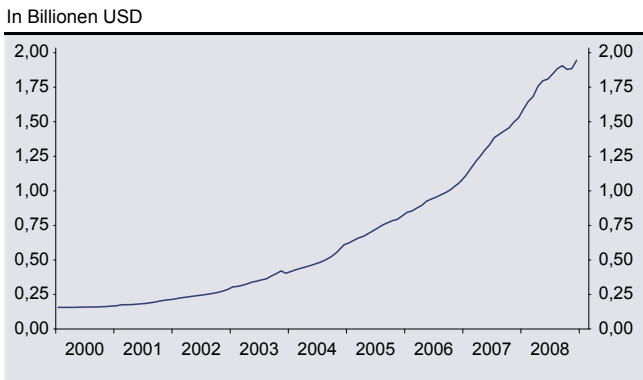
Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

1978, also nach dem Ende des Bretton-Woods-Systems, wurden im Rahmen eines IWF-Abkommens anstrebt, die SZR zu einem zentralen neuen Reservemedium auszubauen. Allerdings blieb die Bedeutung der SZR gering. Neuzuteilungen gab es nach 1981 nicht mehr. Ihr Anteil an den globalen Währungsreserven notierte zuletzt nur unter 1 %. Mit flexiblen Wechselkursen und der Öffnung und zunehmenden Vernetzung der internationalen Kapitalmärkte waren die SZR nicht mehr notwendig. Das Triffin-Dilemma ist wegen der Quasi-Bindung von wichtigen, insbesondere asiatischen Währungen an den US-Dollar dennoch wieder relevant geworden. Eine bereits 1997 beschlossene Erhöhung wurde immer noch nicht durchgeführt, da nicht alle Staaten, d.h. vor allem die USA, dem nicht bzw. noch nicht zugestimmt haben. Nach den G20-Beschlüssen soll diese Erhöhung ratifiziert werden. Die Neuzuteilung von SZR im Wert von 250 Mrd. US-Dollar würde ihren Anteil an den gesamten Zentralbankreserven auf rund 4 % erhöhen.

Chinesisches Dilemma

China hat in den letzten Jahren einen riesigen Berg von Devisenreserven in Höhe von 2 Bio. US-Dollar aufgehäuft. Davon dürfte der Großteil im US-Dollar investiert sein. Angesichts einer sehr aggressiven US-Geldpolitik fühlen sich die Chinesen offenbar zunehmend unwohl mit ihren hohen Dollarbeständen. Darauf deuten auch andere Äußerungen von chinesischen Offiziellen hin. In den USA vergrößert sich das Haushaltsdefizit drastisch, die Staatsverschuldung wird sich in den nächsten Jahren spürbar ausweiten. Gleichzeitig betreibt die US-Notenbank eine Nullzinspolitik und expandiert ihre Geldbasis. Zuletzt kündigte die Federal Reserve sogar den Aufkauf von Staatsanleihen an. Dies hat den Anschein, als finanziere sich der Staat direkt mit der Notenpresse. Diese Maßnahmen bergen langfristige Inflationsrisiken und könnten den US-Dollar, also den Großteil der chinesischen Reserven, drastisch entwerten. Daneben sind auch politische Aspekte von Bedeutung. China möchte anscheinend seine wachsende ökonomische Größe stärker im internationalen Finanzgefüge zur Geltung bringen. Eine Umschichtung von Zentralbankreserven von US-Dollar in SZR würde tendenziell ökonomische Macht von den USA zum IWF verschieben. Gleichzeitig strebt China höhere Quoten im IWF an und dürfte sie wohl auch bekommen. Damit wächst der Einfluss des Landes auf die internationale Geldpolitik, die Abhängigkeit von den USA ginge zurück.

