

Im November dieses Jahres sollen auf dem G-20-Gipfel in Cannes Vorschläge zur Reform des internationalen Währungssystems vorgelegt werden. Wie sollte ein zukünftiges globales Wechselkursregime gestaltet werden?

## Die G-20-Arbeiten für ein stabileres und krisenfesteres internationales Währungssystem

### Ausgangslage

Die Regelung der internationalen Währungs- und Finanzbeziehungen ist eine der zentralen Ordnungsaufgaben in einer globalisierten Welt. Der Internationale Währungsfonds (IWF) definiert das internationale Währungssystem als die Regeln und Institutionen, die einen Ordnungsrahmen für internationale Zahlungsströme bilden. Dieser Rahmen beinhaltet die Wechselkurse, internationale Währungsreserven, laufende Zahlungen, wie z.B. Entwicklungshilfe, sowie Kapitalströme aller Art. Ziel des Systems ist es, zu ausgewogenem Wirtschaftswachstum beizutragen, eine möglichst hohe Wechselkursstabilität zu gewährleisten sowie die Anpassung einer Volkswirtschaft an monetäre und realwirtschaftliche Schocks zu erleichtern. Da es makroökonomisch nicht möglich ist, dass offene Volkswirtschaften gleichzeitig über feste Wechselkurse, geldpolitische Souveränität und freien Kapitalverkehr verfügen, sind die Staaten im internationalen Währungsverbund immer gezwungen, auf Teile ihrer wirtschafts- und finanzpolitischen Souveränität zu verzichten.

In diesem Spannungsfeld ist das internationale Währungssystem gegenwärtig zum einen durch flexible Wechselkurse der wichtigsten Währungen der Industrieländer geprägt, deren Wechselkurse sich frei durch Nachfrage und Angebot an den Devisenmärkten ergeben (insbesondere US-Dollar, Euro, Yen). Zum anderen lassen viele Schwellenländer den Wechselkurs ihrer Währung gegenüber wichtigen Leitwährungen, allen voran dem US-Dollar, nur in einer festgelegten Bandbreite schwanken oder fixieren diesen sogar vollständig.

Aus Sicht der ökonomischen Theorie lässt sich dabei kein grundsätzlich »optimales« Wechselkurssystem herleiten – zu sehr hängt die Wahl von den einem jeden Land eigenen makroökonomischen Rahmenbedingungen und Herausforderungen ab. Aus Sicht des IWF gehen insbesondere in Schwellenländern weniger flexible Regime längerfristig tendenziell mit niedrigerer Inflation und stärkerem Wachstum einher. Auf der anderen Seite sind fixe Wechselkursregime tendenziell anfälliger für Finanzkrisen. Zudem zeigt die Empirie deutlich, dass fixe Wechselkurse vor allem in Schwellenländern mit niedrigem Einkommen den Aufbau dauerhafter Leistungsbilanzungleichgewichte begünstigen. So hält beispielsweise China seine Währung vor allem zur Unterstützung eines exportorientierten Wachstumsmodells künstlich unterbewertet und baut als Konsequenz daraus immense Währungsreserven auf. Diese haben mittlerweile eine Höhe von rund 3 Billionen US-Dollar erreicht. Die Wahl des Wechselkursregimes beinhaltet also schon aus Sicht des jeweiligen Landes bzw. Währungsraums immer eine Abwägung zwischen den Zielen nominaler Stabilität und nachhaltigen Wachstums, der Minimierung des Risikos von Finanz- und Währungskrisen sowie der Anpassungsfähigkeit an externe Ungleichgewichte. Darüber hinaus gilt es, angesichts immer weiter steigender globaler Güter- und Kapitalströme und der damit verbundenen Zunahme von Spillover-Effekten zwischen den Staaten bzw. Währungsräumen viel stärker als in der Vergangenheit das gemeinsame Interesse der Staatengemeinschaft zu berücksichtigen. Gerade große offene (»systemisch relevante«) Volkswirtschaften haben hier eine besondere Verantwortung. Unter dem Eindruck der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise und der sich derzeit wieder spürbar verstärkenden Ungleichgewichte



Jörg Asmussen\*

\* Jörg Asmussen ist Staatssekretär im Bundesministerium der Finanzen.

te sollte die Abwägung deshalb deutlich in Richtung einer weiteren Flexibilisierung der Wechselkursregime besonders in den Schwellenländern gehen, zu groß sind die Kosten globaler Krisen letztlich für alle Länder dieser Welt.

