



Zwischen Dollar und Renminbi

Die Zukunft des Euro im globalen Währungssystem

Meine Bank heißt Haspa.

Haspa[§]
Hamburger Sparkasse

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	Seite 3
1 Die Weltwirtschaft in Währungsturbulenzen	Seite 4
2 Globale Währungen	Seite 5
2.1 Währungen und Wechselkurssysteme	
2.2 Devisenmarkt, Zahlungsbilanz und Währungsreserven	
2.3 Währungsrisiken: Euro-Krise, Inflation und globale Ungleichgewichte	
3 Die Zukunft des globalen Währungssystems	Seite 13
3.1 Dollar, Renminbi oder Euro?	
3.2 Szenarien zur zukünftigen Bedeutung des Euro	
3.2.1 Europa ohne Euro	
3.2.2 Der Euro als Weltwährung	
4 Ein starker Euro für globale Währungsstabilität	Seite 18
Literaturverzeichnis/Impressum	Seite 19

Vorwort



„Money makes the world go round“ – und die dreht sich in den letzten Jahren immer schneller. Die Gravitationsgesetze der Währungssysteme drohen aus dem Gleichgewicht zu geraten. Nur noch ein sehr kleiner Bruchteil der weltweit gehandelten Devisen hat heute einen harten kommerziellen Background. Der Rest ist spekulativ oder finanzpolitisch motiviert.

Kursprognosen waren schon immer schwierig. Heute sind sie es mehr denn je. An die Stelle der nüchternen Kursfindung an den Devisenmärkten sind hochemotionale Währungskonflikte getreten. Mitten drin die Notenbanken – unabhängige Hüter der Währungsstabilität auf der einen Seite, Geld druckende Banken- und Staatsretter auf der anderen.

Unternehmer am internationalen Handelplatz sind auf solide Entscheidungsgrundlagen angewiesen. Im kurzfristigen Bereich sollte eine einfache Regel gelten: Safety first – Fokus auf das Kerngeschäft, Kurse absichern, unnötige Währungsspekulationen vermeiden.

In den Devisen- und Auslandsexperten der Haspa finden Sie dafür die richtigen Ansprechpartner mit großer Erfahrung und einem direkten persönlichen Draht zu weltweiten Korrespondenzbanken. Hinzu kommt eine vielfach ausgezeichnete Ausführungsqualität bei den Transaktionen.

Jenseits der Tagespolitik lohnt ein Blick über den Horizont. Auch ohne die aktuellen Turbulenzen befindet sich die globale Währungsarchitektur in Bewegung. Für langfristige unternehmerische Entscheidungen sind diese Entwicklungen nicht unerheblich. Sie bilden die Rahmenbedingungen für den grenzüberschreitenden Handel der Zukunft. Diese Studie des HWWI zeigt die wichtigsten Kraftlinien und Bruchstellen, die das Schicksal des Euro bestimmen werden. Dabei wird deutlich: Jeder Euro hat zwei Seiten und die binneneuropäische Sicht ist nur eine davon.



Andreas Mansfeld
Bereichsleiter Unternehmenskunden
Hamburger Sparkasse AG

1. Die Weltwirtschaft in Währungsturbulenzen

Seit der globalen Finanzkrise befindet sich die Weltwirtschaft in zum Teil heftigen Währungsturbulenzen. Diese haben vielfältige Ursachen. Eine der wichtigsten Fragen betrifft die Zukunft des Euro. Auch wenn sich die akute Euro-Krise zumindest vorübergehend ein wenig beruhigt hat, bestehen die eigentlichen Ursachen fort. Die bislang ergriffenen Maßnahmen – das Aufspannen von Rettungsschirmen und die Interventionen der Europäischen Zentralbank – sind kaum mehr als provisorisch. Eine nachhaltige Lösung der Krise steht aus. Ein Scheitern des Euro ist nach wie vor nicht auszuschließen. In welcher Konstellation der Euro fortbestehen wird, ist heute ungewiss. Die zukünftige Stellung des Euro im globalen Währungssystem hängt zunächst davon ab, ob und wie die Euro-Krise selbst gelöst wird. Seine Bedeutung wird darüber hinaus wesentlich davon abhängen, ob der US-Dollar seine dominierende Stellung behaupten kann und wann der chinesische Renminbi zu einer konvertiblen „Reservewährung“ aufsteigt. Die hohen US-Leistungsbilanzdefizite und der Aufbau chinesischer Dollarreserven haben zu einem „globalen Ungleichgewicht“ geführt, dessen Korrektur potenziell erhebliche makroökonomische Verwerfungen in der Weltwirtschaft auslösen kann und zum Teil als Ursache der globalen Finanzkrise 2008/2009 gesehen wird (vgl. Obstfeld/Rogoff, 2009).

Die Ungewissheit über den Ausgang der Euro-Krise und die Nachwirkungen der globalen Finanzkrise haben zu erhöhter Volatilität auf den Devisen- und Finanzmärkten geführt. Konjunkturprogramme und Bankenrettung haben weltweit die Staatsverschuldung in die Höhe getrieben, der Bankensektor in vielen Ländern ist sehr instabil und fast alle Zentralbanken betreiben extrem expansive Geldpolitik mit der mittelfristigen Gefahr höherer Inflation. Einige Länder versuchen zudem gezielt, sich durch Abwertung ihrer Währung Wettbewerbsvorteile zu verschaffen, um schneller aus der Krise zu kommen. Es droht ein Abwertungswettlauf. Jüngst hat die „G20“ sich gegen die politische Manipulation von Wechselkursen, Abwertungswettläufe und Währungskriege ausgesprochen.

Alle diese Entwicklungen zeigen die Bedeutung von Währungsstabilität für die Weltwirtschaft. In dieser Studie wird analysiert, welches zukünftig die bestimmenden Währungen der Weltwirtschaft sein werden und wie das globale Währungssystem aussehen könnte. Ein besonderer Fokus liegt auf der Frage, welche Rolle der Euro dabei spielt, welche Szenarien denkbar sind und welches die Folgen für Handel und Wachstum in Europa wären. Ohne Zweifel werden die Antworten auf die derzeitigen währungspolitischen Fragen einen erheblichen Einfluss auf den Fortgang der Globalisierung und die Entwicklung der Weltwirtschaft haben.

2. Globale Währungen

2.1 Währungen und Wechselkurssysteme

Währungen sind technisch lediglich unterschiedliche Arten von Geld, das national als gesetzliches Zahlungsmittel fungiert („legal tender“). Mit Währungen verbindet sich jedoch oftmals eine geradezu nationale Symbolik: Der US-Dollar etwa steht als Symbol für das Land der unbegrenzten Möglichkeiten, für Kapitalismus, Freiheit und Aufstiegschancen, die D-Mark für Wirtschaftswunder, soziale Marktwirtschaft und Stabilität. Der Euro dagegen galt lange, obwohl statistisch gesehen stabiler als die D-Mark, gefühlt als „Teuro“.

Nur Währungen werden akzeptiert, in die Vertrauen besteht. Umgekehrt besteht Vertrauen nur in Währungen, die akzeptiert werden. Diese wechselseitige Abhängigkeit kann schnell dazu führen, dass Akzeptanz und Vertrauen erodieren - es kommt zu Währungskrisen. Garant für Vertrauen und Akzeptanz einer Währung ist deren Stabilität. Die Stabilität einer Währung bemisst sich nach ihrem Binnenwert, der Kaufkraft im Inland, und ihrem Außenwert, der Kaufkraft im Ausland in fremder Währung.

Ist das Vertrauen in eine Währung ersteinmal zerstört, ist es fast unmöglich, es wieder herzustellen. Nicht zuletzt deshalb sah Lenin in der Währung eines Landes die einfachste und wirkungsvollste Möglichkeit, ein Land wirtschaftlich, politisch und sozial zu destabilisieren und ins Chaos zu stürzen. Insbesondere in Deutschland besteht aufgrund der historischen Erfahrung mit Hyperinflation und ihren wirtschaftlichen wie politischen Folgen eine besondere Aufmerksamkeit und Sensibilität für Währungsfragen.

Um grenzüberschreitende Transaktionen abzuwickeln, werden Währungen gegeneinander getauscht. Bei flexiblen Wechselkursen bilden sich die Kurse auf den Devisenmärkten durch Angebot und Nachfrage. Die Aussicht, aus Wechselkursänderungen Profit zu schlagen, hat in Verbindung mit den technischen Möglichkeiten des Hochfrequenzhandels vermehrt Arbitrageure und Spekulanten an die Devisenmärkte gelockt. Diese spielen mittlerweile sogar die dominierende Rolle. Spekulation kann dabei sowohl stabilisierend wirken, wenn zukünftige Wechselkursschwankungen dadurch geglättet werden, als auch destabilisierend, wenn der Wechselkurs sich weiter von seinem fundamental gerechtfertigten Gleichgewichtskurs entfernt.

Nur Währungen werden akzeptiert, in die Vertrauen besteht.

Durch künstliche Auf- oder Abwertung lassen sich Wechselkurse zumindest kurzfristig politisch „manipulieren“, um Importe zu verbilligen oder Exporte zu stimulieren. Denn Wechselkurse reagieren unverzüglich, während Preise und Löhne sich nur langsam anpassen. Der Wechselkurs stellt somit einen wichtigen kurzfristigen Ausgleichsmechanismus dar, um insbesondere plötzlich auftretende Unterschiede zwischen Volkswirtschaften auszuglei-

chen. Selbst bei flexiblen Wechselkursen gehören Interventionen der Zentralbanken auf den Devisenmärkten zur Normalität. Zentralbanken halten Devisenreserven und setzen diese ein, um Währungspolitik zu betreiben. Insbesondere kleine und offene Volkswirtschaften sind an einer Stabilisierung ihrer Wechselkurse gegenüber ihren Handelspartnern interessiert. Auch Entwicklungsländer, die auf bestimmte Importe, etwa Nahrungsmittel oder Rohstoffe, angewiesen sind oder bestimmte Güter, zum Beispiel Kakao oder Kaffee, exportieren, können ihren Devisenbedarf und ihre Devisenerlöse auf diese Weise stabilisieren. Eine solche Intervention ist aber nur kurzzeitig möglich, da sich die Devisenreserven eines Landes zur Stützung des Wechselkurses mit der Zeit erschöpfen. Für große Volkswirtschaften ist dagegen die Binnenstabilität einer Währung zumeist bedeutender als die Außenwertstabilität.

