



Munich Personal RePEc Archive

International Monetary Stability via a Global Currency?

Menkhoff, Lukas

Leibniz Universität Hannover

5 November 2009

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/18386/>
MPRA Paper No. 18386, posted 09 Nov 2009 00:16 UTC

Internationale Währungsmarktstabilität durch eine Globalwährung?

Lukas Menkhoff

Zusammenfassung

In einer Zeit, in der die Welt zusammen wächst, scheint die Idee einer Globalwährung wegweisend zu sein. Allerdings bedarf diese Währung einer einheitlichen Steuerung, so dass die beteiligten Länder Handlungsspielraum verlieren. Bisher allerdings ist das offenbarte Interesse an *nationaler* Geldpolitik und *nationaler* Finanzmarktregulierung offensichtlich. Daneben ist auch nicht klar, warum Länder ihre nationalen Währungen aufgeben sollten, denn die Weltwirtschaft ist bei weitem nicht gut integriert. Legt man Maßstäbe an eine Globalwährung an, wie man es bei regionalen Währungen macht, dann ist die Zeit noch nicht reif dafür. Zunehmende ökonomische Integration und erfolgreiche internationale Kooperation mögen dies aber in Zukunft ändern.

JEL-Klassifikation: F 31 (foreign exchange), F 33 (international monetary arrangements)

Schlagworte: Wechselkurse, Währungsordnung, Weltwährung

November 2009

Dieses Papier ist für die Tagung der Evangelischen Akademie Loccum im November 2009 zum Thema „Bretton Woods reinvented – Das internationale Währungssystem nach der Krise“ geschrieben worden. Ich danke den Teilnehmern und Fabian Bätje für hilfreiche Kommentare.

Leibniz Universität Hannover, Institut für Geld und Internationale Finanzwirtschaft, Königsworther Platz 1, 30167 Hannover, Deutschland; menkhoff@gif.uni-hannover.de

Internationale Währungsmarktstabilität durch eine Globalwährung?

1. Einleitung

Eine weltweit einheitliche Währung – eine Globalwährung – scheint aus heutiger Sicht fast unvorstellbar. Dennoch hat nicht zuletzt Robert Mundell, immerhin der Nobelpreisträger für Wirtschaftswissenschaft im Jahr 1999, genau diesen Vorschlag schon vor vielen Jahren gemacht (Mundell, 2005). Er bezieht sich dabei auf ein passendes Zitat des ehemaligen Chefs der US-Zentralbank, Paul Volcker: „A global economy needs a global currency“. Insofern kann man davon ausgehen, dass es eine ernsthafte Idee mit relevanten Vorzügen ist und nicht einfach ein spektakulärer, aber eher unsinniger Vorschlag.

Im Kontext der Finanzkrisen der letzten Jahrzehnte besteht eine wichtige Motivation für die Idee einer Globalwährung im Wunsch nach stabilen Devisenmärkten und damit stabilen Wechselkursen. Was immer man über die Preisfindung auf Devisenmärkten denken mag, das Ergebnis ist gewiss nicht jederzeitige Stabilität, sondern erzeugt häufig über starke Wechselkursänderungen Instabilität in den Volkswirtschaften. Von daher kann man hoffen, mittels einer weltweit einheitlichen Währung solche Instabilität zu vermeiden und im Gegenteil durch einen einheitlichen, fixierten „Wechselkurs“ Planungssicherheit zu geben. Ganz allgemein vermeidet der Wegfall von Wechselkursen entsprechende Informations- und Transaktionskosten und ist damit wohlfördernd.

Auf der anderen Seite sagt einem bereits die Alltagserfahrung als Beobachter des aktuellen Zeitgeschehens, dass die Einführung einer einheitlichen Währung nicht nur Vorteile bringt. Deutschland hat damit in jüngerer Zeit gleich zwei Erfahrungen gemacht. Erst wurde 1990 die einheitliche Währung für West- und Ostdeutschland realisiert und 1999 haben wir den Euro als einheitliche Währung der meisten europäischen Länder eingeführt. Beide Male gab es heftige Diskussionen und offenkundige Probleme.

In beiden Fällen bedeutete die Festlegung auf eine gemeinsame Währung, dass von diesem Zeitpunkt an die Preise zwischen den beteiligten Gebieten unwiderruflich fixiert sind. Die deutsche Währungsunion hat damit schlagartig zu einer schwachen Wettbewerbsfähigkeit der ostdeutschen Industrie geführt (gleichzeitig auch zu relativ hohen Guthaben der dortigen privaten Haushalte). Die europäische Währungsunion wird derzeit auch durch unterschiedliche Inflationsraten in den teilnehmenden Ländern strapaziert, wobei hier Deutschland mit geringer Inflation vorteilhaft dasteht, weil es an Wettbewerbsfähigkeit gewinnt (allerdings auf Kaufkraft verzichtet). Wir lernen daraus, dass eine einheitliche Währung den Preismechanismus zwischen Volkswirtschaften außer Kraft setzt, was gut überlegt sein will.

Insofern handelt das Thema hier von Nutzen und Kosten einer Globalwährung. Rein oberflächlich betrachtet herrscht natürlich bei einer Globalwährung insofern Währungsmarktstabilität – um die Begriffe des Programms dieser Tagung aufzunehmen – als der Wechselkurs fixiert ist und damit nicht schwanken kann. Aber das ist eben oberflächlich, weil damit neue Probleme an anderer Stelle auftreten. Es geht also darum, die gesamten Nutzen und Kosten zu betrachten.

