Zeitschrift: Schweizer Monatshefte : Zeitschrift für Politik, Wirtschaft, Kultur
Herausgeber: Gesellschaft Schweizer Monatshefte
Band: 90 (2010)
Heft: 981

Artikel: Weltwährungs(un)ordnung : brauchen wir eine neue Weltwährung?
Autor: Schularick, Moritz
DOI: https://doi.org/10.5169/seals-168563

Nutzungsbedingungen
Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Mehr erfahren

Conditions d'utilisation
L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. En savoir plus

Terms of use
The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. Find out more

Download PDF: 11.01.2026

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch

Weltwährungs(un)ordnung

Brauchen wir eine neue Weltwährung?

Moritz Schularick

Die Finanzkrise hat die Welt des Geldes in Unordnung gebracht. Nunmehr droht auch das Geld der Welt im Chaos zu versinken. China und Japan tauschen monetäre Vergeltungsschläge aus. Finanzminister aufstrebender Länder sprechen von einem internationalen «Währungskrieg». Der Internationale Währungsfonds (IWF) warnt lautstark vor neuen Abwertungswettläufen und versucht zu vermitteln, aber Kooperation ist nicht in Sicht. Die Diagnose ist klar: die Krise der Banken mag fürs erste gestoppt sein; die Krise des Weltwährungssystems hat gerade erst begonnen.

Die Probleme mit dem Geld der Welt kommen nicht überraschend. Schon die Krise von 2008 war eng mit der Weltwährungsfrage verknüpft. Niall Ferguson und ich haben vor einigen Jahren diese Problematik auf den Namen «Chimerika» getauft: die finanzielle Symbiose von China und Amerika, zusammengehalten von enormen Devisenmarktinterventionen der chinesischen Regierung. Diese Ehe zwischen dem grössten Sparer und dem grössten Konsumenten der Weltwirtschaft erlaubte es den USA, permanent über ihre Verhältnisse zu leben, während China dank einer unterbewerteten Währung immer neue Exportmärkte erobern konnte. Chinas Marktinterventionen – aktuellen Zahlen zufolge hat Peking gut 2'500 Milliarden Dollar in Form von Dollars zur Seite geschafft – haben unüberschaubare Risiken für die globale Finanzstabilität mit sich gebracht. Der Kollaps der amerikanischen Wirtschaft im Herbst 2008 ist massgeblich auf diese Überdosis billigen Kredits zurückzuführen. Der Hauptlieferant der Droge sass in Peking.

Im nachhinein ist klar, dass es zwei zentrale Schwachpunkte im Weltwährungssystem gab, die die Weltwirtschaft an den Rand des Zusammenbruchs gebracht haben.

Erstens konnte das Land, das die Weltreservewährung – den US-Dollar – ausgibt, dauerhaft über seine Verhältnisse leben. Der US-Dollar besitzt aus historischen, politischen und wirtschaftlichen Gründen ein Quasimonopol auf die Bereitstellung dieser internationalen Liquidität. Der Euro spielt zwar in Europa eine vergleichbare Rolle, aber im aufstrebenden Asien dominiert nach wie vor der Dollar. Genau hierin liegt das «exorbitante Privileg», von dem einst der französische Ex-Präsident Giscard d´Estaing gesprochen hat: der Rest der Welt hat gar keine andere Wahl, als Dollarreserven zu halten. Fast alle Länder müssen also in US-Vermögenswerte investieren und dadurch den USA implizit Kredit einräumen.

Zweitens gab es keinen Mechanismus, der verhinderte, dass einzelne Länder riesige Währungsreserven anhäuften und durch Manipulationen des Wechselkurses Exportförderung durch die Hintertür betrieben. Dani Rodrik aus Harvard und andere argumentieren zwar, dass solche Strategien entwicklungspolitisch durchaus sinnvoll sein können. Der Aufbau von Exportindustrien beschleunige den Strukturwandel von der Landwirtschaft zur Industrie. Aber nach der Krise muss man konstatieren, dass es zu Problemen führt, wenn viele Länder die gleiche Strategie verfolgen oder einzelne grosse Länder wie China es damit übertreiben.

Auch Kapitalmarktliberalisierung und finanzielle Globalisierung haben schwer zu kalkulierende Risiken für viele Volkswirtschaften mit sich gebracht. Vor allem die asiatischen Schwellenländer haben dies in der Asienkrise Ende der 1990er Jahre zu spüren bekommen. China, Korea und andere haben aus «ihrer» Krise die Lehre gezogen, dass ein Schwellenland angesichts hochgradig volatiler Kapitalflüsse nie genug Devisenreserven besitzen kann, um spekulative Attacken zu verhindern. Ohne Zweifel hat sich dies auch in der Krise von 2008 wieder gezeigt. Länder mit dicken Reservepolstern sind besser durch das Finanzmarktchaos gekommen.

