

Die Zukunft des internationalen Währungssystems

Von Ansgar Belke, Kerstin Bernoth und Ferdinand Fichtner

Die Finanzkrise 2007/2008 und die derzeitige „Euro-Krise“ stellen das bisherige Weltwährungssystem in Frage. Sie legt die Schwächen des aktuellen Systems schonungslos offen und zeigt, welchen herausragenden Stellenwert das internationale Währungssystem nach wie vor für die Stabilität von Märkten und ganzen Volkswirtschaften hat. Das DIW Berlin hat im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen untersucht, ob es grundlegende Alternativen zum bestehenden Wechselkursregime gibt. Grundsätzlich erweist sich keine der beiden Extremformen – komplett freie oder fixe Wechselkurse – als geeignet. In dem daher grundsätzlich zu empfehlenden Mischsystem sind aber Verbesserungen zum Status quo sinnvoll. Anzustreben ist ein Wechselkursregime mit einigen wenigen, großen Währungsräumen, die untereinander durch flexible Wechselkurse verbunden sind. Korrespondierend hierzu sollte sich ein multipolares Leitwährungssystem herausbilden, in dem neben dem gegenwärtig dominierenden US-Dollar auch der Euro und der chinesische Renminbi eine wichtige Rolle spielen dürften. Begleitet werden sollten diese Entwicklungen durch substantielle Verbesserungen der regulatorischen Rahmenbedingungen der Finanzmärkte. Hierzu gehört neben einer verstärkten globalen und insbesondere europäischen wirtschaftspolitischen Koordinierung auch eine international abgestimmtere und durchsetzungsfähigere Finanzmarktaufsicht.¹

Das Weltwährungssystem hat in den letzten 150 Jahren eine Vielzahl von Phasen unterschiedlicher Bindungsintensität zwischen den unterschiedlichen Währungen durchlaufen (Kasten 1). Neben Phasen sehr enger Bindung zwischen den Hauptwährungen der Weltwirtschaft (etwa während des Goldstandards oder des Bretton-Woods-Systems) gab es zumindest übergangsweise auch Regime relativ hoher Flexibilität der Wechselkurse (zumeist nach dem Zerfall relativ enger Regime), wie etwa nach dem Ende des Goldstandards in den frühen 1920er-Jahren oder mit der Ausweitung der Bandbreiten der innereuropäischen Wechselkurse nach dem Zusammenbruch des europäischen Währungssystems Anfang der 90er-Jahre. In den vergangenen Jahren ist – aus globaler Perspektive – eine Tendenz zu insgesamt zunehmend flexibleren Wechselkursen festzustellen.²

Vor- und Nachteile flexibler und fester Wechselkurse

Die globale Finanz- und Wirtschaftskrise hat Zweifel am bestehenden globalen Wechselkursystem geweckt. Starke Fluktuationen der Wechselkurse, etwa zwischen US-Dollar und Euro oder den Währungen osteuropäischer Volkswirtschaften, führen regelmäßig zu Verunsicherung der Märkte, während gleichzeitig fixe Wechselkurse etwa zwischen China und den USA zum Aufbau massiver Ungleichgewichte beitragen. Grundsätzlich sind zwei Extremformen des Wechselkursregimes vorstellbar: Eine vollständige Flexibilisierung und eine vollständige Fixierung der globalen Wechselkurse. Für eine vollständige Flexibilisierung spricht, dass der Aufbau globaler Ungleichgewichte und die Übertragung konjunktureller Schwankungen gedämpft wird. So führen anhaltende Leistungsbilanzüberschüsse eines Landes aufgrund der Mehrnachfrage nach inländischen Devisen bei flexiblen Wechselkursen zu einer Aufwertung der lokalen Währung. Hierdurch verteuern sich die Ex-

¹ Der vorliegende Bericht beruht auf einer umfassenden Studie zum selben Thema, die das DIW Berlin im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen erstellt hat. Vgl. Belke, A., Bernoth, K., Fichtner, F. (2011): Die Zukunft des internationalen Währungssystems. DIW Berlin: Politikberatung kompakt (im Erscheinen).

² Die Bildung der Europäischen Währungsunion läuft diesem Trend offensichtlich entgegen.

porte auf dem Weltmarkt, während der Preis für Importgüter aus inländischer Perspektive sinkt. Als Konsequenz reduziert sich der Außenhandelsüberschuss. Exzessive, anhaltende Exportüberschüsse, wie sie etwa die chinesische Volkswirtschaft aufweist, sind bei flexiblen Wechselkursen daher unwahrscheinlicher.

In vielen anderen Schwellenländern gilt der geschilderte Zusammenhang umgekehrt: Sie weisen wegen des hohen Wachstums der Binnennachfrage und kräftiger Importe aufgrund starker Ausweitung des Konsums typischerweise hohe Leistungsbilanzdefizite auf, die durch eine Abwertung gedämpft werden.³

Insgesamt können flexible Wechselkurse aufgrund ihrer schnellen Anpassungsfähigkeit zu einer verbesserten Ressourcenallokation beitragen. Als automatische Stabilisatoren dämpfen sie die internationale Übertragung von Preis- und Konjunkturschwankungen, reduzieren die Unsicherheit und fördern so die Investitionstätigkeit.⁴ Dies gilt umso mehr, da flexible Wechselkurse eine unabhängige Geldpolitik ermöglichen,⁵ die gegebenenfalls auf nationale konjunkturelle Entwicklungen reagieren und so zu binnenwirtschaftlicher Stabilisierung der Volkswirtschaft und damit insgesamt verbesserten Rahmenbedingungen für das Wirtschaftswachstum beitragen kann.