Dazu gehe ich vom Allgemeinen zum Speziellen vor. Im nächsten Abschnitt 2 stelle ich einen sehr allgemein gehaltenen Analyserahmen aus dem Bereich der internationalen Währungspolitik vor, die sogenannte „Impossible Trinity“. Danach (Abschnitt 3) gehe ich kurz auf Merkmale sogenannter „Optimaler Währungsräume“ ein. Abschnitt 4 stellt die offenbarten Präferenzen der einzelnen Länder hinsichtlich ihrer Währungsordnung vor, Abschnitt 5 geht auf mögliche Zwischenschritte unter dem Stichwort „Leitwährung“ ein und Abschnitt 6 diskutiert Interdependenzen zwischen Währungen und Finanzmärkten. Eine kurze Schlussfolgerung beendet den Beitrag (Abschnitt 7).

2. Zielkonflikte in der internationalen Währungspolitik: Impossible Trinity

Das Ziel internationaler Währungsmarktstabilität zählt zum Bereich der internationalen Währungspolitik. Hier werden üblicherweise neben der Wechselkursstabilität auch die geldpolitische Autonomie der Länder und freier Kapitalverkehr als Ziele der Wirtschaftspolitik genannt. Damit gilt es drei Ziele zu verfolgen. Mit den verfügbaren währungspolitischen Instrumenten gelingt es allerdings immer nur zwei dieser drei Ziele gleichzeitig zu erreichen. Deshalb ist der Begriff der „Impossible trinity“ geprägt worden (vgl. Abbildung 1): Da man nicht alle drei Ziele gleichzeitig erreichen kann, muss die Politik Prioritäten setzen (Frenkel und Menkhoff, 2000).

Dies soll an einem Beispiel demonstriert werden: Gegeben, dass Wechselkursstabilität in jedem Fall verfolgt werden soll, dann kann man dies bspw. durch eine strenge Orientierung der eigenen Geldpolitik am Wechselkursziel erreichen, muss dafür aber mögliche andere Ziele der Geldpolitik aufgeben (wie eine Stabilisierung der Konjunktur). Sie ist damit nicht mehr wirklich autonom, sondern hat sich selbst gebunden. Alternativ kann man auch Instrumente der Regulierung des Kapitalverkehrs einsetzen, um den Wechselkurs im gewünschten Sinne zu stabilisieren. Dann aber verzichtet man auf einen wirklich freien Kapitalverkehr, sondern beeinflusst diesen vielmehr ganz bewusst.

Wie man es auch dreht und wendet. Indem das Ziel der Währungsmarktstabilität vorgegeben wird (verstanden als stabile Wechselkurse) und indem das Instrument einer Globalwäh-

rung ins Spiel gebracht wird, folgt daraus, dass geldpolitische Autonomie als Ziel hintenan gestellt oder auch ganz aufgegeben wird. Es ergibt sich also ein Trade-off in der Erreichung zweier Ziele: Eine Globalwährung nützt bei der Erreichung stabiler Wechselkurse und sie „kostet“ bei der Erreichung geldpolitischer Autonomie. Folglich setzt sich Mundell (2005) in seinem Beitrag auch ausführlich mit den Schwächen flexibler Wechselkurse auseinander, vor allem den starken realen Schwankungen flexibler Wechselkurse, der dadurch erzeugten Unsicherheit, dem resultierenden Absicherungsbedarf, den Währungskrisen, der Vorsichtshaltung sehr hoher Devisenreserven in vielen Schwellenländern usw.

Angenommen, dies sei erstmal akzeptiert, dann stellt sich die nächste Frage: Wenn eine Volkswirtschaft auf eine eigene Währung verzichtet, mit welchen anderen Volkswirtschaften sollte sie dann die gemeinsame Währung teilen? Sollte dies sinnvollerweise mit der ganzen Welt geschehen? Ein analytischer Rahmen mit dem man diese Frage diskutieren kann ist die sogenannte „Theorie optimaler Währungsräume“.

3. Ist die Welt ein optimaler Währungsraum?

Diese Theorie optimaler Währungsräume wurde ab den 60er Jahren entwickelt als die Welt aus der Nachkriegsphase herauswuchs und das damalige Bretton Woods-System weitgehend fester Wechselkurse Schwächen offenbarte.

Den Anstoß zu dieser Debatte lieferte wiederum Mundell, der die Frage aufwarf, ob nicht Kanada besser mit den USA eine Währungsunion bilden sollte als eine eigene Währung zu emittieren. Dieses Beispiel bildete den Hintergrund für die Entwicklung seines Arguments, dass die Kosten zweier Währungen (bspw. Transaktionskosten) immer dann hinzunehmen seien, wenn sie geringer als der Nutzen seien, der im Einsatz des Preismechanismus zwischen zwei Volkswirtschaften besteht. Wann ist dieser Mechanismus nun vorteilhaft? Er wird dann gebraucht wenn sich die beteiligten Volkswirtschaften auseinanderentwickeln, also bspw. indem sie von unterschiedlichen Schocks betroffen sind. Immer dann kommt es zu Anpassungsmechanismen bspw. indem der Faktor Arbeit sich relativ verteuert oder verbilligt. Dies betrifft dann letztlich auch Preisniveaus und verändert damit den realen Wechselkurs und die Wettbewerbssituation. Ein wichtiger Anpassungsmechanismus kann aber darin bestehen, dass die Arbeitskräfte auf die relative Preisänderung reagieren und bspw. aus einem Land sinkender Löhne in eines steigender Löhne „wandern“ und damit zu einer Lohnangleichung beitragen. Wenn dies geschieht würde das auch helfen den Schock zu verarbeiten und würde so die Vorteilhaftigkeit des Wechselkursmechanismus reduzieren. Mundell gewinnt daraus das Kri-

terium, dass ein optimaler Währungsraum tendenziell dann vorliegt, wenn die Arbeitskräftemobilität (bzw. allgemeiner Faktormobilität) zwischen den beteiligten Ländern hoch ist.