Je offener und größer eine Volkswirtschaft ist, desto häufiger wird deren Währung im internationalen Zahlungsverkehr verwendet.

Und desto bedeutender ist diese Währung als internationales Zahlungsmittel. Einige der Währungen dienen jedoch nicht nur als Zahlungsmittel, sondern zudem als internationale Recheneinheit und als Wertaufbewahrungsmittel. Erfüllt eine Währung diese Funktionen von „Geld“, stellt diese Währung internationales Geld dar. Solche Währungen heißen „Reservewährung“.¹ Man hält Fremdwährung als „Reserve“, weil diese Währung international akzeptiertes Geld ist. Der US-Dollar ist eine solche Währung: er kann direkt als Zahlungsmittel verwendet oder jederzeit in andere Währungen getauscht werden. Hinter „Reservewährungen“ stehen zumeist große, offene und stabile Volkswirtschaften. Zudem muss die Währung international voll konvertibel sein. Der Schweizer Franken etwa kann keine Reservewährung sein, weil die Schweiz zu klein ist. Die Forderungen, die durch die gehaltenen Reserven an Schweizer Franken gegenüber der Schweiz entstünden, wären gemessen am Schweizer Bruttoinlandsprodukt zu groß. Der chinesische Renminbi ist derzeit keine Reservewährung, weil keine Konvertibilität gegeben ist, sondern China zur künstlichen Unterbewertung seiner Währung Devisenbewirtschaftung betreibt.

¹ Der Begriff der „Reservewährung“ ist nicht zu verwechseln mit dem Begriff der „Leitwährung“. Der Begriff der „Leitwährung“ stammt aus den Zeiten des „Bretton-Woods-Systems“: In einem Verbund von Ländern mit festen Wechselkursen kann genau eine Zentralbank autonome Geldpolitik betreiben, alle anderen Zentralbanken müssen ggf. den fixierten Wechselkurs stützen. Jenes Land mit autonomer Geldpolitik stellt die „Leitwährung“, an der sich alle anderen zu orientieren haben. Bei unterschiedlicher konjunktureller Lage können Länder gezwungen sein, entweder zu expansive oder zu kontraktive Geldpolitik zu betreiben – mit entweder inflationären oder deflationären Folgen. Dies hat schließlich zum Ende des „Bretton-Woods-Systems“ geführt.

Reservewährung zu sein, hat Vor- und Nachteile für ein Land.

Fungiert die eigene Währung als internationales Geld, entfallen Wechselkursrisiken. Für Unternehmen und Haushalte des Landes, dessen Währung Reservewährung ist, sinken die Transaktionskosten. Zugleich aber ist die Nachfrage nach dieser Währung aufgrund ihrer Funktion als Reservewährung hoch. Der Dollar wertet auf – mit der Folge, dass sich die Importe verbilligen und die Exporte verteuern. Die Leistungsbilanz passiviert sich.² Andere Länder können nur dann überschüssige Dollar als Reserve aufbauen, wenn sie mehr Dollar aus ihren Exporten an die USA Erlösen, als sie für ihre Importe aus den USA benötigen. Steigt die Auslandsverschuldung jedoch über einen kritischen Wert hinaus an und beginnen die Märkte an der Tragfähigkeit der Schulden, d.h. an der Zahlungsfähigkeit der USA zu zweifeln, kann es zu der Erwartung einer schnellen Abwertung des US-Dollars kommen. Aus Angst vor Währungsverlusten würden dann die Dollarreserven auf den Devisenmärkten angeboten werden – mit der Folge, dass der Dollar tatsächlich abwertete und sich die anfängliche Abwertungserwartung im Sinne einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung bestätigte. Ein solches Szenario wird immer wieder im Zusammenhang mit den USA, die ein hohes und anhaltendes Leistungsbilanzdefizit aufweisen, und China, die im Wesentlichen

mit ihrem Exportüberschuss dieses Defizit „finanzieren“ und entsprechend hohe Dollar-Forderungen akkumuliert haben, diskutiert.

Im Wesentlichen bestehen zwei Wechselkurssysteme – flexible und feste Wechselkurse. Der Vorteil flexibler Wechselkurse besteht darin, dass die Zentralbank autonome Geldpolitik betreiben kann und Zins und Wechselkurs als Instrumente zur Verfügung stehen, um Preisniveaustabilität und Beschäftigung einer Volkswirtschaft zu steuern. Bei festen Wechselkursen muss die Zentralbank den Wechselkurs durch Interventionen am Devisenmarkt stützen. China etwa hält den Renminbi gegenüber dem US-Dollar unterbewertet und kauft zu diesem Zweck am Devisenmarkt Dollar gegen eigenes Geld an, wodurch sich die Währungsreserven aufbauen und die heimische Geldmenge in der Tendenz erhöht. Auch die Schweiz hat infolge des Aufwertungsdrucks für den Schweizer Franken gegenüber dem Euro angekündigt, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren. Grundsätzlich haben feste Wechselkurse den Vorteil, dass Wechselkursschwankungen und somit Transaktionskosten minimiert werden, aber den Nachteil, dass sich konjunkturelle und Inflationseffekte von dem Land übertragen, an dessen Währung die eigene Währung gebunden ist. Die heimische Geldmenge weitet sich entweder stark aus (bei zu expansiver Geldpolitik des „Ankerlandes“) oder die Devisenreserven erschöpfen sich (bei zu restriktiver Geldpolitik). Im letzten

² Bei sogenannter „normaler Reaktion“ der Leistungsbilanz, d.h. die Mengenreaktion ist größer als die Preisreaktion. Bei Aufwertung steigt der Wert der Importe und sinkt der Wert der Exporte (vgl. Robinson- und Marshall-Lerner-Bedingung).

Tabelle 1 Währungsregime im globalen Währungssystem*

Währungspolitisches System	Geldpolitischer Rahmen						
	Wechselkursziel				Geldmengenziel (29)	Inflationsziel (32)	Andere (38)
	US Dollar (43)	Euro (27)	Währungskorb (13)	Andere (8)			
Feste Wechselkurse (keine eigenständige Währung, Currency Board, „peg“ etc.) (68)	Ecuador, Hong Kong, Venezuela, Katar, VAE, Saudi-Arabien	Bulgarien, Dänemark, Senegal	Kuwait, Libyen, Marokko	Namibia, Nepal			
Quasi-fixe Wechselkurse („crawling peg“, Wechselkursbänder etc.) (56)	Jamaika, Honduras, Irak	Kroatien, Mazedonien	Vietnam, Algerien, Singapur		China, Argentinien, Ukraine, Nigeria	Guatemala	Russland, Schweiz, Malaysia
Flexible Wechselkurse (free floating, managed floating) (66)					Afghanistan, Kenia, Pakistan	UK, Türkei, Brasilien, Südafrika	USA, Japan, Eurozone, Indien

* In Klammern: Anzahl der Länder

Quelle: In Anlehnung an IMF (2012)

Fall kann es zu einer Spekulation auf Freigabe oder Abwertung des fixierten Wechselkurses kommen.

Derzeit zeigen sich im globalen Währungssystem viele Zwischenformen zwischen flexiblen und fixen Wechselkursen (vgl. Tabelle 1). Es zeigt sich, dass flexible Wechselkurse heute keinesfalls der Regelfall sind. Einen besonderen Fall stellt die Eurozone dar: Siebzehn zum Teil sehr heterogene Volkswirtschaften bilden einen Währungsraum mit flexiblen Wechselkursen gegenüber anderen Währungen. Zins und Wechselkurs entfallen als nationale Ausgleichsmechanismen und es kann zum Aufbau interner Ungleichgewichte kommen, wie in der Euro-Krise geschehen.

2.2 Devisenmarkt, Zahlungsbilanz und Währungsreserven

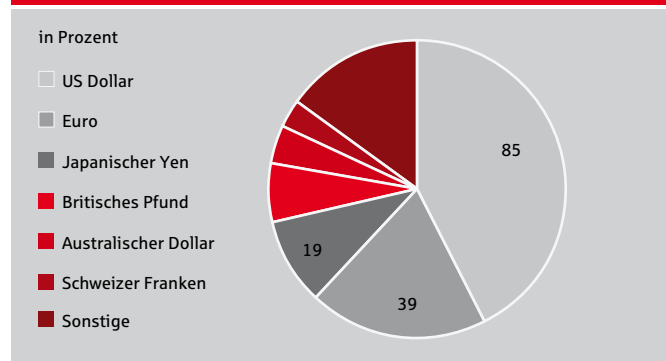
Der Umsatz auf den Devisenmärkten ist in den letzten Jahren deutlich angestiegen. Der durchschnittliche Tagesumsatz hat sich von 2001 bis 2010 verdreifacht. Er ist von 1.230 auf 3.981 Mrd. US Dollar gestiegen (vgl. BIS, 2010). Zum Vergleich: Das weltweite Bruttoinlandsprodukt betrug für das gesamte Jahr 2010 rund 63 Billionen US Dollar, das Handelsvolumen rund 15 Billionen US Dollar (vgl. WTO, 2011). Mittlerweile übersteigt das Volumen der gesamten Devisentransaktionen jenes, welches für „realwirtschaftliche“ Vorgänge, den Güterverkehr und langfristige Direktinvestitionen, notwendig wäre, somit um ein Vielfaches. Dies liegt daran, dass an Devisenmärkten nicht nur Importe und Exporte bzw. deren Saldo finanziert wird, sondern Devisengeschäfte auch und vor allem für den kurzfristigen Kapitalverkehr (Portfolioinvestitionen) abgeschlossen werden. Hinzu kommt, dass am Devisenmarkt auch Erwartungen „gehandelt“ werden und es zu Devisenspekulation und Arbitrage kommt, was den Umsatz an den Devisenmärkten insbesondere in Zeiten des computergesteuerten Hochfrequenzhandels in die Höhe getrieben hat und Wechselkurse dadurch sehr volatil sind.