Umgekehrt spricht auch vieles für eine weitere internationale Stabilisierung der Wechselkurse. Sogar die Einführung einer Weltwährung hat, auch unter Ökonomen, zahlreiche Anhänger.⁶ Wesentliches Argument für fixe Wechselkurse oder eine weltweite Währung ist der Effizienzgedanke. So trägt die steigende internationale Transparenz dazu bei, dass die Handelsströme zunehmen und damit eine intensivere Nutzung der Vor-

teile der internationalen Arbeitsteilung einsetzt. Zudem kann die realwirtschaftliche Investitionstätigkeit steigen, da internationale Investitionen durch sinkende Risikoprämien (aufgrund des wegfallenden Wechselkursrisikos) attraktiver werden. Beide Zusammenhänge können tendenziell wachstumsfördernd wirken, wobei im Gegensatz zu flexiblen Wechselkursen die Wachstumsdynamik nun aus der Stabilisierung der internationalen Wirtschaftsbeziehungen erwächst.

Aus den beschriebenen Vorteilen eines Systems flexibler Wechselkurse ergeben sich aber gleichzeitig auch die Nachteile eines festen Wechselkurssystems oder dessen Extremform einer global einheitlichen Währung. So dürfte insbesondere die Gefahr exzessiver Leistungsbilanzungleichgewichte in einem solchen System erheblich zunehmen. Dies gilt insbesondere, wenn sich Volkswirtschaften mit unterschiedlichem Entwicklungsstand zusammenschließen.

Auch die von der französischen G-20-Präsidentschaft unter dem Etikett „Bretton Woods II“⁷ in die Diskussion eingebrachte Neuordnung des Weltwährungssystems versucht, in Anlehnung an das 1944 vereinbarte Abkommen zur Nachkriegswährungsordnung eine stärkere Bindung der Wechselkurse zwischen den großen Industrie- und Schwellenländern zu erreichen. Zumindest die G-20-Mitglieder sollten sich dem Vorschlag zufolge auf Wechselkurskorridore einigen. Ein derartiges Regime scheint bei genauerer Betrachtung jedoch nicht vorteilhaft: Es dürfte sowohl die Nachteile flexibler Wechselkurse als auch die Nachteile fixer Wechselkurse aufweisen. Mit Wechselkurskorridoren (im Gegensatz zu wirklich fixen Wechselkursen) ist das Problem der wechselkursinduzierten Unsicherheit nicht behoben. Vielmehr können kurzfristige Schwankungen insbesondere auf den Kapitalmärkten weiterhin zu plötzlichen Umlenkungseffekten führen. Auch das Problem der sich aufbauenden Ungleichgewichte wird nicht beseitigt. Gerade in einer Welt mit mehreren und sich sehr unterschiedlich entwickelnden ökonomischen Kraftzentren (USA, Euroraum, China, Südamerika etc.) ist ein derart rigides System zum Scheitern verurteilt.

Mischsystem bleibt die beste Alternative

Das Status-quo-Regime als Mischsystem mit dem US-Dollar als zentraler Ankerwährung im internationa-

³ Beispiele für entsprechende Schwellenländer mit hohen Leistungsbilanzdefiziten sind etwa Indien oder Brasilien. China ist mit seinem exportgetriebenen Wachstum und damit Leistungsbilanzüberschüssen in diesem Sinne eher atypisch.

⁴ Vgl. hierzu schon Friedman, M. (1953): *The Case for Flexible Exchange Rates*. In: *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago, 157-203. Voraussetzung für gedämpfte Preisschwankungen ist allerdings, dass die Wechselkurse endogen auf veränderte Auslandspreise reagieren. Werden Wechselkurse hingegen als etwa durch die Kapitalmärkte getriebene Variable begriffen, so können umgekehrt sich ändernde Wechselkurse auch zu eher destabilisierenden Einflüssen führen. So machen Meese, X. und Rogoff, X. (1983): *Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit out of Sample?* *Journal of International Economics*, 14, 3-24, darauf aufmerksam, dass Wechselkurse häufig stärker schwanken als durch Fundamentaldaten gerechtfertigt.

⁵ Das währungspolitische Trilemma weist darauf hin, dass eine Fixierung von Wechselkursen bei autonomer Geldpolitik und freiem Kapitalverkehr nicht möglich ist. Vgl. grundlegend hierzu Mundell, R. (1962): *Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates*. In: *Canadian Journal of Economic and Political Science*, Vol. 29, 475-485.

⁶ Vgl. etwa die Website des Wirtschaftsnobelpreisträgers und Fürsprechers einer Weltwährung, Robert Mundell, für eine Vielzahl von Verweisen auf akademische Publikationen. <http://robertmundell.net/economic-policies/world-currency/>.

⁷ Der Begriff „Bretton Woods II“ ist nicht eindeutig besetzt. In der ökonomischen Literatur kursiert diese Bezeichnung auch für das Vorkrisenwährungssystem, das mit dem US-Dollar als Leitwährung und fixen Wechselkursen zu großen Schwellenländern einzelne Charakteristika des Nachkriegswährungssystems aufwies. Vgl. etwa Dooley, M. P. et al. (2004): *The Revised Bretton Woods System*. In: *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 9, 207-313.