Mundells Theorie ist von anderen Autoren erweitert worden, so dass es mehrere Kriterien für optimale Währungsräume gibt. Allen gemeinsam ist jedoch die Idee, dass ein optimaler Währungsraum von einem günstigen Verhältnis von Schocks zu Schockanpassungsmechanismen gekennzeichnet sein sollte, damit er auf den Mechanismus der Wechselkursanpassung verzichten kann. Welche Länder aber solch einen optimalen Raum bilden ist dann eine empirisch zu beantwortende Frage.

Im Zuge der Debatte um eine europäische Währungsunion sind zahlreiche empirische Studien durchgeführt worden, die sich diesem Problem widmen. Im Grunde scheitern sie immer wieder an der Notwendigkeit, Nutzen und Kosten überzeugend vergleichbar zu machen. Natürlich kann man sie benennen, man kann sich über ihre jeweilige Höhe streiten, aber was immer ermittelt wird, es muss abgewogen werden und dabei kommen Bewertungen ins Spiel. Diese aber machen eine „objektive“ Antwort im Sinne einer unzweifelhaften Bestimmung der teilnehmenden Länder unmöglich.

Bei der Behandlung dieses Problems ist mit Plausibilitätsüberlegungen in zwei Richtungen vorgegangen worden. Erstens kann man Nutzen und Kosten klassifizieren, versuchen sie grob zu quantifizieren und letztlich ihre Veränderung bei Einschluss weiterer Mitgliedsländer zu analysieren. So hat bspw. die Europäische Kommission argumentiert und auf riesige Gewinne einer europäischen Währungsunion aufmerksam gemacht. Andere haben die Entwicklung von Nutzen und Kosten bei großen und kleinen Währungsunionen analysiert, was zeigt, dass bei einer stärkeren Erweiterung die Heterogenität deutlich zunimmt, der zusätzliche Nutzen aber kleiner wird (bspw. Menkhoff und Sell, 1992). Zweitens liefert auch ein Vergleich mit anderen Situationen einen plausiblen Maßstab. So ist argumentiert worden, dass wenn die US-amerikanischen Bundesstaaten einen optimalen Währungsraum bilden würden, für Europa dies deutlich weniger gelten würde (Neumann und von Hagen, 1994).

Nimmt man diese Diskussion zur Hand, dann wird klar, dass die Unterschiedlichkeit aller Volkswirtschaften in der Welt wohl doch zu groß ist, um aus der Theorie optimaler Währungsräume die Vorteilhaftigkeit einer Globalwährung abzuleiten. Dies dürfte auch unter Berücksichtigung des Endogenitätsarguments zutreffen, wonach die Entwicklung nach dem Beitritt zu einer gemeinsamen Währung aus sich heraus (endogen) Prozesse auslöst, die diesen Beitritt im Nachhinein vorteilhaft werden lassen (Frankel und Rose, 1998).

Weitere Erkenntnisse kann man auch aus der Wahl tatsächlicher Währungsordnungen in der Welt ziehen.

4. Die tatsächlichen Währungsordnungen der Volkswirtschaften

Bei der Feststellung von Währungsordnungen wird zwischen den rechtlichen und den tatsächlichen Währungsordnungen unterschieden, die offensichtlich voneinander abweichen können. Ich orientiere mich an den tatsächlichen Ordnungen.

In einer entsprechenden Forschungsarbeit haben Reinhart und Rogoff (2004) die Währungsordnungen aller Länder entsprechend klassifiziert und zwar – je nach Datenverfügbarkeit – seit den 50er bzw. 70er Jahren und (im Internet) fortgeschrieben bis in die jüngere Vergangenheit. Im Folgenden beschränke ich mich auf die grobe Klassifizierung in fünf Gruppen (daneben verwenden sie auch eine feinere Klassifizierung in 13 Gruppen), (1) das sind vollkommen feste Wechselkurse, danach (2) sogenannte „Pegs“, also Währungen, die eng an andere Währungen gebunden sind, (3) „Managed Floating“, also flexible Wechselkurs, die aber deutlich gesteuert werden, (4) flexible Wechselkurse und schließlich (5) andere, das sind vor allem frei fallende Währungen (also fehlende Stabilität und keine wirkliche „Ordnung“) sowie gespaltene Währungsmärkte ohne verfügbare Parallelkurse (also mangelnde Daten).