Ist es also angesichts der in der Krise offenbar gewordenen Schwächen der gegenwärtigen Weltwährungsunordnung an der Zeit, wieder ernsthaft über eine Weltwährung nachzudenken? Die Zeiten, in denen es noch eine solche gab, liegen gar nicht so lange zurück – rund 40 Jahre. Als die USA vor 39 Jahren am 15. August 1971 die Konvertibilität des Dollars in Gold beendeten (Bretton Woods), verlor das Weltwährungssystem seinen externen «Anker». Und die Welt damit ihre Währung. Zwar funktionierte der Goldstandard auch schon in der Nachkriegszeit nicht mehr in seiner ursprünglichen Form. Vielmehr waren die meisten Währungen mit festen Wechselkursen an den Dollar als Ankerwährung gebunden. Aber da man jederzeit den Dollar gegen Gold eintauschen konnte (für 35 Dollar je Feinunze), blieben auch alle anderen Währungen indirekt an Gold gebunden. All dies änderte sich 1971. Der Dollar war plötzlich nicht mehr konvertibel. Das resultierende «Nicht-System», die Weltwährungsunordnung, aus reinem «Papier-Geld» und flexiblen Wechselkursen wurde von vielen zunächst als temporär angesehen. Noch in den 1980er Jahren prophezeite der Ökonom Richard Cooper, dass bis zum Jahr 2010 eine einheitliche Weltwährung in Form fester Wechselkurse zwischen den grössten Volkswirtschaften wiederauferstehen würde.

Dies ist nicht geschehen. Warum hat sich die Welt mit einer Rückkehr zu einem Weltgeld so schwer getan, wie es vom Goldstandard oder auch dem modifizierten Goldstandard der Nachkriegszeit verkörpert wurde? Die knappe Antwort lautet: aus den gleichen Gründen, warum wir heute die Probleme in der Eurozone debattieren. Denn *ein* Geld für alle bedeutet auch *eine* Geldpolitik für alle. Es kann aber sein, dass diese einheitliche Geldpolitik für das eine oder andere Land nicht passt, weil die Zinsen zu hoch oder zu niedrig sind. Dann gibt es einen Konflikt zwischen den Bedürfnissen der heimischen Wirtschaft und der Wechselkursstabilität. Der griechischen Wirtschaft würde zurzeit eine Abwertung sicher guttun. Aber Griechenland kann nicht mehr abwerten, weil es Teil der Eurozone ist. Eine Weltwährung hätte mit dem gleichen Problem zu kämpfen.

Ein Gedankenspiel: wenn der Franken an Gold gebunden wäre – sagen wir bei 100 Franken pro Gramm Gold – und der Dollar in einem Verhältnis von 120 Dollar pro Gramm ans Gold gebunden wäre, dann ergäben sich daraus automatisch feste Wechselkurse zwischen Franken und Dollar. Ein Franken wäre 1.20 Dollar wert. Die Wechselkurse zwischen den Nationen wären fixiert. Angenommen, die Schweiz geriete in eine Rezession, dann würde die Nationalbank nicht mehr ohne weiteres die Zinsen senken können. Warum nicht? Weil alle vernünftigen Schweizer ihr Geld schnell in Dollar umtauschen würden – sie würden in den USA höhere Zinsen bekommen. Dabei hätten sie wegen der Goldbindung beider Währungen keine Wechselkursverluste zu befürchten. Doch wenn viel Geld aus der Schweiz abfliesst, dann werden die Effekte der Zinssenkung automatisch wieder zunichte gemacht: Geld in der Schweiz wird knapper (und teurer), nicht billiger.

> Wer eine einheitliche Währung will, muss bereit sein, die geldpolitische Flexibilität einzelner Länder zu beschneiden.

Dies ist eine Variation eines beherrschenden Grundthemas: bei einer gemeinsamen Währung kann nationalen Befindlichkeiten keine Rechnung getragen werden. Das war genau das Problem im Jahr 1971. Das Währungssystem von Bretton Woods brach zusammen, weil die USA zu dem Ergebnis gelangten, dass ihre heimische Wirtschaft Vorrang vor dem Rest der Welt haben sollte. Die USA gaben die Bindung des Dollars an das Gold auf, weil sie nicht bereit waren, ihre Wirtschaftspolitik anderen als rein nationalen Erwägungen unterzuordnen.

Keine noch so kluge Idee für eine neue Weltwährungsordnung wird an dieser grundlegenden Einsicht vorbeikommen: wer eine einheitliche Währung will, muss bereit sein, die geldpolitische Flexibilität einzelner Länder zu beschneiden. Aber wie wahrscheinlich ist es wirklich, dass Wähler in Michigan in einer Rezession Arbeitslosigkeit einfach so akzeptieren, ohne auf wirtschaftspolitische Abhilfe aus Washington zu drängen?