Kasten 1

Weltwährungssysteme in der Vorkrisenzeit

Der Goldstandard (1871-1914)

Der klassische Goldstandard war aus historischer Perspektive das global wohl umfassendste internationale Währungssystem. Herzstück war die Garantie stabiler Wechselkursraten für die Konvertibilität nationaler Währungen in Gold. Um diese feste Konvertibilität zu gewährleisten, verpflichteten sich die Mitgliedstaaten des Goldstandards, Devisenreserven anzulegen. Trotz des Fehlens strenger fiskal- und geldpolitischer Vorgaben gewährleistete die überwiegend stabilitätsorientierte Politik der wichtigen europäischen Mitgliedstaaten Frankreich, Deutschland und Großbritannien ein im Großen und Ganzen reibungsloses Funktionieren des Goldstandards bis zum Ersten Weltkrieg.

Die Europäische Zahlungsunion (1950-1958)

1950 wurde die Europäische Zahlungsunion (EZU) eingeführt, welche die internationale Konvertibilität der westeuropäischen Währungen im Rahmen des Bretton-Woods-Systems gewährleistete. Herzstück der EZU war ihr Zahlungssystem, welches auf Basis eines multilateralen Ausgleichssystems funktionierte, in dem die Überschuss- und Defizitpositionen aller Mitgliedstaaten zentral über die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) abgerechnet werden konnten. Durch die Zahlung von Gold und Dollars im Falle von Defiziten wurde ein finanzieller Anreiz für exportorientiertes Wachstum geschaffen, gleichzeitig exzessive Defizite eingeschränkt und Strukturreformen attraktiver gemacht.

Das Bretton-Woods-System (1944-1971)

Mit dem Beitritt zum Bretton-Woods-System erklärten sich die Mitgliedstaaten bereit, ihre Wechselkurse im Verhältnis zum Dollar zu stabilisieren und, wenn nötig, auf den Devisenmärkten zu intervenieren, um Wechselkursfluktuationen innerhalb einer vorgegebenen Bandbreite zu halten. Als Leitwährung war der Wert des Dollars wiederum auf einen festen Goldpreis festgelegt. Schon seit Mitte der 60er Jahre war aufgrund wachsender US-Defizite die Golddeckung des US-Dollars nicht mehr gewährleistet und aus dem Gold-Dollar-Standard de facto bereits ein Dollarstandard geworden. Mit der Zeit spiegelten sich unterschiedliche Produktivitätsentwicklungen in einer realen Verzerrung der Wechselkurse wider, was sich destabilisierend auf das System auswirkte.

Der Europäische Wechselkursverbund – „Währungsschlange“ (1972-1979)

Im Europäischen Wechselkursverbund erklärten sich die Mitgliedsländer bereit, die Wechselkurse ihrer Währungen innerhalb eines festgelegten Korridors zu stabilisieren. Nach der Ölkrise von 1973 führten unkoordinierte nationale fiskal- und geldpolitische Maßnahmen schnell zu divergierenden Inflationsraten und somit letztlich auch zu einem Zerfall des Wechselkursverbundes.

Das Europäische Währungssystem (1979-1993)

Herzstück des Europäischen Währungssystems (EWS) war der Wechselkursmechanismus (WKM), welcher die Schwankungen zwischen Wechselkursen begrenzte. Nach der vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs 1986 büßte die nationale Geldpolitik teilweise ihre makroökonomische Steuerungswirkung ein. Als in Reaktion auf den Wiedervereinigungsboom die Bundesbank begann, ihre Zinsen anzuheben und sich die übrigen EWS-Staaten gezwungen sahen, es ihr trotz schwachen Wachstums nachzutun, um ihre Währungen gegenüber der D-Mark zu stabilisieren, trieben sie ihre Volkswirtschaften unfreiwillig in die Rezession. Die daraus resultierenden Ungleichgewichte führten schließlich zum Ende des EWS.

Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion (seit 1999)

1992 vereinbarten die Mitgliedstaaten der Europäischen Union (EU) die Gründung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWU). Die EWU ist für Deutschland in dieser Hinsicht insofern historisch einzigartig, als dass sie das erste internationale Währungsregime ist, das auf der Basis unveränderbar festgelegter Wechselkurse funktioniert und keinerlei nationale geldpolitische Souveränität mehr zulässt. Dies bedeutet, dass EWU-Staaten mit Zahlungsbilanzschwierigkeiten nicht mehr wie früher die Möglichkeit haben, das Ausmaß ihrer Defizite oder die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Firmen durch Wechselkurs- oder Zinsmanipulationen zu verändern. Ein Katalog mit Konvergenzkriterien wurde verabschiedet, deren Erfüllung zur Teilnahme an dieser Gemeinschaftswährung verpflichtete. Anders als im Bretton-Woods-System oder im EWS gibt keine Leitwährung, die einem Mitgliedstaat besondere Privilegien einräumen könnte.

len Handel und Kapitalverkehr dürfte damit nicht die schlechteste aller Lösungen darstellen. Aus den Entwicklungen insbesondere des letzten Jahrzehnts ist aber der Schluss zu ziehen, dass exzessiven Ungleichgewichten zwischen Volkswirtschaften, die sich in einem unterschiedlichen Entwicklungsstadium befinden, durch flexible Wechselkurse vorgebeugt werden sollte. So wäre eine (möglicherweise gebremste) Flexibilisierung des chinesischen Renminbi gegenüber dem US-Dollar anzustreben, um den enormen chinesischen Leistungsbilanzüberschuss (sowie das spiegelbildliche exzessive US-Defizit) durch Aufwertung der chinesischen Währung zu dämpfen.