Obwohl das Weltwährungssystem seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems Anfang der 1970er Jahre recht gut funktioniert hat, haben sich über die Jahre die Anzeichen von Schwäche und Instabilität vermehrt – insbesondere sind dies die sehr hohen und volatilen Kapitalflüsse, Wechselkursbewegungen, die nicht im Einklang mit den Fundamentaldaten einer Volkswirtschaft stehen, eine große Unsicherheit über die Verfügbarkeit internationaler Liquidität in Zeiten von Finanzkrisen sowie nicht zuletzt der Aufbau hoher und dauerhafter globaler Ungleichgewichte verbunden mit der Anhäufung immenser Währungsreserven in einigen Ländern. Das internationale Währungssystem weist derzeit keine Mechanismen auf, die eine automatische Korrektur dieser globalen Ungleichgewichte ermöglichen würden. Ebenso schwierig gestaltet sich die Steuerung des zunehmenden Stroms (kurzfristiger) Kapitalflüsse. Gerade Deutschland, das eine hohe wirtschaftliche Vernetzung mit dem Rest der Welt aufweist, ist auf das reibungslose Funktionieren internationaler Zahlungsströme fundamental angewiesen. Ein stabiler Ordnungsrahmen für das globale Finanz- und Währungssystem ist im ureigensten Interesse unseres Landes.

Die zunehmende Komplexität des Systems erhöht das Risiko, dass sich im Falle von Krisen die Auswirkungen schnell über den Globus ausbreiten und somit die wirtschaftlichen und sozialen Erfolge einer zunehmend globalisierten Welt in Frage stellen. Dies zeigt, dass der alleinige Blick auf das jeweilige Wechselkursregime oder auf bilaterale Wechselkursprobleme sowohl bei der Analyse der derzeitigen Probleme sowie bei der Entwicklung geeigneter Reformmaßnahmen zu kurz greift. Was notwendig ist, ist vielmehr ein breiter Blick auf das gesamte internationale Währungssystem.

### Auftrag der G-20

Die G-20-Staats- und Regierungschefs haben sich genau das zur Aufgabe gemacht. Arbeiten an der Entwicklung eines stabileren und krisenfesten internationalen Währungssystems sind daher ein zentrales Schwerpunktthema der diesjährigen französischen G-20-Präsidentschaft. Ausgangspunkt ist das Bekenntnis vom Seoul-Gipfeltreffen im November 2010 zu flexibleren Wechselkursen, welche stärker die ökonomischen Fundamentaldaten widerspiegeln. Deutschland unterstützt die französische G-20-Präsidentschaft bei diesem Thema aktiv und hat gemeinsam mit Mexiko den Vorsitz einer entsprechenden Arbeitsgruppe »Reform of the International Monetary System« übernommen. Im Zentrum

stehen das Management von globalen Kapitalflüssen sowie globales Liquiditätsmanagement. Hierzu sollen Reformschritte und -maßnahmen diskutiert werden, die nach Verabschiedung durch die G-20-Finanzminister und Zentralbankgouverneure im Oktober den Staats- und Regierungschefs zum G-20-Gipfeltreffen im November 2011 in Cannes zur politischen Entscheidung vorgelegt werden können. Zentrale Ansatzpunkte für die Arbeit sind das Management volatiler Kapitalflüsse, die Weiterentwicklung lokaler Bondmärkte, die zukünftige Rolle der Sonderziehungsrechte beim IWF, finanzielle Sicherheitsnetze bei Finanz- und Währungskrisen (»financial safety nets«) sowie eine Überprüfung der Überwachungsmechanismen des IWF (»surveillance«). Die Arbeiten sollen damit über reine Wechselkursfragen deutlich hinausgehen.

### Steuerung globaler Kapitalflüsse

Ausgangspunkt für die Arbeiten sind die derzeit erheblichen Kapitalzuflüsse in einige Schwellenländern, die vor allem auf die rasche und starke wirtschaftliche Erholung in diesen Ländern bei gleichzeitigem verhaltenem Wachstum in einigen entwickelten Volkswirtschaften zurückzuführen sind. Übermäßige Kapitalflüsse können zu Überhitzung und zur Entstehung von Vermögenspreisblasen führen. Eine solche Entwicklung ist aktuell in einigen Schwellenländern wie China oder Brasilien zu beobachten und wird vom IWF als eines der zentralen Risiken für den globalen Aufschwung angesehen. Zudem kann es zu einem plötzlichen Kapitalabfluss im Krisenfall kommen. Nicht zuletzt kann ein Land durch hohe Kapitalzuflüsse zu Politiken gezwungen sein, die makroökonomisch kontraproduktiv sind. So musste die Türkei jüngst zur Eindämmung von Kapitalzuflüssen die Leitzinsen senken, obwohl Inflationsgefahren eher eine Straffung der Geldpolitik notwendig gemacht hätten.