Freilich gibt es noch eine andere Möglichkeit, wie man zu einer Weltwährung zurückfinden und sich dennoch eine gewisse konjunkturpolitische Eigenständigkeit bewahren kann. Diese Alternative erfreute sich aber zumindest vor der Finanzkrise keiner besonderen Beliebtheit: Beschränkungen des Kapitalverkehrs. Die Logik ist einfach. Wenn die Finanzarterien zwischen den Ländern wieder gekappt würden, wäre es möglich, feste Wechselkurse (also de facto eine Weltwährung) mit flexibler Geldpolitik zu verbinden. Kapitalbewegungen, die Zinsdifferenzen zwischen Ländern ausnutzen und Druck auf die Zahlungsbilanz ausüben, wären per Definition ausgeschlossen.

Doch wie attraktiv ist diese Rückkehr zu alten Zeiten? Die Frage wird uns in den nächsten Jahren beschäftigen. Einfache Antworten gibt es nicht. Man muss wohl auch als liberal orientierter Ökonom konstatieren, dass sich die Hoffnungen in die Wunderwirkungen der finanziellen Globalisierung nicht erfüllt haben. Eine umfangreiche IWF-Studie kam unlängst zu dem Ergebnis, dass die realwirtschaftlichen Vorteile der finanziellen Globalisierung nur schwer messbar seien.* Auch andere Studien kommen zu einem enttäuschenden Ergebnis. Länder, die sich dem globalen Kapitalmarkt geöffnet haben, sind im Mittel nicht schneller gewachsen als solche, die sich dem verwehrt haben. Ein gutes Beispiel ist China. Bis heute gibt es dort strikte Kontrollen für den Kapitalfluss. Nur langfristig orientierte (und daher nicht zinsempfindliche) Direktinvestitionen dürfen ins Land. Eine Renminbi-Anleihe können Ausländer nicht kaufen. Solche Kapitalmarktkontrollen haben dem chinesischen Wachstum ganz offenbar nicht geschadet.

Eine Neubewertung der Vor- und Nachteile der Kapitalmobilität wäre auch kein historisch neues Phänomen. Jagdish Bhagwati, ein Verfechter des Freihandels, hat bereits vor rund zehn Jahren in einem Aufsatz in «Foreign Affairs» vom *capital myth* gesprochen. Er wandte sich damit gegen den Fehlschluss, dass die Argumente für internationale Kapitalmobilität im Prinzip die gleichen seien wie diejenigen für die Liberalisierung des Güterhandels. Damit hat er in der Tat recht. Der Finanzmarkt handelt mit unsicheren Zukunftserwartungen, die viel stärkeren Schwankungen unterliegen. Herdenverhalten und Spekulationsblasen gibt es am Kapitalmarkt, nicht im Handel mit Industriegütern oder mit Babynahrung. Bei Gütern ist Qualität objektiv relativ gut messbar. Bei der zu erwartenden Rendite auf eine hundertjährige mexikanische Anleihe ist das weitaus schwieriger.

Wahrscheinlich aber kommen wir – wie in den letzten 40 Jahren auch – zu dem Ergebnis, dass es sinnvoller ist, an

der gegenwärtigen Weltwährungsunordnung festzuhalten. Sei es, dass es sich praktisch als zu schwierig herausstellt, internationale Kapitalflüsse in engere Bahnen zu lenken; sei es, dass wir jenseits der Immobilien- und Kreditblasen des letzten Jahrzehnts wieder mehr Vertrauen in die Weisheit des Finanzmarktes fassen, Kapital effizient zu verteilen. Dann werden wir die Idee der Weltwährung wieder zu den Akten legen.

Aber heisst dies zwangsläufig, dass wir uns an die in der Krise offenbar gewordenen Schwachstellen und Risiken in der Weltwährungsordnung gewöhnen müssen? Denn nicht nur das Finanzsystem, auch die öffentlichen Haushalte würden keine zweite Krise von solchem Ausmass überstehen. Die Antwort ist – wie so oft in der internationalen Ökonomie – einfacher als ihre Umsetzung. Das exzessive Wachstum der Devisenreserven im vergangenen Jahrzehnt war das Kernsymptom der globalen Ungleichgewichte. Was wir daher benötigen, ist ein Mechanismus, der exzessive Anhäufungen von Währungsreserven wirksam begrenzt.