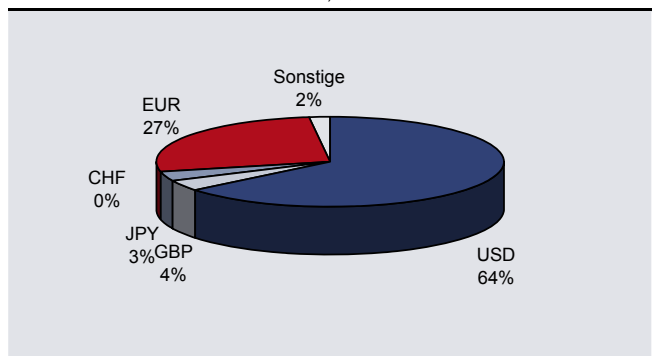
Explodierende Devisenreserven in China



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

US-Dollar ist die führende Reservewährung

% an den bekannten Devisenreserven, Q4/2008 *



*: nicht aufgeschlüsselte Devisenreserven (37 % von gesamt) sind nicht einbezogen; Quellen: IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

Unabhängig von der Frage, ob die Sorgen um den US-Dollar tatsächlich gerechtfertigt sind, steckt die chinesische Zentralbank in einem Dilemma. Aufgrund ihres enormen Volumens an Dollarreserven kann sie kaum aus dem Greenback aussteigen, ohne ihr eigenes Vermögen massiv zu beschädigen. Außerdem schadet eine deutliche Aufwertung des chinesischen Yuan dem Export. Gerade in dieser weltweit schwierigen Konjunkturlage dürfte in China kein Interesse an einer zusätzlichen Belastung bestehen. Deshalb wird die Quasi-Bindung des Yuan an den US-Dollar wohl bis auf weiteres Bestand haben. Da der Außenhandelsüberschuss Chinas gegenüber dem USA anhalten wird, werden die Chinesen trotz ihrer Bedenken die Dollarreserven zunächst sogar weiter aufbauen. Damit ist China vorerst an den Greenback gefesselt. Eine Loslösung vom US-Dollar könnte nur sehr allmählich verlaufen, auch wenn erste Schritte zu erkennen sind. China schließt mit einigen Schwellenländern Devisentauschgeschäfte ab, um den Yuan im Welthandel zu etablieren. Ein möglicher Kauf von einer vom IWF in SZR emittierten Anleihe wäre auch ein Schritt weg vom US-Dollar.

Sonderziehungsrechte als Alternative zum US-Dollar

Eine wachsende Bedeutung der SZR ginge tendenziell zu Lasten des US-Dollar. Die beschlossene Zuteilung von SZR weist zwar in diese Richtung. Angesichts des auch danach noch geringen Anteils von SZR an den Zentralbankreserven dürften die Auswirkungen begrenzt bleiben. Auch die

von China vorgeschlagene Verbreiterung des Währungskorbes wird eher nur symbolische Konsequenzen haben. Es ist dennoch gut möglich, dass der Yuan in einigen Jahren in den Korb aufgenommen wird.

Langfristig stellt sich die Frage, ob die SZR wirklich ein geeignetes Medium für ein neues Währungssystem wären. Als Kunstgeld unter Zentralbanken sind die SZR sowohl der breiten Öffentlichkeit als auch den Teilnehmer an den Finanzmärkten oder im Außenhandel ziemlich unbekannt. Ohne staatlichen Zwang wie etwa bei der Einführung des Euro wird auch nach einer Zulassung eine breite Akzeptanz im internationalen Handel zumindest in absehbarer Zeit kaum zu erreichen sein. Da dürfte auch eine internationale Förderung der SZR nicht ausreichen. Ein staatlicher Zwang setzt eine internationale Einigkeit der führenden wirtschaftlichen Mächte voraus, die sehr unwahrscheinlich ist. Geld basiert auf Vertrauen, das sich erst langfristig entwickeln kann. In einem System, in dem der IWF über die SZR die globale Geldpolitik entscheidend bestimmt, dürften politische Unstimmigkeiten zu Tage treten. Schließlich können die geldpolitischen Interessen in den einzelnen Teilnehmerländern divergieren. Dies könnte die Handlungsfähigkeit und die Glaubwürdigkeit einer globalen Geldpolitik untergraben und letztlich die Akzeptanz von den SZR.