Kapitalzuflüsse können darüber hinaus die Wettbewerbsfähigkeit der betroffenen Schwellenländer senken, weil durch die Aufwertung der Währung eine Verteuerung der eigenen Exporte ausgelöst wird. Das gilt umso mehr, wenn andere Schwellenländer feste Wechselkurse beibehalten. Als Reaktion auf die starken Aufwertungen ihrer Währungen haben einige Schwellenländer Kapitalverkehrskontrollen eingeführt, die den Zufluss ausländischen Kapitals erschweren oder sogar verhindern. So hat Brasilien im Angesicht einer deutlichen Aufwertung des Real im Oktober 2009 eine Steuer auf kurzfristige Kapitalzuflüsse für Portfolioinvestitionen wieder eingeführt und die Steuer auf Auslandskapital, das in Anleihen des Landes investiert wird, zuletzt deutlich erhöht.

Ein Ziel der Arbeiten im Kreis der G-20 ist es daher, einen internationalen Konsens zum Umgang mit Kapitalströmen zu entwickeln. Nach Ansicht des IWF sowie vieler entwickel-

ter Volkswirtschaften sollte das Prinzip der Kapitalverkehrsfreiheit möglichst wenig eingeschränkt werden. Idealerweise sollten Länder im Umgang mit internationalen Kapitalströmen zunächst eine angemessene Geld-, Fiskal- und Währungspolitik sowie ggf. zusätzliche finanzaufsichtliche und regulatorische Maßnahmen ergreifen, ohne ausländische Kapitalzuflüsse zu diskriminieren. Nur als letztes Mittel der Wahl sollte auf Kapitalverkehrskontrollen zurückgegriffen werden. Hierbei ist auch angedacht, die Rolle des IWF zu stärken, indem dieser einen größeren Schwerpunkt auf die Analyse von Kapitalverkehrsströmen legt. Aus deutscher Sicht wäre es wünschenswert, sich innerhalb der G-20 auf Richtlinien zum Umgang mit internationalen Kapitalströmen zu einigen. Hier ist allerdings – wie auch bei der Verankerung solcher Richtlinien beim IWF – entschiedener Widerstand mancher Schwellenländer zu konstatieren, die einen Eingriff in ihre wirtschaftspolitische Autonomie fürchten. Die Analyse sollte daher auch auf die Rolle der nettokapitalexportierenden Länder und das Verhalten der entwickelten Volkswirtschaften eingehen. Nicht zuletzt geht es dann auch um eine Bewertung der makroökonomischen Politik in den entwickelten Volkswirtschaften hinsichtlich ihrer Auswirkungen auf Kapitalflüsse, insbesondere wenn deren Währung einen internationalen Reservecharakter aufweist, wie zum Beispiel die jüngsten geldpolitischen Maßnahmen der US-amerikanischen Notenbank (»quantitative easing«).

Darüber hinaus soll im Rahmen dieses Arbeitsstrangs die Entwicklung lokaler Anleihe- und Kapitalmärkte in Schwellen- und Entwicklungsländern vorangetrieben werden. Dies soll zum einen die Notwendigkeit dieser Länder zur Verschuldung in Fremdwährung reduzieren, indem die Voraussetzungen zur Ausgabe von Staatsanleihen in der heimischen Währung verbessert werden. Zum anderen gilt es, die Aufnahmefähigkeit der heimischen Finanzsektoren für Kapitalflüsse zu erhöhen, zum Beispiel durch die Verbesserung der nationalen Regulierung und Aufsicht.