Gleichzeitig sollten aber die Vorteile fixer Wechselkurse im globalen Handel genutzt werden. Fixe Wechselkurse haben nach Berechnungen des DIW Berlin insbesondere für Industrieländer einen signifikant positiven Wachstumseffekt. Der Grund ist ihre starke Einbindung in internationale Kapital- und Handelsströme. Auch für Schwellenländer dürfte die Einbindung in fixe Wechselkursregime oder regionale Währungsunionen erhebliche Vorteile mit sich bringen, denn die mit einer Gemeinschaftswährung einhergehende größere Stabilität steigert die Attraktivität für internationale Investitionen.⁸ Zudem dürfte es für eine gemeinsame supranationale Geldpolitik einfacher sein, sich Reputation aufzubauen und die Unabhängigkeit gegenüber den nationalen Regierungen zu gewährleisten, als dies den jeweiligen nationalen Geldpolitiken in Schwellenländern möglich ist.

Als langfristiges Ziel für das Weltwährungssystem sollten mehrere regionale Integrationsräume angestrebt werden. Bei der Bildung dieser Währungsräume sollten aber die Erfolgsbedingungen regionaler Gemeinschaftswährungen berücksichtigt werden, die sich aus der Theorie Optimaler Währungsräume ergeben. (Kasten 2) In diesem Zusammenhang ist zu berücksichtigen, dass sich einzelne wichtige Volkswirtschaften bisher nicht auf eine ökonomische Integrationsstrategie eingelassen haben. Es wäre hilfreich, wenn die Volksrepublik China und Indien erste Schritte unternehmen würden, um sich einem regionalen Integrationsraum anzuschließen oder selbst einen zu bilden. Vor allem aber ist darauf hinzuwirken, dass Wechselkursbindungen zwischen Wirtschaftsregionen abgebaut werden, die sich in ihren Fundamentaldaten erheblich unterscheiden. Ein Mittel hierzu kann auch eine Aufwertung der betroffenen Währungen in einem neuen Leitwäh-

rungsgefüge sein. Hierauf ist im nächsten Abschnitt speziell einzugehen.

Die Frage der Leitwährung

Derzeit kann der US-Dollar die Rolle der Leit- und Reservewährung weitgehend für sich alleine beanspruchen; ein Großteil des internationalen Handels und Kreditgeschäfts wird in US-Dollar abgewickelt, ein großer Teil (61 Prozent im Jahre 2010) der Devisenreserven der Zentralbanken in US-Dollar gehalten. Während in der Zeit vor der Finanzkrise die Bedeutung des Euro sichtlich zugenommen hatte (der Anteil der internationalen Währungsreserven in Euro stieg zwischen 1999 und 2010 von 18 Prozent auf 27 Prozent), hat die Phase der Aufwertung des US-Dollars nach der Lehman-Pleite die noch immer vorherrschende internationale Bedeutung des Dollars als „Safe Haven“ unterstrichen und damit dessen Rolle als wichtigstes internationales Tauschmittel noch bestärkt. Mittelfristig wird ein monopoles, internationales Weltwährungssystem mit Dominanz des Dollars daher wohl bestehen bleiben. Gründe hierfür sind Trägheitseffekte, Netzwerkexternalitäten sowie die mittelfristig noch konkurrenzlose Größe und Liquidität der US-Finanzmärkte.⁹

Insbesondere von chinesischer Seite¹⁰ wurde der Vorschlag in die Diskussion eingebracht, langfristig die Sonderziehungsrechte¹¹ (SZR) des Internationalen Währungsfonds als zentrales Reserve-Asset im internationalen Währungssystem zu fördern. Sie sind bereits seit 1969 als künstliche Währungseinheit zwischen den Mitgliedsländern im Gebrauch und könnten die Abhängigkeit des Währungssystems von der geldpolitischen Ausrichtung der USA (oder anderer großer Wirtschaftsräume) reduzieren.¹² So wirkt sich die derzeit sehr expansive Geldpolitik der Federal Reserve Bank auch auf den internationalen Kapital- und Rohstoffmärkten inflationär aus, da der US-Dollar als Handelswährung eine Quasimonopolstellung hat. Damit die SZR wirklich eine globale Rolle übernehmen können, müssten aber tiefe und liquide Märkte für SZR geschaffen wer-

⁸ Vgl. Rogoff, K. et al. (2004): Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes, IMF Occasional Paper No. 229, International Monetary Fund, Washington, D. C.

⁹ Vgl. Lim, E.-G. (2006): The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data. IMF Working Paper WP/06/153, International Monetary Fund, Washington, D. C.

¹⁰ Vgl. Zhou, X. (2009): Reform of the International Monetary System, essay posted on the website of the People's Bank of China, 9 April. www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178

¹¹ SZR sind Kreditlinien auf Währungen der Mitgliedsstaaten des IWF. Der Wert des SZR basiert auf einem Korb der vier wichtigsten Währungen (US-Dollar, Euro, Yen und Pfund Sterling). Es ist keine Währung im Sinne eines Tauschmediums, da es keine privaten Märkte für den An- oder Verkauf von SZR gibt.

¹² Vgl. Dorrucchi, E., McKay, J. (2011): The International Monetary System After the Financial Crisis. ECB Occasional Paper No. 123; Eichengreen, B. (2011): Exorbitant Privilege – The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System. Oxford University Press, Oxford.

Kasten 2

Die Theorie Optimaler Währungsräume

Die Theorie Optimaler Währungsräume („Optimum-Currency-Area“ oder OCA-Theorie) formuliert Kriterien, nach denen eine monetäre Integration für Volkswirtschaften sinnvoll ist. Typischerweise nimmt die traditionelle OCA-Theorie die Vorteile monetärer Integration als gegeben hin (etwa erhöhte Transparenz oder sinkende Transaktionskosten auf internationalen Güter- und Kapitalmärkten) und formuliert Bedingungen, unter denen die Nachteile monetärer Integration – insbesondere der Verlust einer autonomen Geldpolitik, die länderspezifische Beschäftigungsschwankungen dämpfen könnte – möglichst gering sind.