Abbildung 2 zeigt die relative Zuordnung von Ländern zu diesen fünf Gruppen zum aktuellen Zeitpunkt auf. Man sieht auf Anhieb, dass die meisten Länder keine festen Wechselkurse wählen und damit in ihrem Verhalten keine klare Präferenz für die Aufgabe ihrer geldpolitischen Autonomie offenbaren. Dieses Bild ändert sich auch nicht, wenn wir auf Tendenzen im Zeitablauf abstellen oder wenn wir die Analyse auf die drei großen Ländergruppen der Industrie-, Schwellen- und Entwicklungsländer konzentrieren. Es gibt keinen robusten empirischen Hinweis darauf, dass die Volkswirtschaften heute oder im Zeitablauf oder mit zunehmendem Wohlstand feste Wechselkurse bevorzugen und damit die Globalwährung sozusagen im Trend liegen würde. Vielmehr spricht der empirische Befund gegen die baldige Einführung einer Globalwährung.

Es ist allerdings zu beachten, dass besondere Umstände auch zu schlagartigen Wechseln in der internationalen Währungsordnung führen können. So ist bspw. das Bretton Woods System durch solch einen abrupten Politikwechsel 1944 eingeführt worden, ähnlich wie der Übergang zu flexiblen Wechselkursen 1973 durch fehlende politische Bereitschaft zur Reform des Bretton Woods Systems zustande gekommen ist; umgekehrt wurde 1999 die Europäische Währungsunion als politisch gewolltes Projekt umgesetzt. Also dass sich die Globalwährung nicht direkt in der Wahl der Währungsordnung der Länder abzeichnet heißt noch nicht, dass sie nicht dennoch eingeführt werden kann. Ein Zwischenschritt auf diesem Weg könnte eine starke Leitwährung sein, die dann zu einer Globalwährung weiterentwickelt wird.

5. Eine starke Leitwährung als Zwischenschritt zur Weltwährung?

Als internationale Leitwährung bezeichnet man eine Währung, die über ihren nationalen Geltungsbereich hinaus auch für andere Länder eine starke leitende Rolle spielt. In der Literatur sind zahlreiche Eigenschaften einer Leitwährung diskutiert worden. Dazu zählen die Verwendung als Referenzwährung für andere Währungen, die ihren Wechselkurs an die Leitwährung binden, die Nutzung für Devisenreserven der Zentralbanken, die Verwendung als „Vehikelwährung“ im Devisenhandel (also als Währung über die Transaktionen in kleineren Währungen wegen ihrer höheren Liquidität abgewickelt werden), die Rolle als Emissionswährung im internationalen Wertpapiergeschäft (damit auch als Verschuldungswährung von Ländern), die Nutzung als Fakturierungswährung im internationalen Handel (bspw. werden Rohstoffe wie Öl weltweit meist in US-Dollar notiert und Verträge entsprechend geschlossen) und die Verwendung als Bargeld im Ausland. Es ist offensichtlich, dass all diese Eigenschaften einer Leitwährung von der Tatsache begünstigt werden, dass die entsprechende Volkswirtschaft im internationalen Vergleich groß ist (also ein großes BIP hat) und einen bedeutenden Finanzsektor aufweist (Weltfinanzzentrum).

Den Status Quo im Hinblick auf die derzeit dominierende Leitwährung führt klar der *US-Dollar* an, was keine Überraschung ist, da die USA auch die mit Abstand größte Volkswirtschaft der Welt und ein bedeutender Finanzplatz sind. Abbildung 3 zeigt einige Zahlen für die oben genannten Eigenschaften von Leitwährungen und dabei dominiert immer der US-Dollar (was bis in die Gegenwart gilt). Allerdings wird der Dollar voraussichtlich weiter an Boden verlieren (Langhammer, 2009, Menkhoff, 2009). Die einzige andere Währung mit großer internationaler Bedeutung ist der Euro.

Entsprechend ist spekuliert worden, ob der *Euro* eine Chance hat den US-Dollar als Leitwährung zu überflügeln. Die wohl gründlichsten Arbeiten in dieser Hinsicht stammen von Chinn und Frankel (z.B. 2008) und sie kommen in der Tat zu dem Schluss, dass diese Situation im Laufe des nächsten Jahrzehnts eintreten könnte. Da aber der Wechsel einer internationalen Leitwährung nur sehr selten vorkommt, was an den hohen Beharrungskräften liegt (Eichengreen, 1996), ist auch schwer abzuschätzen, ob und wann es wirklich zu diesem Wechsel kommt. Hier gilt, dass im Zweifel der Platzhirsch gewinnt, obwohl sich der US-Dollar als Leitwährung längst im Siechtum befindet.

Die in diesem Jahr diskutierte Alternative liegt darin, die vom IWF ausgegebenen *Sonderziehungsrechte* als Leitwährung zu etablieren. Im Grunde stellen diese Sonderziehungsrechte einen Währungskorb dar, so dass der US-Dollar doch wieder die bedeutendste Einzel-

rolle ist, aber immerhin wären die USA in eine umfassendere Lösung eingebunden. Eine weitere Problematik liegt in der bisher ausschließlichen Verwendung von Sonderziehungsrechten zwischen Zentralbanken, denn als wirkliche Leitwährung müssten sie für den allgemeinen Gebrauch üblich sein. Der Sonderstatus kommt schließlich auch darin zum Ausdruck, dass der IWF kein Geld schöpfen kann, insofern müssten die Zentralbanken hier einen „Konkurrenten“ zulassen und dies heißt wiederum, es müsste Absprachen geben, was letztlich Souveränitätsverzicht der Länder erfordert.

Als weitere Alternative im Hintergrund steht die Option, dass sich der chinesische *Yuan* stärker internationalisiert und vielleicht erst in der heimischen Region und später international zur Leitwährung aufsteigt. Dieses Szenario ist natürlich aus heutiger Perspektive sehr ungewiss, aber die jüngste Weltfinanzkrise hat die Ambitionen und Chancen Chinas sicher beflügelt.