### Globales Liquiditätsmanagement

Die Wirtschafts- und Finanzkrise hat gezeigt, dass Liquidität in einer globalisierten Welt mit eng miteinander verknüpften Volkswirtschaften und Finanzmärkten im globalen Kontext analysiert werden muss und national ausgerichtete Politiken erhebliche Auswirkungen auf den Rest der Welt haben können. Ausgangspunkt der G-20-Arbeiten sind daher die Fragen einer angemessenen Definition sowie eines geeigneten Maßes für globale Liquidität im Zusammenhang staatlicher Liquiditätssteuerung. Eine wichtige Frage ist dabei die Angemessenheit der Höhe der internationalen Währungsreserven eines Landes. Sowohl die stabilisierende Rolle von Reserven als auch mögliche negative Auswirkungen wie eine hohe Anfälligkeit gegenüber Wechselkursschwankungen und ihr Beitrag zum Aufbau globaler Ungleichge-

wichte werden hier genau analysiert werden. Eng damit verbunden ist auch die Frage der Diversifizierung von Währungsreserven. So hat China ohne Zweifel ein großes Interesse daran, Teile seiner US-Dollar Reserven von weit über 1 Billion nach und nach in andere Währungen umzuschichten. Dies führt zu möglichen Szenarien einer größeren Multipolarität der Reservewährungen sowie der Frage nach der Rolle, die die Sonderziehungsrechte beim IWF (SZR) als Reservewährung spielen könnten. Auch hier müssen mögliche Vorteile und Risiken sorgfältig abgewogen werden. Insbesondere gilt es, die Unabhängigkeit der Zentralbanken ohne Einschränkung zu respektieren. Dies zeigt, dass der Kunstwährung des IWF als internationale Reservewährung sehr enge Grenzen gesetzt sind. Darüber hinaus wird, ausgehend von den bisherigen Arbeiten im Bereich der finanziellen Sicherheitsnetze, dem Auftrag der G-20-Staatsregierungschefs in Seoul folgend, ausgelotet werden, wie wir zukünftig noch besser auf systemische Finanz- und Währungskrisen reagieren können.

### Überwachungsmechanismen des IWF (»surveillance«)

Eine besondere Rolle kommt im Zusammenhang aller Arbeiten zur Reform des internationalen Währungssystems dem IWF zu. Der IWF stellt nicht nur seine ausgezeichnete Expertise zur Verfügung, sondern hat auch eine entscheidende Aufgabe zu erfüllen. Im Rahmen seiner Überwachungsfunktion gilt es, das Verhalten seiner Mitgliedstaaten sowohl bi- als auch multilateral zu analysieren und damit die Umsetzung und Durchsetzung der vereinbarten Regelungen zu kontrollieren. In diesem Zusammenhang wird dem IWF in Zukunft wohl noch stärker als heute auch eine gewisse »Lotsenfunktion« zukommen müssen, da viele der zentralen Spannungsfelder im Bereich des internationalen Währungssystems sehr sensible nationale Politikbereiche berühren. Ein zentrales Beispiel ist die fundamentale Frage nach den Ursachen und möglichen Ansatzpunkten zum Abbau der globalen Leistungsbilanzungleichgewichte. Die zentrale Konfliktlinie besteht hier zwischen China einerseits, das eine Diskussion um die Angemessenheit ihrer Währungsreserven und die Unterbewertung seiner Währung fürchtet, und einiger Industrieländer andererseits, die eine abnehmende Bedeutung des US-Dollar als Reservewährung fürchten und gleichzeitig China zu einer rascheren Aufwertung seiner Währung drängen wollen.

### Fazit

Allein dieser kurze und unvollständige Problemaufriss zeigt deutlich, dass es ein langer Weg sein wird, bis im November dieses Jahres auf dem G-20-Gipfel in Cannes konkrete Ergebnisse zur Reform des internationalen Währungssys-

tems vorgelegt werden können. Wichtig ist, von vornherein realistische Erwartungen an die Ergebnisse zu stellen. Natürlich kann es nicht gelingen, innerhalb einiger Monate einvernehmlich eine neue globale Währungsordnung zu entwickeln und diese umzusetzen. Dies ist aber auch nicht notwendig. Es geht vielmehr um die Stärkung des bestehenden Systems durch ein Bündel von Verbesserungen einzelner Elemente mit dem Ziel, das System als Ganzes widerstandsfähiger gegen zukünftige Krisen zu machen. Aus heutiger Perspektive sind dahingehend durchaus substantielle Ergebnisse in Reichweite, wie zum Beispiel eine Stärkung der IWF-Überwachungsmechanismen, eine verbesserte Kooperation bei der Steuerung globaler Kapitalflüsse, Verfeinerungen bestehender finanzieller Sicherheitsnetze, ein Fahrplan zur Integration weiterer Währungen wie des chinesischen Renminbis in den SZR-Währungskorb sowie die Entwicklung und Stärkung lokaler Anleihe- und Kapitalmärkte in Schwellen- und Entwicklungsländern.