Grundsätzlich hängt die Bedeutung von Währungen davon ab, in welchem Umfang diese im internationalen Zahlungsverkehr verwendet werden und als „Reservewährung“ dienen.

Währungen von großen, offenen und stabilen Volkswirtschaften spielen aus diesem Grund eine vorherrschende Rolle auf den Devisenmärkten. Der US Dollar ist nach wie vor bei Weitem die am häufigsten gehandelte Währung an den Devisenmärkten. Im Jahr 2010 betrug der durchschnittliche Tagesumsatz aller Devisentransaktionen 3.981 US Dollar, an rund 3.378 Mrd. US Dollar davon war der Dollar beteiligt. Das entsprach 84,9 % des Wertes aller Devisentransaktionen. Es folgten der Euro mit 39,1 %, der japanische Yen mit 19,0 %, das britische Pfund mit 12,9 % sowie der Australische Dollar mit 7,6 % und der Schweizer Franken mit 6,4 % (vgl. Abbildung 1).³

³ Da an einer Transaktion immer zwei Währungen beteiligt sind, addieren sich die Anteile zu 200 %.

Abbildung 1 Anteil der Währungen an den Devisentransaktionen, 2010



Quelle: BIS (2010)

Die wichtigsten bilateralen Transaktionen fanden jeweils zwischen dem US Dollar und dem Euro, dem britischen Pfund und dem japanischen Yen statt. Der Euro ist am häufigsten an Transaktionen mit dem US Dollar beteiligt, gefolgt vom Yen, dem Pfund und dem Schweizer Franken (vgl. Tabelle 2). Die dominierende Stellung des Dollar hat auch damit zu tun, dass wegen der Funktion des Dollar als Reservewährung beispielsweise das Ölgeschäft fast ausschließlich in Dollar fakturiert ist. An Dollartransaktionen auf dem Devisenmarkt sind deshalb nicht zwingend immer auch US-Amerikaner beteiligt.

Tabelle 2 Die wichtigsten Währungspaare

	Anteil in Prozent aller Devisentransaktionen 2010
US Dollar/Euro	28
US Dollar/Yen	14
US Dollar/Pfund	9
US Dollar/Austr. Dollar	6
US Dollar/Can. Dollar	5
US Dollar/Schweizer Franken	4
Euro/Yen	3
Euro/Pfund	3
Euro/Schweizer Franken	2
US Dollar/sonstige Währungen	19
Euro/Sonstige Währungen	4
sonstige Währungspaare	4
alle Währungspaare	100

Quelle: BIS (2010)

Der Devisenmarkt ist unmittelbar mit allen außenwirtschaftlichen Aktivitäten einer Volkswirtschaft verbunden.

Alle Transaktionen, die innerhalb eines Jahres zwischen dem Inland und dem Ausland stattfinden, werden in der Zahlungsbilanz erfasst. Da bei allen diesen Transaktionen inländische gegen ausländische Währung getauscht wird, stehen Devisenmarkt und Zahlungsbilanz in einem direkten Zusammenhang. Werden beispielsweise zur Finanzierung der Importe mehr Devisen benötigt, als aus den Exporten Erlöst wird, muss der Saldo auf dem Devisenmarkt beschafft werden. Das Inland erhält die Devisen und „bezahlt mit inländischen Wertpapieren, die für die ausländischen Besitzer Forderungen gegenüber dem Inland darstellen. Aus diesem Grund entspricht der Nettoexport immer exakt dem Nettokapitalexport. Mittlerweile sind die Kapitalbewegungen jedoch weitgehend autonom und dominieren zumindest kurzfristig die Devisenmärkte. Wechselkurse sind aus diesem Grund häufig von Erwartungen der Finanzmarktakteure und den konjunkturellen Entwicklungen getrieben und daher häufig sehr volatil.

Ein Leistungsbilanzdefizit oder ein Leistungsbilanzüberschuss bedeuten nicht immer auch ein „Ungleichgewicht“.

Für einige Länder kann es sinnvoll sein, sich vorübergehend im Ausland zu verschulden, d.h. inländisch mehr zu verbrauchen als inländisch produziert worden ist. Vor allem Schwellenländer können auf diese Weise ihre wirtschaftliche Entwicklung beschleunigen, indem inländische Investitionen über die inländische Ersparnis hinaus durch Nettoimporte bzw. Nettokapitalimporte durch das Ausland finanziert werden. Für andere Länder kann es dagegen sinnvoll sein, einen Überschuss zu erzeugen, also Nettoforderungen gegenüber dem Ausland aufzubauen. Deutschland beispielsweise produziert heute mehr als es verbraucht, um in Zukunft, wenn es in Deutschland aufgrund des demografischen Wandels weniger Erwerbspersonen im Verhältnis zur Bevölkerung geben wird, mehr verbrauchen zu können, als produziert zu haben.

Es gibt jedoch eine Grenze der Auslandsverschuldung, ab der die Märkte an der Fähigkeit eines Landes zu zweifeln beginnen, dass es die Schulden jemals zurückzahlen kann. In diesem Fall kann es zu Währungskrisen kommen, weil der Verkauf dieser Forderungen zu einer beschleunigten Abwertung führt. Wird allgemein eine Abwertung erwartet, ist es rational, diese Währung zu verkaufen. Es kommt tatsächlich zu einer Abwertung und die anfänglichen Erwartungen haben sich selbst bestätigt („Self-fulfilling prophecies“). Sollte eine solche Spekulation den Dollar betreffen, hätte dies dramatische Verwerfungen an den Devisen- und Finanzmärkten zur Folge. China fängt an, die Währungsreserven stärker zu diversifizieren. Ein zu schneller „Umbau“ des Portfolios an Währungsreserven würde jedoch Abwertungs-

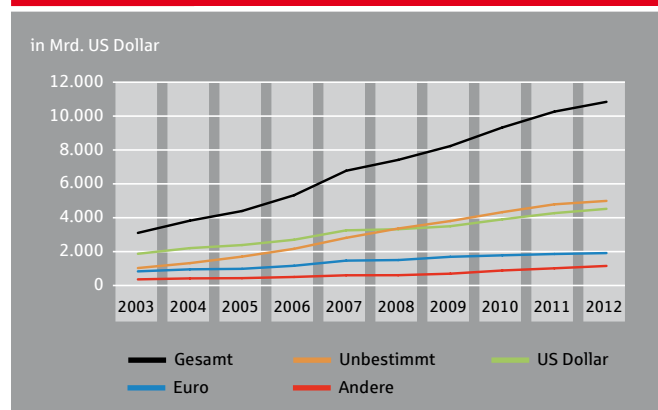
erwartungen bzgl. des Dollar erzeugen und würde schließlich nur den Wert der chinesischen Dollarreserven reduzieren. Insofern zeigt sich eine gewisse Stabilität in der Zusammensetzung der internationalen Währungsreserven (vgl. Eichengreen/Mathieson, 2000, Wooldridge, 2006, und Lim, 2007).

Bei flexiblen Wechselkursen bildet sich dieser auf dem Devisenmarkt durch Angebot und Nachfrage. Das Angebot an Devisen kommt aus dem Export inländischer Güter und Dienstleistungen sowie dem Verkauf inländischer Assets, verwendet werden Devisen für die Bezahlung von Importen sowie den Kauf ausländischer Assets. Bei festen Wechselkursen stützt die heimische Zentralbank den Kurs durch Interventionen am Devisenmarkt. Ist das Angebot an Devisen größer als die Nachfrage, muss die Zentralbank diese Devisen aufkaufen, um den Kurs zu stützen. Es kommt zu einem Aufbau an Devisenreserven. Vor allem China hat in der Vergangenheit große Reserven an US-Dollar aufgebaut. Jeder Exportüberschuss führt zu einer Erhöhung der Nettoforderungen gegenüber dem Ausland („Nettoauslandsposition“), die sich zusammensetzen aus privaten Forderungen und den offiziellen Devisenreserven.

Die weltweiten Devisenreserven haben sich in den letzten Jahren deutlich erhöht.

Diese Entwicklung spiegelt das wachsende Weltbruttosozialprodukt und den wachsenden internationalen Handel wider. Für einen großen Teil der Währungsreserven, rund die Hälfte, gibt es keine verlässlichen Zahlen über ihre Zusammensetzung. Die dominierenden Reservewährungen sind der US Dollar und der Euro (vgl. Abbildung 2). Es folgen das britische Pfund und der japanische Yen.

Abbildung 2 Weltweite Währungsreserven (ohne Gold und Sonderziehungsrechte)



Quelle: IMF (2013)

Was den prozentualen Anteil der Währungen an den Währungsreserven betrifft, so zeigt sich in den letzten Jahren eine Bedeutungsverschiebung (vgl. Tabelle 3).