Abschließend ist das Thema einer internationalen Leitwährung immer auch ein politisches Thema. So multipolar wie die derzeitige und vermutlich auch zukünftige Weltpolitik funktioniert, ist kaum vorstellbar, dass irgendeine der angesprochenen Währungen – US-Dollar, Euro oder Yuan – zur Globalwährung aufsteigen könnte (vgl. Schulmeister, 2000). Am ehesten wäre dies noch bei einem Währungskorb wie den Sonderziehungsrechten denkbar. Der dadurch erleichterten Akzeptanz steht allerdings die schwierige Handhabung entgegen, weil Entscheidungen immer in einem größeren Kreis an teilnehmenden Ländern beschlossen werden müssen. Man kann aber auch argumentieren, dass dies immer noch das kleinere Problem im Vergleich zu einer Globalwährung ist, bei der alle Länder mitreden wollen. Als Vorteil mag sich erweisen, dass im IWF nach Kapitalanteilen abgestimmt wird, also im Grunde wie in einer Aktiengesellschaft, während es in anderen internationalen Organisationen – am deutlichsten in UN-Organisationen aber auch bspw. in der Europäischen Zentralbank – Verfahren gibt, die die einzelnen Länder gleicher gewichten, was aufwendigere Abstimmungsprozesse erfordert.

Die Vorstellung von Mundell (2005) baut auf früheren Arbeiten wie Mundell (1969) auf, wo er auch schon von einer „world currency“ spricht, allerdings damals – entsprechend der Zeit – mit Gold gedeckt. Er entwirft eine 3-Stufen-Entwicklung. Zuerst kooperieren die drei wichtigsten Zentralbanken indem sie feste Wechselkurszielzonen verteidigen, was noch keine Globalwährung impliziert. Erst dann schaffen sie eine gemeinsame Währung, den „DEY“ (Dollar-Euro-Yen) und schließlich lassen sie andere Länder als Mitglieder ihrer Währungsunion zu. Details sind in Abbildung 4 ausgeführt. Mundell macht allerdings keine darüber hinaus gehenden Vorschläge für eine konkrete Implementierung, bspw. zu Stimmrechten,

Verteilung der Seignorage, eventuellen Sanktionen bei Fehlverhalten usw. Man könnte hier aber bspw. die Regelungen der Europäischen Währungsunion als Leitlinie nehmen.

6. Eine Globalwährung auf vielen nationalen Finanzmärkten?

Das Thema des Organisierens von und Entscheidens über Spielregeln – also das Thema der Governance – hat noch einen anderen schwierigen Aspekt: die mögliche Diskrepanz zwischen übernationaler Währung und nationalen Finanzmärkten. Die Globalwährung beinhaltet ja nicht nur eine einzige Währung auf der Welt, sondern damit einher gehend auch eine einzige Zentralbank und eine einzige Geldpolitik, also das, was aus der Europäischen Währungsunion bekannt ist. Europa hat deshalb vor der Währungsunion den gemeinsamen Binnenmarkt eingeführt, dabei insbesondere auch einen gemeinsamen Arbeitsmarkt (zwar mit Einschränkungen, aber doch im Sinne der Theorie optimaler Währungsräume) und einen gemeinsamen Finanzmarkt.

Der gemeinsame Finanzmarkt ist aus mehreren Gründen bedeutsam. (1) *Einheitliche Geldpolitik*: Ein gemeinsamer Finanzmarkt ist notwendig, damit die einheitliche Geldpolitik auch homogen übertragen wird und halbwegs einheitlich auf Konjunktur und Inflation wirkt. Vollkommen einheitlich wird eine Wirkung der Geldpolitik aufgrund unterschiedlicher Strukturen in den jeweiligen Ländern nicht sein können, aber isolierte nationale Finanzmärkte würden mögliche Anpassungsvorgänge zwischen den Ländern erschweren. (2) *Unternehmenswettbewerb*: Neben der rein geldpolitischen Perspektive ist der einheitliche Finanzmarkt auch wichtig, damit die auf Finanzierung angewiesenen Unternehmen überall gleiche Refinanzierungsbedingungen vorfinden. (3) *Einheitliche Risikostandards*: Ein gemeinsamer Finanzmarkt impliziert, dass auch die aufsichtsrechtlichen Standards auf diesem Markt einheitlich sind und damit die Finanzinstitutionen in den einzelnen Ländern nicht unterschiedlich mit Risiken umgehen. Dies sorgt für einen fairen Wettbewerb zwischen Banken und sorgt hoffentlich auch für gute Praktiken im Risikomanagement und beherrschbare Risiken. Neben diesen direkten Konsequenzen ergibt sich im Krisenfall eine weitere Konsequenz. (4) *Lender of last resort*: Sollte es tatsächlich zu größeren Krisen im Ernstfall kommen, so ist die Zentralbank aufgefordert als sogenannter Lender of last resort, also als letzter Kreditgeber, einzuspringen und dadurch das Finanzsystem zu stabilisieren. Dies haben die Zentralbanken in der jüngsten Krise praktiziert. Es würde extrem erschwert, wenn bspw. leichtsinnig operierende Banken in einem Land durch die gemeinsame Zentralbank mehrerer Länder gerettet werden müssten, was entweder unmittelbare Kosten verursachen mag oder jedenfalls mittelbare.