Ich möchte abschließend den Zusammenhang zur anfangs gestellten, übergeordneten Frage wieder aufgreifen, welches Wechselkursregime für die Zukunft anzustreben ist. Ein System fester Wechselkurse oder von Wechselkurszielzonen ist aus Sicht des Bundesfinanzministeriums ganz klar abzulehnen. Dies wäre auch nicht durchsetzbar, man braucht sich nur die Reaktion der Finanzmärkte vorzustellen, die bei ersten Spannungen in einem solchen System dieses testen würden. Europa hat mit den Wechselkurszielzonen des Europäischen Wechselkurssystems in der Vergangenheit ausreichend Erfahrungen damit gesammelt. Stattdessen können die in diesem Artikel skizzierten Reformmaßnahmen insgesamt helfen, in einem tendenziell flexibleren weltweiten Wechselkursregime die Volatilität zu verringern und dazu beitragen, dass Wechselkurse stärker die Fundamentaldaten der Volkswirtschaften widerspiegeln. Dies würde aus meiner Sicht auch einen wesentlichen Beitrag zu einem geordneten Abbau der globalen Ungleichgewichte leisten. Nicht zuletzt würden wir dadurch auf dem Weg zu einem stärker multipolaren und damit tendenziell krisenresistenteren Währungssystem einen deutlichen Schritt vorankommen, indem neben dem US-Dollar und dem Euro zukünftig etwa auch der chinesische Renminbi eine größere Rolle spielt. Die G-20 sind genau das richtige Forum, um solche Maßnahmen global zu vereinbaren und einvernehmlich umzusetzen.



Gunther Schnabl\*

### Die Fernosterweiterung der informellen Eurozone als währungspolitisches Druckmittel

Die globalen Güter-, Finanz- und Währungsmärkte sind instabil geworden. Wurde in der ersten Hälfte des neuen Jahrtausends unter dem Stichwort »große Moderation« noch das Ende von Inflationsdruck und zyklischen Schwankungen gefeiert, werden seit dem Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise immer größere geld- und finanzpolitische Rettungsaktionen nötig, um die Welt im Gleichgewicht zu halten. Im Zentrum der Turbulenzen steht der US-amerikanische Dollar. Als dominierende internationale Währung gilt dieser nicht nur als sicherer Hafen in Krisenzeiten, sondern dessen Glaubwürdigkeit und Stabilität wird auch durch die immense monetäre Expansion der Federal Reserve Bank unterminiert.

Ausgehend von den USA ist eine neue ungeheure Welle von Carry Trades angelaufen, die in den Rohstoffmärkten und den aufstrebenden Märkten am Rande des Weltwährungssystems neue Boom- und Krisen-Zyklen ankündigt. Die globale Angst vor Finanzmarktinstabilität und Inflation lässt die Forderung nach einem stabilen Anker im Zentrum eines neuen Weltwährungssystems lauter werden. Denn spätestens seit der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise gelten flexible Wechselkurse nicht mehr als Allheilmittel gegen Krisen und für geldpolitische Unabhängigkeit.

Mehr als zehn Jahre nach der Asienkrise ist klar, dass flexible Wechselkurse nicht – wie vom IWF vertreten (Fischer 2001) – ein Versicherungsmechanismus gegen Krisen sind. Die südostasiatischen Staaten hatten vor der Krise feste Wechselkursstrategien verfolgt, um über Kapitalzuflüsse und Export den wirtschaftlichen Aufholprozess zu beschleunigen. Starke Kapitalzuflüsse, die am südostasiatischen Wirtschaftswunder partizipieren wollten, wurden durch Devisenmarktinterventionen in übermäßige inländische monetäre Expansion übersetzt. Überinvestition, Spe-

\* Prof. Dr. Gunther Schnabl ist Direktor des Instituts für Wirtschaftspolitik an der Universität Leipzig.

kulation und die Krise waren die Folgen. Die unter anderem vom IWF forcierte wirtschaftspolitische Implikation war zweifach. Zum einen sollten flexible Wechselkurse das Wechselkursrisiko erhöhen und so spekulative Kapitalzuflüsse reduzieren. Zum anderen wird argumentiert, dass die Abkehr von Festkursen den kleinen offenen Volkswirtschaften mehr geldpolitische Unabhängigkeit ermöglicht, um auf makroökonomische Fehlentwicklungen reagieren zu können (vgl. Bernanke et al. 2011).