Tabelle 3 Anteil der Währungen an den identifizierten Währungsreserven (in %)

	2001	2006	2011
US Dollar	71,5	65,5	62,2
Japanischer Yen	5,0	3,1	3,5
Britisches Pfund	2,7	4,4	3,8
Schweizer Franken	0,3	0,2	0,1
Euro	19,2	25,1	25,0
Andere	1,3	1,8	5,3

Quelle: IMF (2012)

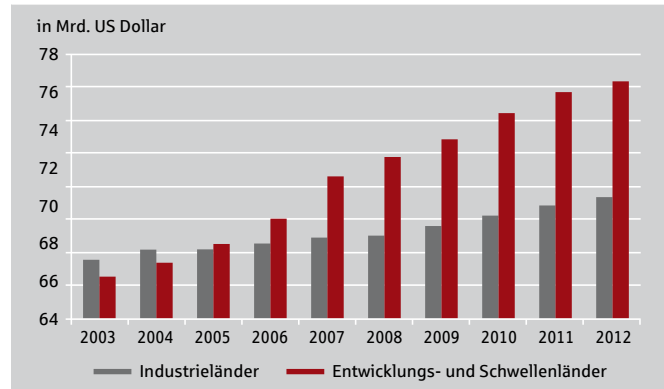
Der US Dollar verliert in der Tendenz an Bedeutung.

Der US Dollar verliert in der Tendenz an Bedeutung, der Euro hat in der Zeit vor der Euro-Krise an Bedeutung gewonnen (vgl. hierzu Lim, 2006). Andere Währungen, darunter der brasilianische Real oder die türkische Lira, haben ebenfalls an Bedeutung gewonnen. Diese Entwicklung dürfte sich in den nächsten Jahren fortsetzen, da viele Volkswirtschaften und Währungsräume weiter an Gewicht in der Weltwirtschaft gewinnen werden und sich damit Handelsbeziehungen verschieben. Als Folge davon werden Währungsreserven umgeschichtet und das Währungsrisiko diversifiziert. Ebenso ändert sich das Währungssystem. Einige Länder geben beispielsweise die Dollarbindung zugunsten eines Währungskorbes auf (vgl. hierzu Abschnitt 3).

Mit der Verschiebung der Gewichte in der Weltwirtschaft haben sich auch die Anteile der Industrieländer und der Entwicklungs- und Schwellenländer an den Währungsreserven verändert.

Entwicklungs- und Schwellenländer bevorzugen typischerweise stabile Wechselkurse (vgl. Abbildung 3). Um den Kurs zu stabilisieren, benötigt die heimische Zentralbank Währungsreserven für die Interventionen am Devisenmarkt. Aus diesem Grund haben diese Länder Reserven aufgebaut. Nicht zuletzt auch als Lehre aus der „Asienkrise“ von 1997, als sich bei dem panikartigen Abzug kurzfristiger Portfolioinvestitionen aus dem Ausland die Währungsreserven schnell erschöpften. Auch politische Probleme in einem Land können zu Kapitalflucht führen und dieses in ernste ökonomische Probleme stürzen.

Abbildung 3 Währungsreserven nach Ländergruppen



Quelle: IMF (2012)

Über die größten Währungsreserven verfügen heute China, Japan und Saudi-Arabien (als größter Exporteur von Rohöl) gefolgt von den USA auf Rang vier. Deutschland liegt auf Rang 14 (vgl. Tabelle 4). Die Währungsreserven Chinas reichten aus, um das gesamte Bruttoinlandsprodukt Deutschlands zu „kaufen“. Die Goldreserven sind gegenüber den Währungsreserven deutlich geringer. Die USA verfügten Ende 2011 mit 400 Mrd. US Dollar (bewertet zum aktuellen Goldpreis) über die größten Goldreserven vor Deutschland mit 167 Mrd. US Dollar.

Tabelle 4 Länder mit den größten Währungsreserven (in Mrd. US Dollar)

Rang	Land	Währungsreserven
1	China	3.255
2	Japan	1.296
3	Saudi-Arabien	557
4	USA	537
14	Deutschland	234

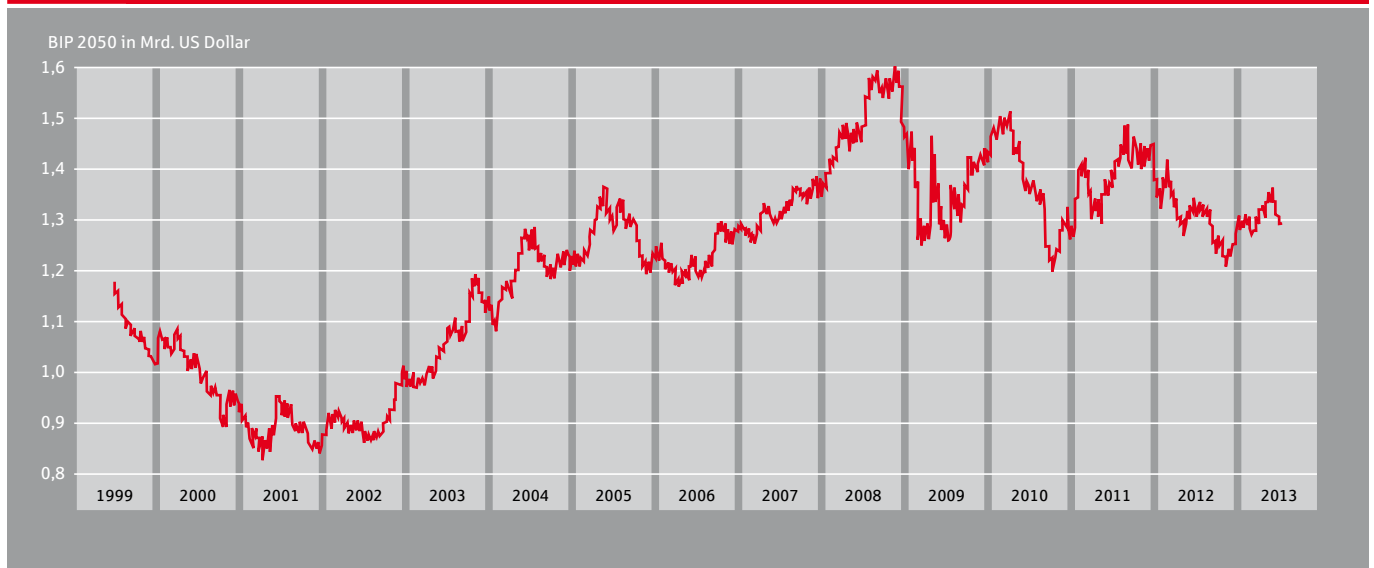
Quelle: Economist (2013)

2.3 Währungsrisiken: Euro-Krise, Inflation und globale Ungleichgewichte

Für den Wert von Währungen bestehen vielfältige Risiken.

Gerade kurzfristige Wechselkursschwankungen stellen für Außenhändler ein beträchtliches Risiko dar. Wechselkursschwankungen können erheblich sein. Der EUR/Dollar-Kurs etwa schwankte nicht nur über die Zeit, sondern sogar monatlich er-

Abbildung 4 Wechselkurs US Dollar/Euro (in Mengennotierung)



Quelle: Europäische Zentralbank (2013a)

heblich (vgl. Abbildung 4). Durchaus übliche Schwankungen von rund 10 % innerhalb von Stunden oder Tagen können Erlöse und Gewinnmargen erheblich beeinflussen (vgl. Kasten 1).

Aus diesem Grund findet ein Hedging von Währungsrisiken statt, das mit verschiedenen Instrumenten, etwa Devisentermingeschäften, Swap- oder Optionsgeschäften, durchgeführt wird. Da die Spekulation mittlerweile einen immer größeren Teil der Devisentransaktionen ausmacht und dies zum Teil zu höherer Volatilität geführt hat (wenngleich Spekulation auch stabilisierend wirken kann), wird gelegentlich vorgeschlagen, das Handelsvolumen regulatorisch zu begrenzen, etwa durch eine „Tobin-Steuer“. Durch eine solche Steuer soll die Marge reduziert und damit der Anreiz insbesondere für den Hochfrequenzhandel abgeschwächt werden. Inwieweit eine solche Steuer die Volatilität tatsächlich reduziert, ist empirisch nicht eindeutig belegt. Eine Abnahme des Handelsvolumens kann auf „kleinen“ Märkten die Volatilität im Gegenteil sogar erhöhen.

Währungsrisiken bestehen im Wesentlichen in einer Abwertung von Währungsbeständen, die man hält, oder einer Aufwertung von Währungen, die man benötigt. Ein Wertverlust von Währungen tritt auf, wenn die Kaufkraft im Inland infolge von Inflation sinkt. Eine Währung verliert an Außenwert, wenn diese gegenüber anderen Währungen abwertet; man erhält im Tausch weniger anderer Währungen.

Die derzeitigen Währungsrisiken lassen sich in kurz-, mittel- und langfristige Risiken unterteilen. Sie betreffen im Wesentlichen die großen globalen Währungen und finden ihre Ursachen in der Euro-Krise, in zukünftiger Inflation und den globalen Ungleichgewichten.

Kurzfristige Währungsrisiken kommen derzeit von der Euro-Krise und den Nachwirkungen der Finanzkrise. Befürchtet wird ein regelrechter Abwertungswettlauf zwischen den Währungen. Durch expansive Geldpolitik versuchen die großen Zentralbanken der

Kasten 1 Rechenbeispiel

In dem folgenden Rechenbeispiel wird gezeigt, welche Auswirkungen schon relativ kleine Wechselkursänderungen auf die Gewinnmarge eines Außenhändlers haben können. Es sei angenommen, der Preis eines Produktes sei 100 Euro und die Kosten seien 80 Euro. Der Gewinn beträgt dann 20 Euro. Dieses Produkt soll in den USA zu einem entsprechenden Dollar-Preis verkauft werden. Bei einem Wechselkurs von 1,30 US-Dollar/Euro ergibt sich ein Preis von 130 US-Dollar. Die erlösten Dollar werden anschließend wieder in Euro zu diesem Wechselkurs umgetauscht. Der Außenhändler erhält 100 Euro, so dass der Gewinn wiederum 20 Euro beträgt.

Nun sei angenommen, dass bei einem fest vereinbarten Preis von 130 US-Dollar der Wechselkurs auf 1,40 US-Dollar/Euro steigt, der Euro also gegenüber dem Dollar aufwertet. Die unverändert erlösten 130 Dollar werden nun nur noch in 92,86 Euro umgetauscht. Es ergibt sich ein Gewinn von nur noch 12,86 Euro (92,86 Euro – 80 Euro). Während der Wechselkurs sich also lediglich um rund 8 % verändert hat, ist der Gewinn um rund 36 % und damit deutlich stärker gesunken.