So bedeutsam, ja unabdingbar, der gemeinsame Finanzmarkt in einer Währungsunion ist, so wenig existiert er heute auf der Welt. Selbst innerhalb der Europäischen Währungsunion gibt es genügend Probleme im Detail. Auf Weltebene jedoch dürfen alle gemeinsamen Anstrengungen einheitlicher Regulierung – Stichwort Basel II – nicht darüber hinwegtäuschen, dass ein weltweiter Finanzmarkt nicht existiert. Dies gilt trotz der heutigen globalen Finanzmärkte, die aber eben nicht in allen Bereichen einheitliche Finanzmärkte sind. Als Beispiel mag die Bankenregulierung herhalten, in der sich bspw. Europäer versus US-Amerikaner „ewige“ Debatten über Details geliefert haben. Dies hat auf der einen Seite zu einem ungemein komplexen Regelwerk geführt, dessen Effizienz durchaus bezweifelt werden darf, und auf der anderen Seite sind zahlreiche Bereiche unreguliert geblieben (bspw. indem viele Banken und erst recht Quasi-Banken den Regeln nicht unterworfen sind), nicht zuletzt weil man sich nicht einigen konnte.

Offensichtlich gibt es starkes Interesse an einer nationalen Autonomie in der Gestaltung der nationalen Finanzmärkte. Im Grunde ist dies ein analoges Phänomen zur nationalen geldpolitischen Autonomie. Wie aber nationale Geldpolitik nicht zu einem gemeinsamen Währungsraum (bei freiem Kapitalverkehr) passt, so wenig passt nationale Regulierung zu einer übernationalen Währung.

7. Schlussfolgerungen

In einer Zeit, in der die Welt zusammen wächst, weil die Transaktionskosten dramatisch gesunken sind, und in der man häufig von globalen Finanzmärkten spricht, scheint die Idee einer Globalwährung wegweisend zu sein. Immerhin gibt es in der Wirtschaftsgeschichte zahlreiche Beispiele für weit akzeptierte Währungen. Abbildung 5 zeigt allerdings auch, dass die von Mundell angeführten Beispiele keinesfalls Globalwährungen waren, sondern eher den Charakter von Leitwährungen hatten; dagegen sind die beiden Vorschläge für wirkliche Globalwährungen 1944 gerade *nicht* umgesetzt worden. Dies dürfte auch daran liegen, dass eine Globalwährung, wie jede andere Währung auch, einer vernünftigen Steuerung bedarf. Damit verlieren die beteiligten Länder an nationalen Handlungsspielräumen.

Bisher ist das offenbarte Interesse an *nationaler* Geldpolitik und *nationaler* Finanzmarktregulierung offensichtlich. Leider ist derzeit nicht einmal absehbar, wie sich die etwa 200 Länder der Welt auf solch eine Steuerung verständigen sollten. Daneben ist auch nicht klar, warum sie ihre nationalen Währungen aufgeben sollten. Zwar wächst die Welt ökonomisch zusammen, aber sie ist bei weitem nicht gut integriert. Legt man Maßstäbe an eine Global-

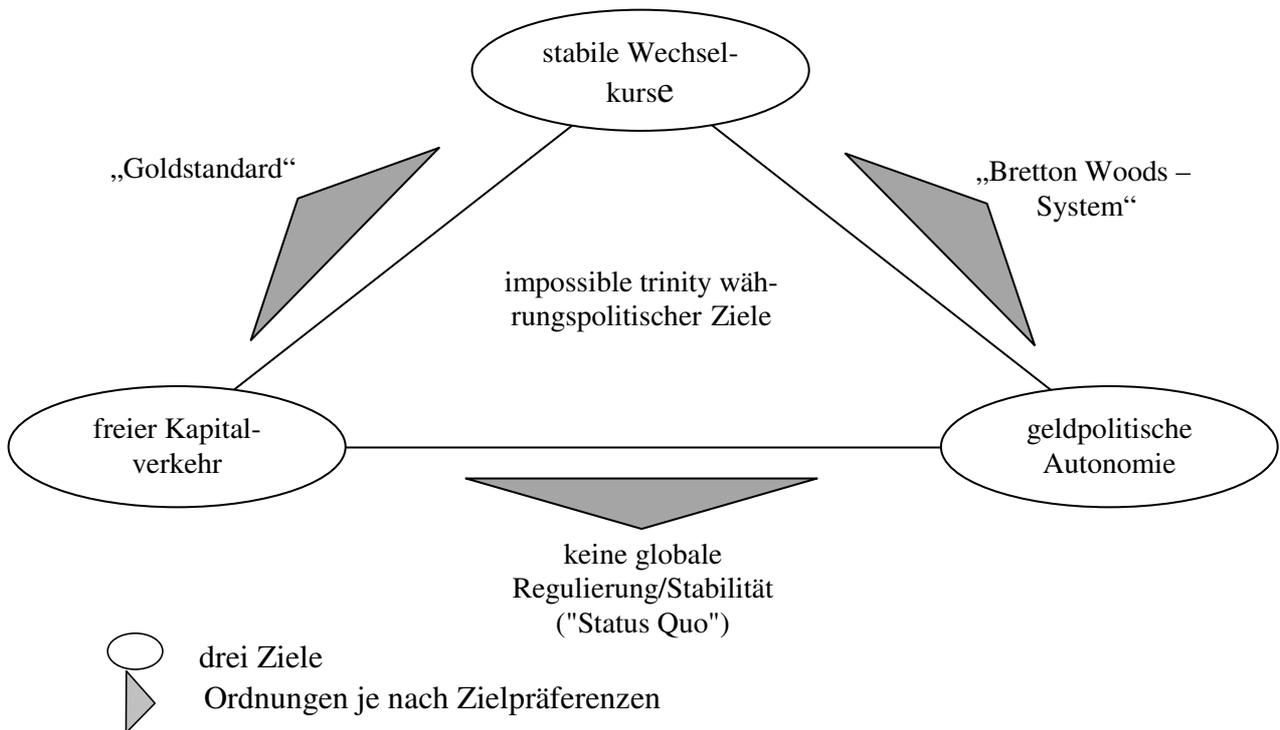
währung an, wie man sie an regionale Währungen anlegt, dann ist die Zeit einfach nicht reif dafür.