Beides ist nicht der Fall! Zum einen ist in einem Umfeld globaler Überschussliquidität – wie es spätestens seit der Jahrtausendwende zu beobachten ist – Wechselkursflexibilität kein Versicherungsmechanismus gegen spekulative Kapitalzuflüsse. Der Übergang einiger aufstrebender Volkswirtschaften zu flexiblen Kursen – wie zum Beispiel Südkorea seit der Asienkrise – hat vielmehr zu spekulativen Kapitalzuflüssen beigetragen, da risikolose Währungswetten möglich wurden. Wenn Spekulanten sich zu nahe null in den großen Volkswirtschaften finanzieren und zu höheren Zinsen in der aufstrebenden Volkswirtschaften anlegen können, dann gesellen sich zu den renditeträchtigen Carry Trades beträchtliche Aufwertungsgewinne. Dies gilt umso mehr, wenn Aufwertungen öffentlich angekündigt werden. So begünstigte beispielsweise die von den USA erzwungene graduelle Aufwertung des chinesischen Yuan gegenüber dem Dollar zwischen 2005 und 2008 trotz Kapitalverkehrskontrollen immense spekulative Kapitalzuflüsse (vgl. McKinnon und Schnabl 2009). Ostasien blieb trotz mehr Wechselkursflexibilität seit der Krise nicht von spekulativen Kapitalzuflüssen verschont. Der Anstieg der Devisenreserven hat sich vielmehr beschleunigt.

Zwar lernten die ostasiatischen Zentralbanken dahingehend aus der Krise, dass sie die aus der Akkumulierung von Devisenreserven resultierende Geldmengenerweiterung neutralisierten. Doch entstanden auf der Grundlage nicht-marktbasierter Sterilisierung neue Verzerrungen, insbesondere im chinesischen Exportsektor (vgl. Schnabl 2010). Seit der Jahrtausendwende absorbierten die Peoples Bank of China und andere Zentralbanken in der Region Überschussliquidität durch den Verkauf von Zentralbankwertpapieren oder die Erhöhung von Mindestreserven. Da eine marktbasiertere Sterilisierung das Zinsniveau nach oben treibt und neue Kapitalzuflüsse nach sich ziehen würde, erfolgt die Sterilisierung per Zwang unter dem Marktzinsniveau. Dies führt einerseits zur Fragmentierung des inländischen Kapitalmarktes, da die Zinsen nicht vom Markt, sondern vom Staat bestimmt werden. Andererseits eröffnet es die Möglichkeit, über einen staatlich kontrollierten Bankensektor billige Kredite in die politische gewünschte Richtung zu lenken. In China dürfte das vor allem der Exportsektor sein, was zu den bekannten Verzerrungen der Wirtschaftsstrukturen in China und den USA geführt hat. Kompetitive Zinssenkungen (statt kompetitiver Abwertungen) sind die Folge.

Drittens ist klar, dass sich selbst Länder mit völlig flexiblen Wechselkursen – zum Beispiel das Eurogebiet – nicht vom zinspolitischen Kurs der USA isolieren können (vgl. Belke und Schnabl 2010). Denn die Nullzinspolitik und quantitative Lockerung der Federal Reserve bremsen über den Abwertungsdruck auf den Dollar Exporte und Wachstum der US-amerikanischen Handelspartner. Der (potenziell) sinkende Export erhöht bei flexiblen Wechselkursen den Druck auf die Zentralbanken, die Zinsen ebenfalls zu senken. Der geminderte Inflationsdruck bei Aufwertung der inländischen Währung gibt die Rechtfertigung dazu, auch wenn die Wachstumsraten der Geldbasis einen monetären Überhang signalisieren (vgl. Hoffmann und Schnabl 2011).

In Zeiten von Instabilität und Krisen ist es deshalb schwierig, trotz flexibler Wechselkurse vom geldpolitischen Kurs der Économie Dominante zu isolieren (vgl. Belke und Schnabl 2010). Denn setzt beispielsweise die Europäische Zentralbank den Exit aus der Niedrigzinspolitik konsequent fort, während die Zinsen in den USA bei null verweilen, dann sinkt die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen in der gesamten Eurozone. Zwar haben deutsche Unternehmen gelernt mit einer starken Währung zu leben, doch dürften die Exporte, Wachstum und Steuereinkommen anderer Euroländer leiden. Droht aufgrund der sich verschärfenden Rezession an der Peripherie der Eurozone ein Zahlungsausfall einzelner Länder, dann wird der Druck auf die EZB stärker, den Exit zu vertagen, auch wenn der Inflationsdruck im Zentrum der Währungsunion steigt.