Welt, die Fed, die Bank of England, die japanische Zentralbank und die EZB einerseits durch niedrige Zinsen Konsum und Investitionen zu stimulieren, andererseits durch Abwertung der eigenen Währung den Export anzukurbeln, um so die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und die Vermögenspreise zu stützen. Neben dem kurzfristigen Konjunktoreffekt kann die zusätzliche Liquidität aber mittelfristig zu Inflation führen, sofern die aufgeblähte Liquidität nicht rechtzeitig wieder abgeschöpft wird. Zwar sind wegen der nach wie vor moderaten Konjunktur die Inflationsrisiken gering. Mittelfristig aber können höhere Inflation und insbesondere volatilere Inflationsraten und steigende Inflationsdifferenzen zu deutlich volatileren Wechselkursen führen. Langfristig ist die entscheidende Frage, wie die bestehenden globalen Ungleichgewichte, insbesondere zwischen China und den USA, abgebaut werden und welche Folgen dies für die Weltwirtschaft und die Devisenmärkte haben wird.

Aktuell gibt es im Wesentlichen drei währungspolitische Fragen von weltwirtschaftlicher Bedeutung:

Was passiert mit dem Euro? Wird der US-Dollar seine Stellung behaupten können? Wann wird der Renminbi zu einer konvertiblen Währung?

US-Dollar: Die USA sind größter Schuldner der Welt. Der größte Anteil der Schulden ist in Dollar denominated. Im Gegensatz zu vielen anderen Schuldnern können die USA ihre Schulden in und mit eigener Währung begleichen. Im Prinzip könnten die USA also nicht allein ihre Staatsschulden durch Inflationierung real entwerthen, sondern auch ihre Auslandsverbindlichkeiten.

Um die Auslandsschulden abzubauen, müssen die USA einen Leistungsbilanzüberschuss erzielen, d.h. mehr exportieren als importieren. In diesem Umfang erwerben die USA Forderungen gegenüber dem Ausland, mit denen die bestehenden Verbindlichkeiten abgebaut werden. Bei „normaler Reaktion“ der Leistungsbilanz ist eine Abwertung des US-Dollars nötig, um die Leistungsbilanz zu aktivieren. Nach Simulationsrechnungen müsste der US-Dollar real-effektiv um rund 20 – 25% (gegenüber dem Stand von 2005) abwerten, um die Auslandsschulden als Anteil am Bruttoinlandsprodukt der USA auf ein langfristig tragfähiges Niveau zu reduzieren (vgl. Obstfeld/Rogoff, 2004 und 2005).⁴ Um mehr zu exportieren als zu importieren, muss die inländische Absorption gesenkt werden, d.h. die USA müssen mehr sparen. Derzeit ist die gesamtwirtschaftliche Sparquote negativ, d.h. sämtliche inländische Investitionen werden durch einen Kapitalimport finanziert und sogar ein Teil des inländischen Konsums wird durch das Ausland finanziert. Größter Gläubiger der USA ist China, das mit einer hohen Sparquote und einem hohen Nettoexport gegenüber den USA Forderungen vor allem in Form von amerikanischen Staatsanleihen und Dollar-Devisenreserven aufbaut. Oft wird ar-

gumentiert, der hohe Kapitalzufluss aus China in die USA hätte zum Aufbau der US-Immobilienblase beigetragen, deren Platzen die Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/09 ausgelöst hat.

Euro: Die Euro-Krise hat zu Zweifeln am Fortbestand des Euro geführt. Sie ist ein Beispiel dafür, wie Schuldenkrisen, Bankenkrisen, Zahlungsbilanzkrisen und Währungskrisen ineinandergreifen und sich wechselseitig verschärfen können. Das Währungsrisiko für den Euro besteht darin, dass 1) unklar ist, ob, wie lange und in welcher Form es den Euro zukünftig geben wird, 2) es möglicherweise zu steigender Inflation kommt (nicht zuletzt wegen der sehr expansiv ausgerichteten Geldpolitik der Europäischen Zentralbank), und 3) es zu einem Default von in Euro lautenden Staatsanleihen der Peripherieländer kommt. Im Fall von Griechenland hat die dort einsetzende Kapitalflucht nicht zu einer deutlichen Abwertung des Euro geführt, weil die Anleger ihre Aktiva innerhalb des Euroraums lediglich getauscht haben, nämlich gegen deutsche Anleihen, für die die Rendite infolgedessen stark gesunken ist.

Renminbi: Eine große Unbekannte im Weltwährungssystem stellt die chinesische Währung, der Renminbi dar. Die Währungspolitik Chinas hält den Renminbi künstlich unterbewertet, um über eine Verbilligung ihrer Exporte die eigene Wirtschaft zu entwickeln. Diese Strategie der wirtschaftlichen Entwicklung hat zu einer schnellen Industrialisierung Chinas geführt. Der hohe Export ging jedoch zulasten des Binnenkonsums. Inländisch produzierte Güter, die exportiert werden, stehen nicht zum inländischen Verbrauch zur Verfügung. Im Umfang der Nettoexporte entstehen Forderungen und Devisenreserven. Für die Zukunft wird erwartet, dass China den Renminbi allmählich aufwerten lässt. Dies steht im Einklang mit dem Übergang Chinas in eine neue Entwicklungsphase und ein neues Wachstumsmodell. Die Aufwertungserwartung lässt die Nachfrage nach Renminbi noch steigen, was dazu führt, dass China den Kurs durch Ankauf von Devisen gegen eigenes Geld stützt. Durch die steigende Geldmenge im Inland kommt es zu inflationären Tendenzen. Zum Teil erfolgt eine Devisenbewirtschaftung, d.h. der Renminbi ist nicht voll konvertibel und es gibt Kapitalverkehrskontrollen. Mit zunehmender Bedeutung des Renminbi wird es perspektivisch zu einer stärkeren Konvertibilität kommen. Spätestens dann wird es zu einer wohl deutlichen und zügigen Aufwertung kommen. Aus Sicht der Märkte ist zuzeit jedoch unklar, wo der gleichgewichtige Wechselkurs des Renminbi zu anderen Währungen liegt und wieder der Anpassungspfad an dieses Gleichgewicht aussieht – dies kann zwei Jahre, aber auch noch zehn Jahre dauern.

Zum derzeitigen Zeitpunkt ist klar, dass es in Zukunft zu einer substantiellen Aufwertung des Renminbi kommen wird. Unklar ist dagegen, wo der hypothetische „gleichgewichtige“ Wechselkurs liegt und wie der Anpassungspfad dorthin verlaufen wird. Wahrscheinlich dürfte eine allmähliche, kontrollierte Anpassung sein („crawling peg“). Eine Aufwertung wird langfristig auch China nützen, da es die Terms of Trade verbessert, also das Austauschverhältnis von Importen zu Exporten.

⁴ Eine so deutliche reale Abwertung des US Dollars hätte erhebliche Rückwirkungen. Die Erhöhung der US-Sparquote hätte Wirkungen auf die Binnenkonjunktur, die Abwertung des Dollar bedeutete eine Aufwertung für die Handelspartner, also insbesondere für den Yen und den Euro, was den Export dieser Länder trafe.

Neben den beschriebenen Währungsrisiken existieren weitere, die vor allem die wirtschaftliche Entwicklung von Emerging Markets betreffen. So ist unklar, wie und wohin sich Brasilien, Südafrika, Indien oder Russland entwickeln. Daneben gibt es eine Reihe weiterer Länder, die in den nächsten Jahren wirtschaftlich, aber auch währungspolitisch im Fokus stehen werden. Dazu gehören etwa die

MINT-Staaten (Mexiko, Indonesien, Nigeria und die Türkei) oder – in einer etwas weiteren Abgrenzung – die „Next-Eleven“ (Mexiko, Korea, Indonesien, Türkei, Iran, Ägypten, Nigeria, Bangladesh, Pakistan, Philippinen und Vietnam). In diesen Ländern bestehen nicht allein ökonomische, sondern vor allem auch politische Risiken.

Kasten 2 Devisenmarkt und Wechselkurs

Wechselkurse werden auf Devisenmärkten durch Angebot und Nachfrage bestimmt. Es gibt unterschiedliche Akteure auf Devisenmärkten: Außenhändler, Spekulanten und Arbitrageure. So unterschiedlich wie die Interessen und Motive dieser Akteure, so unterschiedlich sind die Theorien zur Erklärung des Wechselkurses. Im Wesentlichen lässt sich zwischen kurzfristigen und langfristigen Theorien des Wechselkurses unterscheiden.

Nach der „Kaufkraftparitätentheorie“ passt sich der Wechselkurs so an, dass Unterschiede im Preisniveau zweier Volkswirtschaften durch den Wechselkurs gerade ausgeglichen werden.⁵ Langfristig lassen sich Wechselkurs nach dieser Theorie tatsächlich ganz gut erklären. Der Wechselkurs macht Preise, die in unterschiedlicher Währung ausgedrückt sind, vergleichbar. Der Wechselkurs stellt sich so ein, dass überall identische Preise herrschen. Solange Preisdifferenzen bestehen, können diese durch Arbitrage mit Gewinn ausgenutzt werden. Dadurch kommt es aber zu einer Anpassung des Wechselkurses, bis keine Arbitrage mehr möglich ist.