Allerdings mag die Zeit für eine Globalwährung noch kommen. Zunehmende ökonomische Integration, das mögliche Wirken guter Vorbilder wie einer erfolgreichen Europäischen Währungsunion und gemeinsame Schritte hin zu einem global eingerichteten Leitwährungssystem mögen Bausteine dafür sein.

Literaturverzeichnis

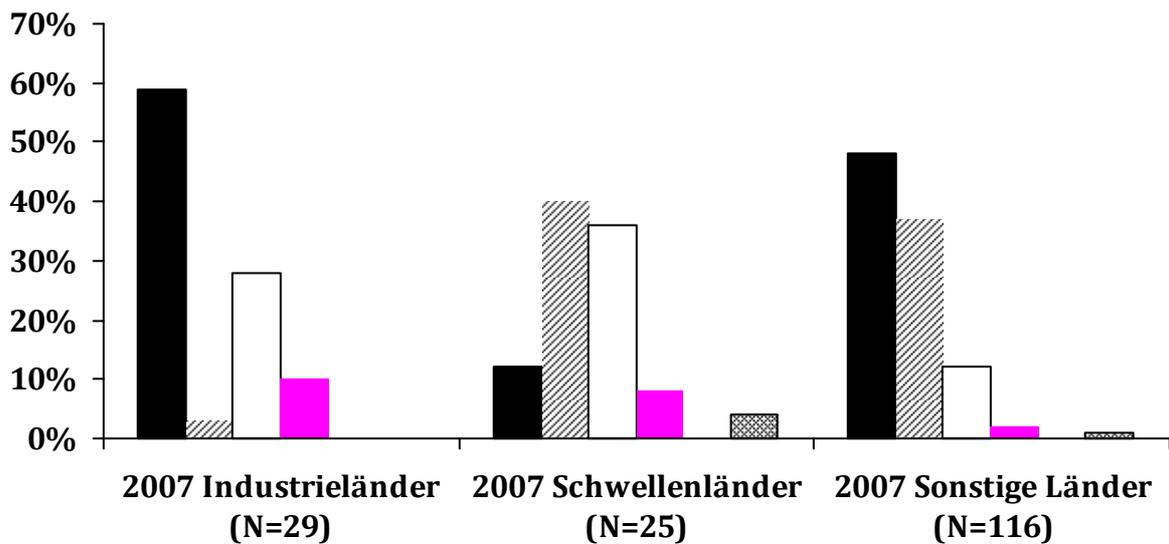
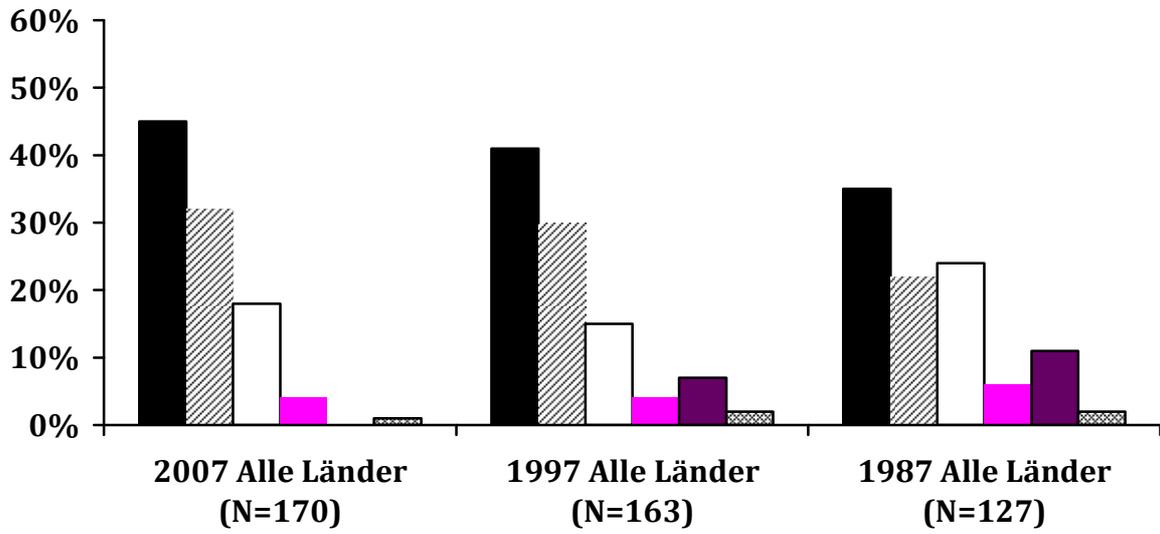
- Caves, Richard E, Jeffrey A. Frankel und Ronald W. Jones (2007), *World Trade and Payments, An Introduction*, Reading et al.: Addison-Wesley, 10. Aufl. (8. Aufl. 1999).
- Chinn, Menzie und Jeffrey A. Frankel (2008), *Why the Dollar Will Rival the Euro*, in: *International Finance*, Vol.11, No.1, S.49-73.
- Eichengreen, Barry (1996), *Globalizing Capital, A History of the International Monetary System*, Princeton: Princeton University Press.
- Frankel, Jeffrey A. und Andrew Rose (1998), *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, in: *Economic Journal*, Vol.108, No.449, S.1009-1025.
- Frenkel, Michael und Lukas Menkhoff (2000), *Stabile Weltfinanzen? Die Debatte um eine neue internationale Finanzarchitektur*, Berlin et al.: Springer.
- Gischer, Horst, Bernhard Herz und Lukas Menkhoff (2005), *Geld, Kredit und Banken, Eine Einführung*, Berlin et al.: Springer, 2. Aufl. (3. Aufl. in Vorbereitung).
- Langhammer, Rolf (2009), *Der Dollar ist schwächer als gedacht*, in: *Die Zeit*, No.38, S.31.
- Menkhoff, Lukas (2009), *Das Siechtum des US-Dollar als Leitwährung*, in: *ifo-Schnelldienst*, Vol.62, No.16, S.3-6.
- Menkhoff, Lukas und Friedrich L. Sell (1992), *Überlegungen zu einem optimalen DM-Währungsraum*, in: *Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, Vol.112, S.379-400.
- Mundell, Robert (1969), *Towards a Better International Monetary System*, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.1, No.3, S.625-648.
- Mundell, Robert (2005), *The Case for a World Currency*, in: *Journal of Policy Modeling*, Vol.27, S.465-475.
- Neumann, Manfred J.M. und Jürgen von Hagen (1994), *Real Exchange Rates within and between Currency Areas – How Far away is EMU?*, in: *Review of Economics and Statistics*, Vol.76, S.236-244
- Reinhart, Carmen M and Kenneth S. Rogoff (2004), *The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation*, in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol.119, S.1-48.
- Schulmeister, Stephan (2000), *Globalization without Global Money: The Double Role of the Dollar as National Currency and World Currency*, in: *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.22, No.3, S.365-395.