Mundell identifiziert Faktormobilität als wichtige Determinante für die Kosten monetärer Integration: Er argumentiert, dass Über- und Unternachfrage nach Arbeitskräften in den Mitgliedsländern der Union durch Wanderung zum Ausgleich gebracht werden könne; eine stabilisierende Geldpolitik sei bei hoher Mobilität also verzichtbar.¹

Mundells wegweisende Arbeit wurde ergänzt durch weitere Kriterien: McKinnon weist auf die Bedeutung des Offenheitsgrades hin: Je mehr Güter ein Land importiert, umso stärker ist der Einfluss internationaler Güterpreise auf die inländischen Lebenshaltungskosten. Die Kosten der Aufgabenernationaler Geldpolitik sind dann geringer, da die inländische Zentralbank sowieso weniger Einfluss auf das Preisniveau und

damit die Beschäftigung habe.² Kenen argumentiert, dass ein hoher Diversifikationsgrad innerhalb der Volkswirtschaften die Empfindlichkeit der Reaktion der Mitgliedsländer auf äußere Einflüsse reduziere; die konjunkturellen Schwankungen seien gedämpfter und ein Verzicht auf eine stabilisierende Geldpolitik eher möglich. Weitere Kriterien beziehen sich auf die fiskalpolitischen Charakteristika der Mitgliedsländer, die Kapitalmobilität zwischen den Mitgliedsländern oder den gesellschaftlich-politischen Willen zur Integration.³

Fortschritte in der makroökonomischen Forschung stellen die traditionelle OCA-Theorie tendenziell in Frage. Gerade der Verlust stabilisierender Geldpolitik, der traditionell wichtigste Nachteil monetärer Integration, ist unter der Annahme rationaler Erwartungen fraglich. Neuere Arbeiten der OCA-Theorie sind daher weniger auf die Nachteile monetärer Integration konzentriert und rücken zunehmend die Vorteile der Bildung einer Währungsunion in den Mittelpunkt. Dabei wird vielfach insbesondere auf die reduzierte Unsicherheit auf Güter- und Kapitalmärkten abgestellt.⁴

¹ Mundell, R. A. (1961): A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 51 (4), 657-665.

² McKinnon argumentiert damit streng keynesianisch und geht davon aus, dass die Zentralbank einen beliebigen Punkt auf einer stabilen Phillips-Kurve wählen kann. Vgl. McKinnon, R. I. (1963): Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 53 (4), 717-725.

³ Kenen, P. B. (1969): The Optimum Currency Area: An Eclectic View. In: R. A. Mundell, A. K. Swoboda (Hrsg.): *Monetary Problems of the International Economy*, 41-60, The University of Chicago Press, Chicago.

⁴ Eine detaillierte und kritische Auseinandersetzung mit der traditionellen und modernen Theorie Optimaler Währungsräume findet sich in Fichtner, a. a. O.

den, und zwar nicht nur durch eine vermehrte Ausgabe durch den IWF, sondern auch durch die Entwicklung eines privaten SZR-Marktes. Darüber hinaus wird die Besorgnis geäußert, dass im Falle einer nur vage formulierten Emissionsregel die Bestände an SZR stark ansteigen könnten.¹³ Dann wäre die direkte Kontrolle der Zentralbanken über die sich im Umlauf befindende Geldmenge und damit ihre Souveränität eingeschränkt.

Kürzlich wurde zudem die Rolle des Goldes im internationalen Währungssystem wieder zum Thema. Theoretisch könnte Gold gerade im Falle eines drohenden Vertrauensverlusts in den Dollar für internationale In-

vestoren und Zentralbanken ein naheliegendes Wertaufbewahrungsmittel sein. In der Praxis hingegen haben die Notenbanken weltweit ihren Anteil an Goldreserven seit einem Jahrhundert drastisch verringert. Die Gründe hierfür liegen auf der Hand. Gold eignet sich aufgrund seiner physischen Eigenschaften deutlich weniger für die Abwicklung von Notfall-Finanztransaktionen (zum Beispiel Käufe einer unter Abwertungsdruck stehenden Währung gegen US-Dollar oder das Schnüren von „emergency financial packages“ des IWF) als monetäre Zahlungsmittel. Dies gilt auch für die Bezahlung von Importen oder Zinsen auf Auslandsverschuldung.¹⁴

¹³ Vgl. Cooper, R. N. (2011): *Is SDR Creation Inflationary?* Report by Richard Cooper, Harvard University, as Independent External Consultant to the IMF, Washington, D. C., January 7.

¹⁴ Vgl. Eichengreen, 2011, a. a. O.

Als realistische langfristige Alternative zum derzeitigen System bleibt daher in erster Linie die Etablierung mehrerer Währungen, die gleichzeitig die Aufgaben von Leit- und Reservewährungen einnehmen. Der US-Dollar dürfte langfristig weniger dominierend sein und der Euro sowie der chinesische Renminbi als wahrscheinliche Kandidaten im Zeitablauf an Bedeutung gewinnen. Ein derartiger Prozess würde das internationale Währungssystem letztlich stärken, da sich internationale Investitionen gleichmäßiger verteilen und hierdurch Verzerrungen von Zinssätzen verringert würden. Den Emittenten von Reservewährungen würde dies zudem eine größere geldpolitische Disziplin aufbürden, da diese den Status als Reservewährung und damit die Vorteile des „exorbitant privilege“¹⁵ ansonsten wieder verlieren könnten.