Kurzfristig schwanken Wechselkurse jedoch stark. In der kurzen Frist lassen sich Wechselkurse besser durch die „Zinsparitätentheorie“ erklären. Bei freiem Kapitalverkehr stellt der Wechselkurs eine gleiche Rendite von Anlagen in unterschiedlicher Währung her. Dieser Vorstellung nach wird der Wechselkurs stark von Zinsdifferenzen beeinflusst. In die Rendite gehen auch erwartete Wechselkursänderungen mit ein, so dass auf den Devisenmärkten auch und vor allem Erwartungen „gehandelt“ werden. Wird eine Aufwertung des Dollar erwartet, ausgelöst etwa durch eine positive Konjunkturmeldung in den USA, wird der Dollar infolge der Aufwertungserwartung bereits heute stärker nachgefragt und es kommt unverzüglich zu einer Aufwertung. Terminkurs und Kassakurs gleichen sich auf diese Weise an. In den Wechselkurs gehen zu jedem Zeitpunkt alle verfügbaren und relevanten Informationen ein. Devisenmärkte gelten daher als

„informationseffizient“. Zu jedem Zeitpunkt ist bezogen auf den aktuellen Wechselkurs eine Aufwertung oder eine Abwertung gleich wahrscheinlich. Wechselkursprognosen können daher kaum systematisch „richtig“ sein.

Kurzfristig werden Wechselkurse empirisch gut durch die Zinsparität erklärt, also vor allem durch die Finanzmärkte, auf denen durch Kapitalbewegungen Renditeunterschiede ausgeglichen werden und Erwartungen über die konjunkturelle Entwicklung „gehandelt“ werden. Langfristig ist die Kaufkraftparität ein guter Prediktor für die Entwicklung von Wechselkursen. Weist ein Land eine höhere Inflation auf als ein anderes, wertet dessen Währung nominal gegenüber der anderen Währung in Höhe der Inflationsdifferenz ab. Langfristig sind es folglich die Gütermärkte und die Inflationserwartungen, welche den Wechselkurs bestimmen.

Der Wechselkurs ist eine wichtige Determinante der Wettbewerbsfähigkeit eines Landes. Entscheidend ist dabei nicht der nominale, sondern der reale Wechselkurs. Der nominale Wechselkurs gibt das Austauschverhältnis zwischen zwei Währungen an, der reale Wechselkurs gibt an, in welchem Verhältnis inländische gegen ausländische Güter gegeneinander getauscht werden. Der reale Wechselkurs bereinigt also um Unterschiede im Preisniveau zweier Volkswirtschaften. Der „reale effektive Wechselkurs“ bestimmt den Wert einer Währung gegenüber einem Warenkorb, in dem die Währungen mit der Bedeutung der Handelspartner gewichtet werden. Die „Terms of Trade“ eines Landes geben an, in welchem Verhältnis die Importe gegen die Exporte eines Landes getauscht werden. Verbessern sich die Terms of Trade, kann ein Land für die gleichen Exporte mehr importieren oder muss für die gleichen Importe weniger exportieren als vorher. Die Abwertung einer Währung ist aus diesem Grund zweischneidig: Einerseits werden zwar Exporte günstiger, was die Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Exportwirtschaft erhöht, andererseits aber verteuern sich die Importe. Mehr inländische Güter werden für weniger ausländische Güter getauscht.

⁵ Im Prinzip gilt diese Theorie für alle handelbaren Güter. Häufig ist zu beobachten, dass in Entwicklungs- und Schwellenländern der Anteil der nicht-handelbaren Güter (insbesondere Dienstleistungen) hoch ist. Weil im Sektor der nicht-handelbaren Güter die Löhne trotz geringerem Produktivitätsfortschritt „mitwachsen“, ist die Inflation in diesen Ländern hoch (sogenannter „Balassa-Samuelson-Effekt“). Wegen des Unterschieds in den Inflationsraten werten die Währungen dieser Länder stetig ab.

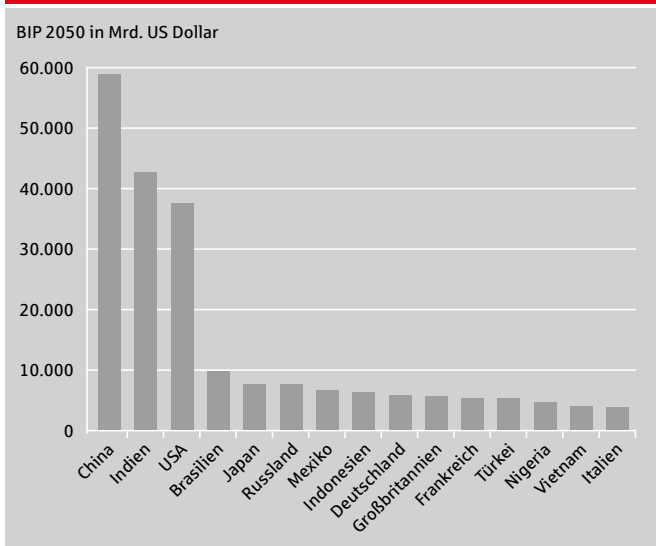
⁶ Dennoch existieren vielfältige Konzepte und Methoden zur Bestimmung von „Gleichgewichtswechselkursen“, die zumeist auf (realwirtschaftliche) Fundamentalfaktoren zurückgreifen (z. B. REER oder BEER).

3. Die Zukunft des Weltwährungssystems

3.1. Dollar, Renminbi oder Euro?

Die Frage nach den zukünftig bestimmenden Währungen ist vor allem eine Frage nach den wichtigsten Volkswirtschaften bzw. Währungsräumen. In den letzten Jahrzehnten haben sich Umfang und Richtung des internationalen Güter- und Kapitalverkehrs zum Teil deutlich verändert. Dahinter stehen im Wesentlichen der wirtschaftliche Aufstieg und die Öffnung von Ländern wie China, Brasilien oder Indien. Das Kräfteverhältnis in der Weltwirtschaft und auf den globalen Märkten wird sich bis 2050 deutlich verschieben (vgl. Abbildung 5).

Abbildung 5 Die größten Volkswirtschaften im Jahr 2050*



* in Kaufkraftparitäten und konstanten US-Dollar von 2009

Quelle: PwC (2011)

Mit der Verschiebung der Gewichte in der Weltwirtschaft hat sich bereits und wird sich weiterhin auch die Bedeutung von Währungen verändern.

Die wesentlichen Bestimmungsgrößen der Bedeutung einer Währung sind langfristig die Größe eines Währungsraumes, der Offenheitsgrad, die Höhe der Staats- und vor allem der Auslandsverschuldung sowie die Qualität der Institutionen, bestehend aus politischer Stabilität, Rechts- und Investitionssicherheit und der Stabilität des Bankensektors. Auch der Zugang zu wichtigen Rohstoffen kann einem Land und dessen Währung eine besondere Stellung und geopolitische Bedeutung einbringen. Diese Faktoren bestimmen die Höhe und die Richtung des Güter- und Kapitalverkehrs und somit der Devisentransaktionen mit der Währung dieses Landes. Mit der Analyse der Bestimmungsgründe von Devisentransaktionen lassen sich heute, unabhängig von den derzeitigen Währungsturbulenzen, relativ zuverlässig die mittel- und langfristig maßgeblichen Währungen der Weltwirtschaft ableiten.

Im Wesentlichen wird es ein System flexibler Wechselkurse geben und die Anzahl der global wichtigen Währungen wird sich infolge der weiter zunehmenden globalen Vernetzung und zur Senkung der Transaktionskosten auf drei Währungen beschränken: den US-Dollar, den Euro und perspektivisch, sofern konvertibel, den Renminbi (vgl. Eichengreen). Die Idee einer einzigen „Weltwährung“ wird vor allem von Nobelpreisträger Robert Mundell propagiert und geht zurück auf Keynes, der den „Bancor“ vorschlug. Transaktionskosten wären auf ein Minimum reduziert, Wechselkursrisiken gäbe es nicht mehr. Ausgleichsmechanismen für konjunkturelle oder strukturelle Unterschiede fielen damit aber automatisch weg. Dies kann, wie die Euro-Krise zeigt, hohe Anpassungskosten verursachen. Vermutlich würden von Zeit zu Zeit immer wieder Länder eigene Währungen einführen. Mundell sieht die Notwendigkeit eines neuen Weltwährungssystems, da die jüngsten Krisen, angefangen von der Asienkrise 1997 bis zur globalen Finanzkrise 2008/2009 allesamt letztlich auf extreme Wechselkurschwankungen zurückzuführen seien. Er schlägt zwischen Dollar, Euro und Renminbi ein System fester Wechselkurse vor (vgl. Mundell, 2011). Feste Wechselkurse zwischen den drei großen Währungsräumen verliehen der Weltwirtschaft große Sicherheit und stellten einen „Anker“ dar. Bei synchroner Konjunktur könnte in den drei Währungsräumen „ähnliche“ Geldpolitik betrieben werden. Andererseits ist für „große“ Volkswirtschaften gerade die Binnenstabilität und das „interne Gleichgewicht“, also hohe Beschäftigung und Preisniveaustabilität, gegenüber der Wechselkursstabilität und dem „externen Gleichgewicht“ bedeutsamer.

Perspektivisch wird es drei bestimmende Währungsräume und somit Währungen geben: den US-Dollar, den Renminbi und den Euro.