Abbildung 1 Die impossible trinity des Weltwährungssystems



entnommen aus Frenkel und Menkhoff (2000), S. 12, Schaubild 1

Abbildung 2 **Tatsächliche Währungsordnungen (in %)**



- No separate legal tender / currency board / peg / band
- ▨ Crawling peg / band
- Crawling band / moving band / managed floating
- Freely floating
- Others: Freely falling
- ▨ Others: Dual market in which parallel market data is missing

Abbildung 3 Kennzeichen einer Leitwährung

Kriterien	US-Dollar	Euro	Andere
Offizielle Nutzung			
• Pegging kleinerer Währungen	41%	39%	20%
• Währungsreserven	59%	22%	19%
Private Nutzung			
• Devisenhandel	42%	31%	26%
• Internationale Emissionen von Wertpapieren	54%	18%	28%
• Fakturierung im Handel	48%	ca. 23%	29%
• Bargeld im Ausland	ca. 70%	ca. 20%	ca. 10%

Quelle: Caves et al. 8. Auflage (1999), Table 21.1

Abbildung 4 Historische Ansätze zu einer Globalwährung

Periode	Name	Hintergrund
Römische Kaiserzeit	Aureus	Bimetallismus von 12:1 (Silber : Gold)
Byzantinisches Reich	Bezant	Fortführung der römischen Einheit 5 Bezant = 1 Libra
19. Jahrhundert	Pfund	Britisches Pfund als dominierende Leitwährung im Goldstandard
Bretton Woods Konferenz 1944	Bancor	Teil des britischen Keynes-Plans
	Unitas	Ursprünglich Teil des US- amerikanischen White-Plans
Nachkriegszeit (2. Weltkrieg)	„1944 Golddollar“	Der in Gold konvertible US-Dollar als unstrittige internationale Leit- währung
Seit 1967	SZR	Der IWF kann Sonderziehungs- rechte als internationale Liquidität bereitstellen, allerdings auf der Basis von internationalen Zusagen an den IWF
2005	INTOR	Vorschlag von Robert Mundell

Quelle: Mundell (2005)

Abbildung 5 Mundells 3-Stufen Plan

Stufe	Kennzeichen	Elemente
Stufe 1	Stabile Wechselkurse	Die drei (damals) größten Wirtschaftsgebiete USA, Europa (Eurozone) und Japan verständigen sich auf stabile Wechselkurse, d.h. enge Wechselkurszielzonen. Zur Verteidigung intervenieren sie ohne Sterilisierung und ohne quantitative Begrenzung.
Stufe 2	G3 Währungsunion: „DEY“-Währung	Die drei Gebiete bilden eine Währungsunion <ul style="list-style-type: none"> • gemeinsames Inflationsziel • gemeinsamer Preisindex • gemeinsame Zentralbank • Verteilung der Seignorage
Stufe 3	Schaffung des „INTOR“ als Globalwährung	Ausweitung der G3-Währungsunion: <ul style="list-style-type: none"> • Aufnahme von Großbritannien und China • Internationalisierung über den IWF

Quelle: Mundell (2005)