Politik für eine neue Weltwährungsordnung

Voraussetzung für den Übergang zu einem multipolaren Währungssystem ist, dass sich mehrere Währungen als internationales Zahlungsmittel an den Devisenmärkten etablieren können.¹⁶ Der US-Dollar, die Währung des größten nationalen Wirtschaftsraumes mit den liquidesten Märkten, wird mittelfristig der Primus inter Pares sein. Der Euro mit einem Wirtschaftsraum im Rücken, der ökonomisch ähnlich bedeutsam wie die USA ist, hat gerade an seiner Peripherie das Potenzial, noch attraktiver zu werden. Dies dürfte langfristig eingelöst werden, wenn die Eurozone ihre Schuldenkrise institutionell überzeugend gelöst hat. China hat bereits damit begonnen, Ausländer schrittweise, aber stetig zur Nutzung des Renminbi (RMB) bei Güter- und Finanztransaktionen zu animieren.¹⁷ Damit dürfte dieser mittelfristig zu einer für internationale Investoren und Zentralbanken attraktiven Währung aufsteigen.¹⁸

Um das Währungssystem weniger anfällig für die in der Vergangenheit beobachteten – und letztlich in der

Finanzkrise gipfelnden – Ungleichgewichte zu machen, ist vor allem eine weitere internationale Koordination der Geld- und Währungspolitik erforderlich. Entscheidend dürfte in diesem Zusammenhang insbesondere sein, dass einzelne Länder nicht versuchen, sich durch eine Manipulation der Wechselkurse oder durch eine unangemessene Geld- und Liquiditätsstrategie Vorteile zu verschaffen. Aufgrund der Globalisierung der Finanzmärkte seit den 90er Jahren haben die direkten grenzüberschreitenden Übertragungseffekte zwischen nationalen (überschüssigen) Geldmengen weiter zugenommen. Steigerungen der Geldmenge in einem Land führen so aufgrund internationaler Kapitalflüsse auch zu steigender Liquidität auf den Finanzmärkten anderer Volkswirtschaften. Der Einfluss von Zentralbanken auf das heimische Geldangebot ist daher gesunken, so dass eine internationale Koordinierung zunehmend Bedeutung erlangt.

Die Erfahrungen aus den jüngsten und vergangenen Finanzkrisen belegen einen klaren Zusammenhang zwischen Kapitalmobilität und der Krisenwahrscheinlichkeit.¹⁹ Leidet das Gleichgewicht eines Landes entweder unter massiven Zu- und Abflüssen von Kapital, ist zu prüfen, inwiefern korrektive Maßnahmen in Form von Zins- oder Wechselkursanpassungen eingeleitet werden können. Gerade in Schwellenländern ist die Entwicklung von heimischen Finanz- und Kapitalmärkten zu fördern, um exzessive Kapitalzu- und -abflüsse einzudämmen, die zur Entstehung globaler Ungleichgewichte beitragen.²⁰ Zusätzlich können mitunter symptombedämpfende Maßnahmen (Bildung großer Währungsreserven, Einführung von Kapitalverkehrskontrollen, Devisenmarktinterventionen) hilfreich sein. Sie sollten allerdings nur begleitend zu zins- und wechselkurspolitischen Maßnahmen genutzt werden. Erforderlich ist insbesondere ein Regelwerk, das die Handhabung und Ausgestaltung von Kapitalverkehrskontrollen vorgeben würde. Auf dessen Grundlage wäre nicht nur eine effizientere Regulierung, sondern insbesondere auch eine effektivere Beratung über die Vor- und Nachteile unterschiedlicher Interventionsinstrumente möglich.²¹

¹⁵ „Exorbitant privilege“ bezeichnet in der Fachliteratur den Vorteil des Emittenten der Leit- und Reservewährung, sich zu niedrigen Zinsen im Ausland verschulden zu können, da die Nachfrage nach in der entsprechenden Währung notierten Anleihen regelmäßig sehr hoch ist. Gleichzeitig können hohe Erträge auf im Ausland gehaltene Vermögen realisiert werden, da sich die hohe Nachfrage nach der Reservewährung in höheren Zinszahlungen niederschlägt. Als zusätzlichen Vorteil kann das Leitwährungsland mit hohen Geldschöpfungsgewinnen rechnen, da die umlaufende Geldmenge überproportional hoch ist.

¹⁶ Eine internationale Währung definiert sich als eine Zahlungseinheit, die weltweit akzeptiert ist als Kontrahierungswährung im Güterhandel, als frei konvertierbare Recheneinheit und als liquide Anlagewährung eines gut entwickelten Finanzmarktes.

¹⁷ Stier, O., Bernoth, K., Fisher, A. (2010): Die Internationalisierung des chinesischen Renminbi: eine Chance für China. DIW Wochenbericht Nr. 20/2010.

¹⁸ Weitere Kandidaten als Leitwährungen sind die indische Rupie und der brasilianische Real. Beide Volkswirtschaften haben noch ähnliche gewichtige Umstrukturierungsaufgaben wie China zu erledigen, bevor ihre Währungen international Verwendung finden können.

¹⁹ Eichengreen, B. (2004): *Capital Flows and Crises*. Cambridge, London, MIT.

²⁰ Vgl. Dell'Ariccia, G., di Giovanni, J., Faria, A., Kose, A., Mauro, P., Ostry, J. D., Schindler, M., Terrones, M. (2008): *Reaping the Benefits of Financial Globalization*. IMF Occasional Paper 264; Kose, A., Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S. (2006): *Financial Globalization: A Reappraisal*. IMF Working Paper 06/189; Chinn, M. D., Ito, H. (2005): *What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions and Interactions*. NBER Working Paper No. 11370; Chinn, M. D., Ito, H. (2008): *East Asia and Global Imbalances: Savings, Investment and Financial Development*. Paper prepared for the 18th Annual NBER-East Asian Seminar on Economics.