Die monetäre Expansion der großen Zentralbanken, insbesondere der Federal Reserve und der Bank of Japan, führt deshalb unabhängig von Wechselkursregime zu globalem Inflationsdruck und Finanzmarktinstabilität. Dies wird dadurch begünstigt, dass in globalisierten Güter- und Finanzmärkten Geldmengenausweitungen auf nationaler Ebene in großen Ländern zunächst nicht zwingend im Inland inflationswirksam werden. Sondern sie treiben zuerst in den Ländern an der Peripherie des Weltwährungssystems Inflation und Boomphasen auf den Vermögensmärkten. Erst wenn dort die Preise der Exportgüter ansteigen, steigen auch die Preise in den großen Volkswirtschaften. Erst dann werden die Zinsen erhöht. Wenn allerdings Blasen in den aufstrebenden Volkswirtschaften platzen, können neue Zinssenkungen in den Zentren die Folge sein. Dieses Reaktionsmuster hat das Zinsniveau in den großen Volkswirtschaften im Verlauf der letzten zwei Dekaden nahe null gebracht (vgl. Hoffmann und Schnabl 2011). Da insbesondere die USA als größtes Gläubigerland derzeit nicht gewillt sind, bald aus ihrem beiseitselbstlosen monetären Expansionskurs auszusteigen, stellt sich die Frage nach einem alternativen Weltwährungssystem. Der Kern der Reformen liegt zunächst nicht bei den optimalen Wechselkursstrategien der Peripherieländer, sondern bei der Frage wie der geldpolitische Kurs der USA im Interesse der ganzen Welt diszipliniert werden kann.

Derzeit konzentrieren sich die Vorschläge im Sinne von Hayek (1937), der im Lichte der kompetitiven Abwertungen in Folge der Weltwirtschaftskrise eine internationale Verantwortung nationaler Geldpolitiken anmahnte, auf eine Goldwährung bzw. die Hinterlegung des Dollars mit Gold nach dem Modell des Bretton-Woods-Systems. Auf dieser Grundlage könnte die Welt in Kombination mit weitgehend festen Wechselkursen in den kleinen offenen Volkswirtschaften zu mehr Währungs-, Finanz- und Gütermarktstabilität zurückfinden. Neben technischen Bedenken dürfte diese Option aber nicht zuletzt aufgrund der fehlenden Kooperation der Vereinigten Staaten scheitern. Denn diese haben als weltgrößtes Schuldnerland, wo sowohl der Staat als auch der private Sektor eine hohe (Auslands-)Verschuldung aufweisen, ein Interesse an Dollarabwertung und Inflation.

Deshalb richten sich die Erwägungen hinsichtlich eines neuen Weltwährungssystems auf die Frage, wie die USA zu einer baldigen Abkehr vom sehr expansiven geldpolitischen Kurs bewegt werden können, bzw. wie Europa und die Dollarperipherie mehr geldpolitische Unabhängigkeit gewinnen können. Die Lösung könnte in einer Neuausrichtung der Wechselkurse Ostasiens am Euro liegen, die zwei wesentliche Vorteile gegenüber dem bestehenden dollarzentrierten System hätte. Erstens, die ostasiatischen Länder, deren internationaler Güter- und Kapitalverkehr weitgehend dollariert ist und die über hohe Auslandsvermögen in Dollar verfügen, leiden unter der monetären Expansion in den USA. Diese treibt die spekulativen Kapitalzuflüsse und die für China aufgezeigten strukturellen Verzerrungen in Finanz- und Gütermärkten. Durch die von den USA geforderte Aufwertung gegenüber dem Dollar würden die hohen dollar-denominierten Auslandsvermögen entwertet.

Zwar wünschen sich die ostasiatischen Länder aus diesen Gründen eine Abkehr vom Dollar als Leitwährung durch einen eigenständigen monetären Integrationsprozess nach europäischem Muster. Doch ist dieser Weg blockiert, weil es an einer ostasiatischen Ankerwährung fehlt. Der japanische Yen fällt als Anker für Ostasien aus, weil die fortdauernde Nullzinspolitik der Bank of Japan die Glaubwürdigkeit des Yen unterminiert. Der chinesische Yuan kann bis auf weiteres nicht als Leitwährung dienen, da Kapitalverkehrskontrollen die Konvertibilität des Yuan unmöglich machen und die nicht-marktbasierten Sterilisierungsoperationen die Finanzmärkte fragmentieren. Eine internationale (Anker-)Währung muss jedoch mit freien, hoch entwickelten Finanzmärkten hinterlegt sein. Eine informelle Bindung aller ostasiatischen Währungen an den Euro könnte hingegen vielversprechend sein, weil ein externer Anker sowohl für Japan als auch für China politisch akzeptabel ist. Zudem garantiert die Europäische Zentralbank mehr als die Federal Reserve Bank geldpolitische Stabilität.