Schicksal des US-Dollar in eigener Hand

Der politische Wille, den SZR eine führende Rolle zu bewilligen, dürfte in den USA begrenzt sein. Erste Widerstände dagegen sind bereits im US-Kongress zu erkennen. Als das Land mit der führenden Reservewährung profitiert die USA. Sie können den US-Dollar als Fakturierungswährung nutzen, das Zinsniveau wird durch die Aufkäufe von ausländischen Zentralbanken gedrückt. Eine passive Zahlungsbilanz ist dauerhaft möglich. Die US-Geldpolitik kann unabhängig von anderen Zentralbanken agieren. Es ist sehr zweifelhaft, ob die Amerikaner freiwillig auf diese Vorteile verzichten werden. Eine markante Aufwertung von SZR dürfte kaum gegen den Willen der USA, des größten Anteilseigner im IWF, vorgenommen werden.

Ökonomische Zwänge könnten die Aufgabe des US-Privilegs erfordern. Sollte in den USA als Folge der aggressiven Geldpolitik die Inflation drastisch und nachhaltig hochschnellen, würde das Vertrauen in den US-Dollar erheblich leiden und der Greenback an Wert verlieren. Im Extremszenario könnten private Investoren wie auch Notenbanken aus der Währung fliehen und den US-Dollar abstürzen lassen. In einem solchen Fall wären aber auch die SZR keine wirkliche Alternative, da sie zu einem Teil an den US-Dollar gebunden sind. Ein dauerhaft schwaches Wirtschaftswachstum wie ein wachsendes Leistungsbilanzdefizit würden möglicherweise das Vertrauen in die US-Währung langfristig untergraben. Eine solche für den Greenback sehr negative Entwicklung ist aber keinesfalls vorgezeichnet. Das Außenhandelsdefizit schrumpft bereits deutlich. Das Trendwachstum dürfte sich in Zukunft zwar verringern, aber wohl auch aufgrund der Bevölkerungsentwicklung über dem von Europa und Japan bleiben. Die aggressive Geldpolitik muss vor dem deflationären wirtschaftlichen Hintergrund gesehen werden. Die Federal Reserve hat die Möglichkeit, die Geldpolitik in einem freundlicheren Konjunkturmilieu wieder zu straffen, um einen nachhaltig drastischen Inflationsanstieg zu verhindern. Dies sollte im Interesse von Notenbank und Regierung liegen, auch in Sorge um den US-Dollar und dessen globaler Bedeutung.

Derzeit keine Alternative zum US-Dollar

Der Vorschlag des chinesischen Zentralbankgouverneurs ist auch als Mahnung zu verstehen, dass die USA eine verantwortungsvolle Geldpolitik betreiben. Außerdem unterstreicht die Idee den wachsenden Machtanspruch Chinas im internationalen Finanzsystem. Die SZR dürften angesichts der bisher nur marginalen Bedeutung und ohne eine breite Unterstützung rund um den Globus kaum das Reservemedium der Zukunft sein. Wenn die Autoritäten in den USA keine gravierenden Fehler machen, dürfte der US-Dollar seine Position als führende Reservewährung beibehalten. Selbst wenn der US-Anteil wie in den letzten Jahren leicht zurückgeht. Der Euro hat seine eigenen

Probleme und wurde von den Chinesen schon gar nicht mehr als direkte Alternative erwähnt. Der Einfluss Chinas auf die internationale Geldpolitik wird tendenziell zunehmen. Der Yuan wird an Bedeutung gewinnen, aber der Weg zu einer wichtigen internationalen Reservewährung ist noch lang. Derzeit wird der Yuan im Außenhandel oder an den Finanzmärkten nur wenig genutzt. In den nächsten Dekaden dürfte sich der Anteil der USA am globalen Bruttoinlandsprodukt verringern und vermutlich der asiatischen Staaten wie China erhöhen. Mit der geringeren wirtschaftlichen Bedeutung der USA wird der US-Dollar langfristig an Einfluss verlieren. Dann könnte die Vorherrschaft der US-Währung in Asien brechen und möglicherweise der chinesische Yuan die führende Reservewährung in der Region werden. Allerdings spricht die Historie dafür, dass solche Wechsel in den Leitwährungen über sehr lange Zeiträume ablaufen. Deshalb ist ein Wechsel vom US-Dollar zum Yuan als Hauptreservewährung eher in Dekaden denn in wenigen Jahren zu erwarten. Dies hängt aber auch in hohem Maße von der weiteren Entwicklung der Wirtschaft und des Finanzsystems in China ab. Sehr langfristig dürfte der US-Dollar gegenüber den asiatischen Währungen abwerten. ■

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können.

Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.