²¹ Vgl. IMF (2010): *The Fund's Mandate – The Future Financing Role: Reform Proposals*. IMF Staff Paper.

Auch konzeptionelle Mängel in der Finanzaufsicht müssen unbedingt beseitigt werden. So muss die große Diskrepanz zwischen den hauptsächlich nationalen Aufsichtsbehörden und den immer internationaler ausgerichteten Finanzmärkten durch die Schaffung neuer oder die Neuausrichtung bestehender Institutionen abgebaut werden. Diese sollten neben der Überwachung einzelner Volkswirtschaften und Institutionen auch die Implikationen von Ansteckungs-, Synergie- und Rückkopplungseffekten untersuchen und bei Fehlentwicklungen eingreifen können. Einzelne Schritte in diese Richtung wurden schon unternommen: So wurden durch die Errichtung der sogenannten „Mutual Assessment Group“ und des „Financial Stability Board“ von Seiten der G-20 sowie des IWF/Weltbank Projekts „Financial Sector Assessment Program“ Gremien geschaffen, die global geltende Richtlinien im Bereich der Finanzstabilität erarbeiten und bei der Umsetzung der nationalen Reformen zur Banken- und Finanzaufsicht internationale Unterstützung und Koordination ermöglichen sollen. Auch auf europäischer Ebene erarbeitet die Van Rompuy Task Force derzeit ein EU-weites Überwachungssystem, das unter anderem eine frühe Erkennung von Fehlentwicklungen in einzelnen Mitgliedsstaaten und spezifische Korrektorempfehlungen ermöglichen wird.

Zu einer Reform der Finanzaufsicht gehört aber auch, dass die in der Vergangenheit teilweise erheblichen Informationslücken im Hinblick auf Finanz- und Kapitalmarktaktivitäten beseitigt werden. Eine hochfrequente, detaillierte und rechtzeitige Veröffentlichung wichtiger Finanzindikatoren zum Beispiel zu Zahlungsbilanzen, Derivatehandel, Devisenmarktabhängigkeiten und grenzüberschreitenden Bankaktivitäten ist essenziell, um frühzeitig vor Fehlentwicklungen zu warnen. Auch in dieser Hinsicht besteht noch immer Verbesserungsbedarf.

Bei alledem wird jedoch entscheidend sein, dass Risiken nicht nur erkannt, sondern dass Korrekturmaßnahmen auch mehr als in der Vergangenheit durchgesetzt werden können. Zum Beispiel sollte der IWF verbesserte Eingriffsmöglichkeiten in die politischen Entscheidungsprozesse der Empfängerländer erhalten. Zentral wird zudem eine verstärkte regionale Koordination der Finanz- und (Wirtschafts-)Politik sein. In diesem Zusammenhang ist insbesondere eine verstärkte wirtschaftspolitische Integration im Euroraum anzustreben.

Fazit: Empfehlungen an die europäische Politik

Eine weitergehende regionale monetäre Integration (etwa im europäischen, asiatischen oder lateinameri-

kanischen Raum) mit zwischen den Blöcken flexiblen Wechselkursen ist wie beschrieben das wahrscheinlichste und auch ökonomisch sinnvollste Szenario für das internationale Währungssystem der Zukunft. Auf Grundlage der genannten Vorteile von fixen Wechselkursen ist für die europäische Wirtschaftspolitik grundsätzlich eine Erweiterung des Euroraums anzustreben. Dabei sollte aber nicht der Fehler der Vergangenheit wiederholt und wirtschaftlich stark unterschiedliche Länder aufgenommen werden. Für den künftigen Bestand der Union dürfte ein wirtschaftlich homogener Währungsraum entscheidender sein als eine (zusätzlich dennoch erforderliche) Verschärfung der fiskalischen Konvergenz- und Stabilitätskriterien, da hierdurch die Entstehung von makroökonomischen Ungleichgewichten gedämpft wird. Gleichzeitig sollte die deutsche Politik auch die makroökonomische Integration in anderen Wirtschaftsräumen unterstützen, indem sie eine vermittelnde und beratende Rolle in diesem Zusammenhang einnimmt. Darüber hinaus ist aber wie beschrieben auf eine weitere globale Flexibilisierung der Wechselkurse hinzuwirken, kurzfristig insbesondere auf den Abbau der Wechselkursbindung zwischen China und den USA.

Ein Übergang zu einem multipolaren Währungssystem, das neben dem US-Dollar den Euro und den Renminbi als weitere Reservewährungen in relevantem Ausmaß vorsieht, dürfte erhebliche Vorteile für die Euro-Länder mit sich bringen, da die einseitige Abhängigkeit der Weltfinanzmärkte vom US-Dollar etwas zurückgeführt werden könnte. Aus europäischer Sicht sollte zudem die über die letzten Jahre herausgebildete währungspolitische Dominanz der G-2 (China und USA) aufgebrochen werden. Wegen der viel expansiveren Geldpolitik in den USA wirkt sich diese tendenziell in Richtung einer Aufwertung des Euro aus. Hat der Euro Leitwährungsstatus erhalten, erwachsen aus der stärkeren globalen Euro-Nachfrage zusätzliche Geldschöpfungsgewinne, für deren Erhalt eine stabilitätsorientierte (und damit wachstumsfreundliche) Geldpolitik erforderlich wird.