Zweitens, wäre für Europa die informelle Fernosterweiterung der Eurozone attraktiv. Zwar würde die Konvertierung von Dollar- in Euroreserven kurzfristig zu Aufwertungsdruck auf den Euro führen. Doch könnte die gestiegene Nachfrage nach Euro durch eine entsprechende Ausweitung der Geldmenge »wechsellkursneutral« befriedigt werden. Die nicht unerheblichen Seigniorage-Gewinne könnten dazu verwendet werden, die Bilanz der Europäischen Zentralbank zu konsolidieren und so deren Glaubwürdigkeit zu stärken. Die Gewinne aus der deutlichen Erweiterung des Euro-Umlaufgebiets würden auch zur Konsolidierung der nationalen Staatshaushalte der Euroländer beitragen. Zudem würde deren Sensibilität für Aufwertungen gegenüber dem Dollar reduziert. Der Zwang dem geldpolitischen Kurs der US-Fed zu folgen wäre im erweiterten informellen Euroraum deutlich gemindert.

Die kurzfristigen Kosten für die ostasiatischen Länder sind bei einer Neuausrichtung der Währungspolitik zwar aufgrund der hohen Netzwerkeffekte zugunsten des Status quo hoch. Doch könnten diese durch den langfristigen Nutzen gerechtfertigt sein. Der graduelle Übergang Russlands von einer einseitigen Dollarbindung zu einem Währungskorb mit steigenden Gewichten für den Euro könnte als Vorbild dienen. Eine Koordinierung der sich verändernden Gewichte in den ostasiatischen Währungskörben würde die Übergangskosten weiter reduzieren, da die intraregionale Wechselkursstabilität in der wirtschaftlich hoch integrierten Region erhalten bliebe.

Im Ergebnis läge das Rezept für einen nachhaltigen Ausstieg aus der globalen Niedrigzinspolitik in Festkursen begründet. Während die Europäische Zentralbank auf der Grundlage ihres stabilitätsorientierten institutionellen Rahmens den geldpolitischen Kurs vorgibt, folgen die Länder an der Peripherie des erweiterten informellen Euroraums auf der Grundlage von stabilen Wechselkursen. Das Wachstum in westlichen und östlichen Teil der informellen Eurozone würde durch zwei Faktoren stimuliert: Konstante Erwartungen auf der Grundlage von Preisstabilität und mehr intraregionalen Handel in einer informellen Währungszone von beeindruckender Dimension.

Vielleicht wäre die währungspolitische Wende von Ostasien aber auch hinfällig. Nämlich dann, wenn der drohende Verlust des exorbitanten Privilegs einer Weltleitwährung als Druckmittel die USA zur geldpolitischen Wende zwingt.

## Literatur

- Belke, A. und G. Schnabl (2010), »Europäischer geldpolitischer Exit im Zeichen von QE2 und Staatsanleihenkäufen der EZB«, *Quarterly Journal of Economic Research* 79(4), 147–161.  
 Bernanke, B., C. Bertraut, L.P. DeMarco und S. Kamin (2011), »International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003–

2007«, Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers 1014.

Fischer, S. (2001), »Exchange Rate Regime: Is the Bipolar View Correct?«, *Journal of Economic Perspectives* 15(2), 3–24.

Hayek, F. v. (1937), *Monetary Nationalism and International Stability*, London.

Hoffmann, A. und G. Schnabl (2011), »A Vicious Cycle of Manias, Crashes and Asymmetric Policy Responses – An Overinvestment View«. *The World Economy* 34(3), 382–403.

McKinnon, R. und G. Schnabl (2009), »The Case for Stabilizing China's Exchange Rate: Setting the Stage for Fiscal Expansion«, *China and the World Economy* 17, 1–32.

Schnabl, G. (2010), »The Role of the Chinese Dollar Peg for Macroeconomic Stability in China and the World«, *Working Papers on Global Financial Markets* 13.