Schon heute findet der weitaus größte Teil des internationalen Handels zwischen den USA, Europa und Asien (darunter vor allem China) statt, wobei der Handel innerhalb der Regionen den Handel zwischen den Regionen dominiert, was wiederum auf regionale Währungsverbünde neben den drei großen Währungen Dollar, Euro und Renminbi schließen lässt (vgl. Tabelle 5 auf Seite 14). Aufgrund der immer stärkeren Vernetzung wird sich die „optimale“ Anzahl der Währungen weiter reduzieren. Neben den drei großen Währungen wird es einige weitere Währungen von großen Volkswirtschaften geben, wie z.B. den brasilianischen Real oder die indische Rupie. Alle kleineren Volkswirtschaften werden sich zu regionalen Währungsverbünden zusammenschließen oder ihre Währung an eine der drei großen Währungen binden. Globalisierung hat nicht nur zu einem wirtschaftlichen Aufstieg vieler Entwicklungs- und Schwellenländer geführt, der steigende Offenheitsgrad, der Abbau von Zoll- und Handelsschranken sowie die steigende Mobilität von Kapital und zunehmend auch von Arbeit haben Länder auch stärker miteinander vernetzt. Dadurch sind größere Wirtschaftsregionen entstanden, welche die Voraussetzungen erfüllen, um zukünftig auch einheitliche Währungsräume darzustellen. Solche „natürlichen“ Währungsräume finden sich beispielsweise in Südostasien oder in Lateinamerika, insbeson-

Tabelle 5 Handel von...mit... (in Mrd. US Dollar, 2011)*

	Afrika	Asien	Commonwealth	Süd- und Mittelamerika	Europa	Mittlerer Osten	Nordamerika	Summe
Afrika	77	146	2	19	205	21	102	572
Asien	152	292	110	89	922	242	906	2.713
Commonwealth	12	117	154	11	409	24	34	761
Süd- und Mittelamerika	21	169	8	200	138	18	140	694
Europa	199	639	234	119	4.667	194	480	6.532
Mittlerer Osten	38	660	6	10	158	110	107	1.089
Nordamerika	37	476	15	201	382	63	1.103	2.277
Summe	536	2.499	529	649	6.881	672	2.872	14.638

* Zeile: Exporte an..., Spalte: Importe aus...; Quelle: WTO (2012)

dere dort, wo die Sprachbarrieren sich zunehmend abbauen. Aufstrebende und wichtige Volkswirtschaften werden neben den bekannten BRIC-Ländern auch Mexiko, Indonesien, Nigeria oder die Türkei (MINT) sein.

Mittelfristig wird das währungspolitische Geschehen vor allem durch zwei Probleme bestimmt:

1. Wie lässt sich das Ungleichgewicht zwischen den USA und China abbauen, ohne eine „harte Landung“, also eine schockartige Anpassung zu erleiden, die zu heftigen und länger andauernden makroökonomischen Verwerfungen führen würde?
2. Wie lässt sich zu einer nachhaltigen Lösung, d.h. dauerhaften Stabilisierung der Eurozone gelangen? Ein Scheitern des Euro hätte womöglich eine globale Rezession zur Folge.

Das globale Ungleichgewicht zwischen den USA und China ist eines der zentralen währungs-politischen Probleme der Weltwirtschaft.

Eine Korrektur ist mittelfristig unausweichlich, die Frage ist indes, ob es eine schockartige oder allmähliche Anpassung geben wird. Mehrere Szenarien sind denkbar. Es ist möglich und sogar wahrscheinlich, dass China den Renminbi langsam aufwerten wird, die Sparquote sinkt und der Binnenkonsum bzw. die inländische Absorption steigt. Dadurch würde sich der Exportüberschuss Chinas reduzieren und der Aufbau der Währungsreserven verlangsamen oder sogar abbauen. Alternativ bzw. hierzu ergänzend müssen die USA ihre derzeit sehr niedrige Sparquote erhöhen und den Dollar abwerten, um das Leistungsbilanzdefizit zu verringern (bei „normaler“ Reaktion der Leistungsbilanz – sogenannte „Marshall-Lerner-“ oder „Robinson-Bedingung“). Nach Simulationsrech-

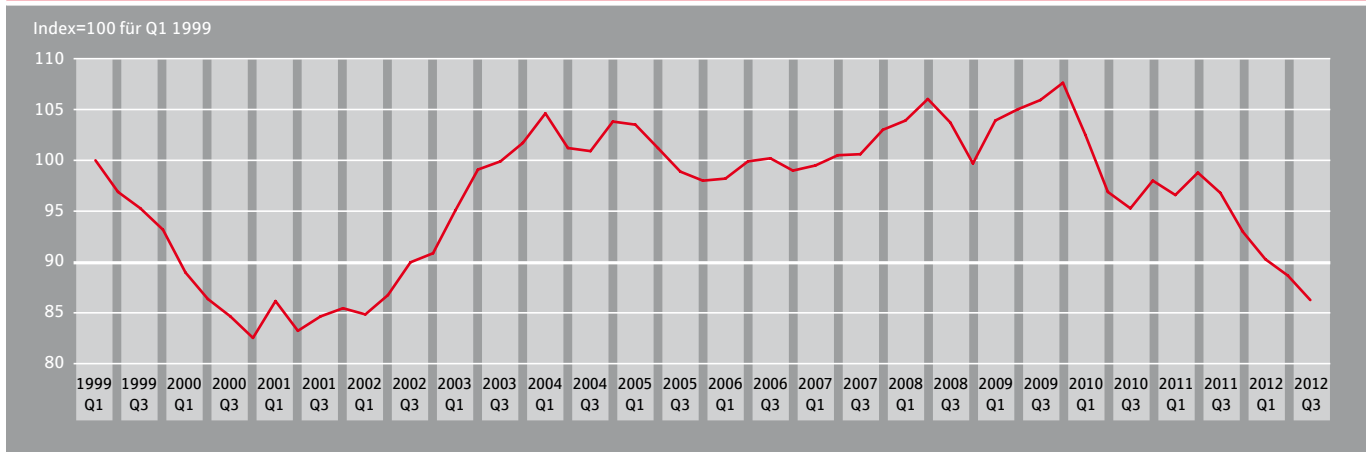
nungen von Obstfeld und Rogoff ist eine Abwertung des Dollar von rund 25 Prozent erforderlich, um die Auslandsverschuldung der USA auf ein langfristig tragfähiges Niveau zu verringern. Erwarten die Märkte eine schnelle Abwertung, könnte sich dieser Prozess durch Spekulation krisenartig zuspitzen.

Die Lösung der Eurokrise ist die zweite währungspolitische Frage mit weltwirtschaftlicher Relevanz.

Hier sind verschiedene Szenarien denkbar, die zum Teil sehr unterschiedliche, aber immer grundlegende Folgen haben würden. Die möglichen Szenarien reichen nach wie vor von einem Zusammenbruch des Euro über eine Verkleinerung der Eurozone bis hin zu einer vertieften wirtschaftlichen und politischen Integration in Europa. Klar ist bislang nur, dass die bisherigen Maßnahmen kaum ausreichen werden, die Eurozone dauerhaft zu stabilisieren. Es gilt, eine Lösung zu finden, die in dem Sinne stabil ist, dass kein Mitgliedsland ein Interesse daran hat, von diesem institutionellen Arrangement abzuweichen. Interessanterweise ist der Euro sowohl von der Binnenwertstabilität – die Europäische Zentralbank hat ihr Inflationsziel von „unter, aber nahe 2 %“ weitgehend eingehalten – als auch von der Außerwertstabilität her durchaus eine stabile Währung. In Abbildung 6 ist der reale effektive Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen der zwanzig wichtigsten Handelspartner der Eurozone dargestellt. Deflationiert wurde mit den jeweiligen Lohnstückkosten. Ein höherer Indexwert zeigt eine reale Aufwertung (eine geringere preisliche Wettbewerbsfähigkeit), ein niedrigerer Wert eine Abwertung (eine höhere preisliche Wettbewerbsfähigkeit) an.

Die Euro-Krise hat ihre Ursache in dem Zusammenschluss relative heterogener Volkswirtschaften zu einem Währungsraum. Die Eurozone erfüllt derzeit nicht alle Voraussetzungen für eine ge-

Abbildung 6 Realer effektiver Wechselkurs des Euro



Quelle: Europäische Zentralbank (2013b)

meinsame Währung und eine einheitliche Geldpolitik. Asymmetrische Schocks können nicht mehr durch Zins und Wechselkurs ausgeglichen werden; es kommt zum Aufbau von internen Ungleichgewichten in Form von Leistungsbilanzdefiziten und Staatsverschuldung. In diesem Sinne bildet die Eurozone einen „nicht-optimalen Währungsraum“ (vgl. Mundell, 1961), in dem es an Ausgleichsmechanismen fehlt. Um einen nicht-optimalen Währungsraum zu stabilisieren, müssen übergangsweise die Kosten und Nutzen einer gemeinsamen Währung umverteilt und langfristig strukturelle Konvergenz erzielt werden (vgl. Bräuninger et al., 2013, Straubhaar/Vöpel, 2012). Permanente Interventionen der EZB würden zu einer Inflationsunion, bestehende Fehlanreize zur Umgehung notwendiger Strukturereformen zu einer Schuldenunion führen. Die wichtigsten Szenarien für die Zukunft des Euro werden nachfolgend ausführlicher behandelt.

3.2 Szenarien zur zukünftigen Bedeutung des Euro

3.2.1 Ein Europa ohne Euro

Eine der wesentlichen Säulen der europäischen Integration ist der Europäische Binnenmarkt. Durch den Abbau von Handelsbeschränkungen und die Freizügigkeit von Kapital und Arbeit sind wesentliche rechtliche Voraussetzungen für einen vertieften Integrationsprozess gelegt worden. Die Idee, den europäischen Binnenmarkt durch eine gemeinsame Währung gewissermaßen zu „krönen“, war primär politisch motiviert. Mit ihr verband sich die Hoffnung, den notwendigen und angestrebten Konvergenzprozess zu beschleunigen. Die ökonomischen Bedingungen für eine gemeinsame Währung erfordern jedoch eine faktische, nicht allein rechtliche Faktormobilität. Zugleich hat der Zusammenschluss zu einer „Schicksalsgemeinschaft“ zu Fehlanreizen beigetragen. Die hohen systemischen Risiken eines Zusammenbruchs des Euro haben die Mitgliedsländer davon abgehalten, notwendige Strukturereformen auf den Weg zu bringen, weil sie den

Bailout und die Haftungsgemeinschaft für nationale Schulden antizipierten. Aufgrund dieser institutionellen Konstellation der Eurozone ist heute nach wie vor nicht auszuschließen, dass der Euro am Ende doch noch scheitern könne.