Um den Euro dauerhaft an den Kapitalmärkten als Leitwährung neben dem US-Dollar zu platzieren, sind von europäischer Seite noch Nachbesserungen im Regelwerk der Europäischen Währungsunion notwendig. Ein gestärkter EU-Governance-Rahmen muss klare Regelungen für den Umgang mit fiskalischen Krisen aufweisen und präventive Maßnahmen beinhalten. So sollte sich die deutsche Politik für eine verstärkte wirtschaftspolitische Koordinierung im Euroraum einsetzen. Zu Recht müssen die EU-Mitgliedsländer im Rahmen des sogenannten „Europäischen Semesters“ neuerdings ein halbes Jahr vor Verabschiedung ihre Haushaltspläne bei der Europäischen Kommission vorlegen, die dadurch mehr Kontrolle über mögliche Verletzungen des Stabi-

litäts- und Wachstumspakts (SWP) erhält und bei Bedarf vorbeugend korrigierend eingreifen kann. An den mangelnden Sanktionsmöglichkeiten bei Verletzungen des SWP hat sich bisher aber nicht viel geändert. Hier sind noch immer maßgebliche Verbesserungen erforderlich. Realistisch betrachtet funktioniert ein verschärfter SWP ohnehin nur mit einer stabilen Europäischen Union, mit starken, demokratisch legitimierten Institutionen und hoher Akzeptanz in der Bevölkerung. Nur dann ist davon auszugehen, dass die europäischen Regierungen zu weitergehender Koordination und damit einer Abgabe eines Teils ihrer nationalen Souveränität bereit sind.

Auch der Aufbau von makroökonomischen Ungleichgewichten innerhalb der EU, wie sie sich in etwa Leistungsbilanzungleichgewichten oder Wettbewerbsdifferenzen auf den Arbeitsmärkten widerspiegeln, hat in der Vergangenheit destabilisierend gewirkt. Auf Grundlage der geplanten Ergänzung des EU-Vertrags um eine „Verordnung zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte“ soll die EU-Kommission künftig Frühwarnungen aussprechen und korrektive Maßnahmen vorschlagen. Die Gefahr besteht jedoch, dass die Indikatoren zur Identifizierung von makroökono-

mischen Ungleichgewichten so vage definiert werden, dass die Verordnung nicht sehr durchsetzungsstark ist. Die deutsche Regierung hat hier die Möglichkeit, noch gestalterisch mitzuwirken, um diesem neuen Verfahren zur Effektivität zu verhelfen, indem sie sich für eine eindeutige und detaillierte Liste von Indikatoren und Schwellenwerten (Scoreboard) einsetzt.²²

Weltweit ist die Politik zudem gefordert, eine Stabilisierung der Kapitalmärkte zu unterstützen – auch, indem IWF und G-20 mit klaren Aufgaben versehen werden. Die Verbesserung der Finanzaufsicht und Finanzmarktregulierung, etwa durch die Erarbeitung einer Richtlinie für die Aufsicht von Kapitalbilanzen, Verbesserungen bei der Veröffentlichung von Finanzmarktindikatoren oder, vor allem, die verbesserte Durchsetzbarkeit von Vorschlägen zur Korrektur von Fehlentwicklungen, wären erste Schritte hin zu einem krisensicheren Weltwährungssystem.

²² In Betracht kommende Indikatoren sind etwa die Entwicklung der Leistungsbilanzsalden, relative Lohnentwicklungen oder die private Verschuldung.

Prof. Dr. Ansgar Belke ist Forschungsdirektor Internationale Makroökonomie am DIW Berlin | abelke@diw.de

Dr. Kerstin Bernoth ist Stellvertretende Leiterin der Abteilung Makroökonomie | kbernoth@diw.de

Dr. Ferdinand Fichtner ist Kommissarischer Leiter der Abteilung Konjunkturpolitik | ffichtner@diw.de

JEL: E02, E42, F33, F42, F53

Keywords: Internationales Weltwährungssystem, Leitwährung, Wechselkurssystem, Finanzkrise, Internationale Wirtschaftspolitik



DIW Berlin – Deutsches Institut
für Wirtschaftsforschung e.V.
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin
T +49 30 897 89 -0
F +49 30 897 89 -200
www.diw.de
78. Jahrgang

Der nächste Wochenbericht
erscheint am 28. September 2011.

Herausgeber

Prof. Dr. Pio Baake
Prof. Dr. Tilman Brück
Prof. Dr. Christian Dreger
Dr. Ferdinand Fichtner
PD Dr. Joachim R. Frick
Prof. Dr. Martin Gornig
Prof. Dr. Peter Haan
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Karsten Neuhoff, Ph.D.
Prof. Dr. Jürgen Schupp
Prof Dr. C. Katharina Spieß
Prof. Dr. Gert G. Wagner
Prof. Georg Weizsäcker, Ph.D.

Chefredaktion

Dr. Kurt Geppert
Sabine Fiedler

Redaktion

Renate Bogdanovic
Dr. Frauke Braun
PD Dr. Elke Holst
Wolf-Peter Schill

Lektorat

Dr. Kerstin Bernoth
Karl Brenke
Prof. Dr. Dorothea Schäfer

Pressestelle

Renate Bogdanovic
Tel. +49-30-89789-249
presse@diw.de

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice
Postfach 7477649
Offenburg
leserservice@diw.de
Tel. 01805 - 19 88 88, 14 Cent./min.
ISSN 0012-1304

Gestaltung

Edenspiekermann

Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –
auch auszugsweise – nur mit Quellen-
angabe und unter Zusendung eines
Belegexemplars an die Stabsabteilung
Kommunikation des DIW Berlin
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.