Ein erster Vorschlag in diese Richtung kam unlängst von Daniel Gros' vom Europäischen Thinktank CEPS. Er schlägt vor, den Regierungen jener Länder das Recht zu versagen, US-Staatsanleihen zu kaufen, die es umgekehrt Ausländern nicht erlauben, im eigenen Land zu investieren. Mit anderen Worten will er eine Art Reziprozitätsklausel verankern, um die Exzesse der Vergangenheit zu vermeiden. Auch dieser Vorschlag läuft auf eine Form von Kapitalverkehrskontrollen hinaus, wenn auch nur für Staatsanleihen und nur für Käufe von Staaten, die ihrerseits den freien Kapitalverkehr unterbinden. Die Attraktivität von Gros' Vorschlags liegt darin, dass er einen Sanktionsmechanismus ins Spiel bringt, der ohne die Drohung von Handelsbeschränkungen und Strafzöllen auskommt. Die wichtigste Regel sollte in der Tat lauten, dass es einen Handelskrieg zu vermeiden gilt. Der grösste Schwachpunkt des Vorschlags ist, dass Amerika in Zeiten von Rekordbudgetdefiziten kein Interesse daran hat, den Verkauf seiner Staatsanleihen zu beschränken und damit womöglich den Zins nach oben zu treiben. Das ist das Paradox von «Chimerika». Kurzfristig sind die Anreize für beide Seiten gross, den Status quo aufrechtzuerhalten.

Eine Alternative zu diesen Vorschlägen könnte daher sein, den Zukauf von Staatsanleihen nicht zu unterbinden, aber finanziell uninteressanter zu machen. Dies könnte zum Beispiel dadurch geschehen, dass weitere Anleihekäufe von Staaten, deren Währungsreserven bereits sehr hoch sind, mit Bewertungsabschlägen *(haircuts)* versehen werden. China könnte also durchaus weiter US-Papiere kaufen, wenn es das will. Peking würde aber von vornherein einen Verlust von einigen Prozent in Kauf nehmen müssen. Wer das für ungerecht hält, sollte sich vor Augen halten, dass niemand China zwingt, diese Papiere zu kaufen.

Die Krise hat die Bruchstellen unserer Weltwährungsunordnung offenbart. In den nächsten Jahren wird es gelten, aus den Geschehnissen die richtigen Lehren zu ziehen. Dem Wachstum der Währungsreserven müssen Grenzen gesetzt werden, ohne dem Welthandel mit Schutzzöllen und ähnlichem zu schaden. Gleichzeitig gilt es zu verhindern, dass die USA weiter über ihre Verhältnisse leben, indem sie das Quasimonopol des US-Dollars als Weltreservewährung ausnutzen. Die Zeichen der Zeit stehen auch hier auf mehr Kooperation und kluger Regulierung – durchaus mit der Gefahr der Überregulierung, die sich wiederum hemmend auf die Volkswirtschaften auswirken könnte.

Trotz den Dimensionen der letzten Krise ist es zu früh, das Experiment mit den flexiblen Wechselkursen und dem Papiergeld, das die Weltwirtschaft seit 1971 erlebt, für gescheitert zu erklären. Die gleichen Faktoren, die damals zur Abkehr von der Goldbindung und von festen Wechselkursen führten, sprechen auch heute gegen eine Wiedergeburt. Wenn einzelne Währungen fest an Gold gebunden werden, sind automatisch auch die Wechselkurse zwischen diesen Währungen fixiert. Man mag das bedauern, aber die Probleme der Eurozone führen vor Augen, wie schwer es selbst in einem relativ homogenen Länderblock ist, eine einheitliche Geldpolitik durchzusetzen. Dass sich Peking den Entscheidungen Washingtons unterordnet oder gar Washington den Vorgaben aus Frankfurt gehorcht, ist und bleibt schwer vorstellbar.

> Die neuen Superstars der Weltwirtschaft wollen kein Weltgeld, sondern mehr Unabhängigkeit.

Meine Prognose lautet, dass der Aufstieg neuer Schwergewichte in der Weltwirtschaft auf absehbare Zeit Fortschritte bei der Währungsintegration fast unmöglich machen wird. Weder Peking noch Delhi noch Brasilia werden angesichts ihrer neuen wirtschaftlichen Stärke irgendein Verlangen spüren, sich den ökonomischen Befindlichkeiten in Ohio oder Nordrhein-Westfalen unterzuordnen. Im Gegenteil, seit langem schon nimmt man dem Norden in diesen Ländern seine monetäre Hegemonie übel. Die neuen Superstars der Weltwirtschaft wollen kein Weltgeld, sondern mehr Unabhängigkeit.

* «Financial Globalization: A Reappraisal», IMF Working Paper No. 06/189.

MORITZ SCHULARICK, geboren 1975, ist Professor für Ökonomie an der Freien Universität Berlin und arbeitet mit dem britischen Historiker Niall Ferguson zusammen.