Der Zusammenbruch des Euro würde den Binnenmarkt zunächst nicht in Frage stellen.

Die Handelsbeziehungen und die Vorteile eines gemeinsamen Marktes in Europa müssten nicht zwingend neaktiv davon berührt sein. Ebenso denkbar ist allerdings, dass ein Scheitern des Euro erhebliche Kollateralschäden sowohl wirtschaftlich als auch politisch auf den weiteren Integrationsprozess haben könnte. Mehr noch: Europa könnte sogar weit hinter den heute erreichten Stand zurückfallen – mit unkalkulierbaren Kosten und aus heutiger Sicht hypothetischen Folgewirkungen. Eine solche Entwicklung hätte auch negative Wirkungen auf den intra-europäischen Handel, was insbesondere für Deutschland erhebliche wirtschaftliche Konsequenzen nach sich zöge (vgl. Kasten zum Handel auf Seite 16).

Gerade in der Finanzkrise von 2008/09 wäre es wohl sehr wahrscheinlich gewesen, dass es in einem Europa mit vielen nationalen Währungen zu einem Abwertungswettlauf, zumindest aber zu erheblicher Volatilität bei den Wechselkursen mit hohen Absicherungs- und Transaktionskosten gekommen wäre. Dies konnte durch den gemeinsamen Euro verhindert werden. Insofern ist zu abwägen zwischen der Fähigkeit, mit mehreren nationalen Währungen einen Wechselkursmechanismus zur Anpassung an asymmetrische konjunkturelle Schocks bereitzustellen, und der Reduzierung von Transaktionskosten im Falle eines gemeinsamen Binnenmarktes. Gerade wegen des hohen intra-europäischen Handels ist Wechselkursstabilität ein wichtiger Faktor für den gemeinsamen Binnenmarkt. Die Vorteilhaftigkeit einer gemeinsamen Währung zeigt sich nicht in guten oder schlechten Zeiten, sondern muss sich im Durchschnitt der Jahre erweisen.

Kasten 3 Handel in und mit der EU

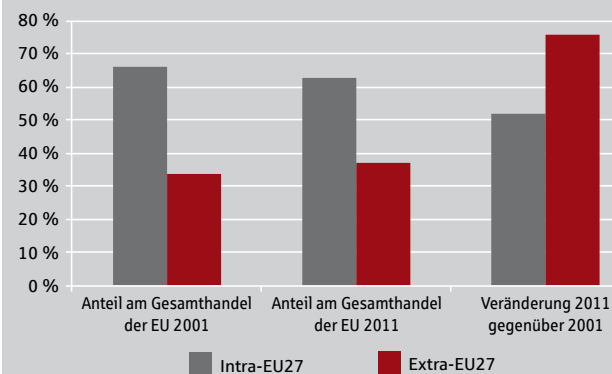
Eine gemeinsame Währung zu haben, ist dann sinnvoll, wenn intensive Handelsbeziehungen zwischen den Mitgliedsländern eines Währungsverbundes bestehen. In diesem Fall profitiert der Handel von geringen Transaktionskosten infolge des Wegfalls von Wechselkursschwankungen. Der Intra- und Extra-EU27-Handel hat sich in den letzten Jahren wie folgt entwickelt: Der Intra-EU27-Handel macht gegenüber dem Extra-EU27-Handel immer noch den weitaus größeren Anteil am Gesamthandel aus. Während der der Extra-EU27-Handel innerhalb von zehn Jahren um rund 75% gestiegen ist, nahm der Intra-EU27-Handel – obwohl von einem höheren Niveau ausgehend – immerhin noch um rund 50% zu. Der Anteil des Extra-EU27-Handels am Gesamthandel der EU ist dadurch leicht von rund 66% im Jahr 2001 auf rund 63% im Jahr 2011 gesunken (vgl. Abbildung 7). Innerhalb der EU hat Deutschland mit über 20% den größten Anteil am Intra-EU27-Handel.

Im Extra-EU27-Handel haben sich deutliche Verschiebungen innerhalb der letzten zehn Jahre ergeben. China hat gegenüber den USA in der Bedeutung als Handelspartner der EU-27 sowohl im Import als auch im Export deutlich aufgeholt (vgl. Abbildung 8).

3.2.2. Der Euro als Weltwährung

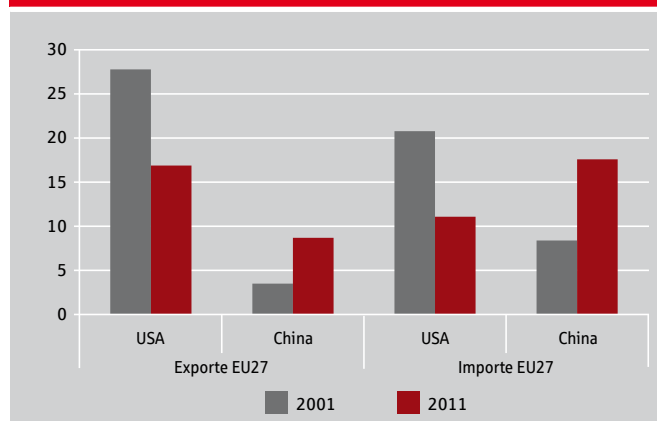
Das diametral entgegengesetzte Szenario zum Zusammenbruch des Euro ist eine Vertiefung und Ausweitung des europäischen Integrationsprozesses. Davon ist Europa derzeit noch ein gutes Stück entfernt, da viele politische und verfassungsrechtliche Voraussetzungen noch nicht vollständig erfüllt sind. Die Stabilität des Euro hängt aber wesentlich an der Akzeptanz der politischen Maßnahmen zur Rettung des Euro durch die Bürger Europas. Die verfassungsrechtliche Legitimation ist daher eines der vordringlichsten Probleme für eine nachhaltige Lösung der Euro-Krise. Die Eurozone kann daher nicht vom derzeitigen Status-quo in einen solchen stabilen Zustand springen, sondern muss diesen Prozess sequentiell durch konsistente und insoweit glaubwürdige Maßnahmen heute einleiten. Auf diesem Weg kann auch eine Fiskalunion notwendig werden. Richtig verstanden und institutionell ausgestaltet, kann sie die beste Alternative zu einer Inflationsunion (ein permanentes Akkommodieren und Monetisieren der strukturellen Defizite durch die Europäische Zentralbank) und einer Schuldenunion (Durchführen eines Bailouts von Zeit zu Zeit) sein. Dies setzt voraus, dass neben einem fiskalischen Ausgleichssystem zur Abmilderung asymmetrischer konjunktureller Schocks auch die strukturelle Konvergenz vorangetrieben wird. Um strukturelle Maßnahmen durchsetzen zu können, braucht die Eurozone entweder eine Ausschlussoption oder ein zentrales Eingriffsrecht. Eine Ausschlussoption würde bedeuten, die systemischen Risiken einer Ansteckung zu reduzieren, etwa

Abbildung 7 Entwicklung des Intra- und Extra-EU27-Handels



Quelle: Eurostat (2013)

Abbildung 8 Die wichtigsten Handelspartner der EU27



Quelle: Eurostat (2013)

durch eine Bankenunion. Für ein zentrales Eingriffsrecht in nationale Souveränität fehlt derzeit die verfassungsrechtliche Legitimation. Realistisch betrachtet, befindet sich die Eurozone davon derzeit noch ein gutes Stück entfernt.

Nach diesem Szenario, das ebenso wie das vorherige viele Unwägbarkeiten enthält, wächst Europa weiter zusammen und bildet perspektivisch mit weiteren beitretenden Ländern Osteuropas einen starken Währungsraum. Ein solches Europa verfügte über eine größere Unabhängigkeit, es agierte wie eine große Volkswirtschaft, die Zinssätze, Preise und Handelsströme beeinflussen könnte und infolge des größeren wirtschaftlichen Gewichts in der Welt eine größere Verhandlungsmacht besäße, um weltwirtschaftliche Entwicklungen strategisch zu beeinflussen und gemeinsame Werte zu vertreten. Fraglos ist die wirtschaftliche Bedeutung eines Landes und speziell eines Währungsraumes mit zentralen exekutiven Befugnissen maßgeblich auch für den außenpolitischen, handelspolitischen und auch geopolitischen Einfluss.

Kasten 4 Währungssysteme und Währungskrisen

Die Währungsgeschichte hat eine Reihe von unterschiedlichen Währungssystemen durchlaufen. In den Anfängen bezog Geld seinen Wert aus dem Materialwert, etwa Gold oder Silber. Später ging man über zu einer Voll-, danach Teildeckung von Papiergeld („fiat money“) durch Gold. Im 19. und zu Beginn des 20. Jahrhunderts war der Goldstandard das bestimmende Währungssystem. Währungen waren zu einem festen Kurs an Gold und somit auch untereinander fixiert. Bei Abweichungen kam es durch Arbitrage zu Veränderungen der Goldreserven und somit der Geldmenge in den Ländern. Die Folge waren Inflation und Deflation, was schließlich zum Ende des Goldstandards führte (vgl. Eichengreen, 2000).

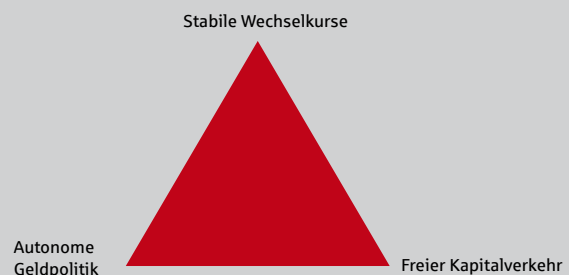
Nach einer Phase flexibler Wechselkurse wurden nach dem Zweiten Weltkrieg im Bretton-Woods-System die Währungen vieler wichtiger Währungen mit einem festen Kurs aneinander angebunden. In einem solchen Verbund fester Wechselkurse kann nur noch eine Zentralbank autonome Geldpolitik betreiben, alle anderen sind verpflichtet, durch entsprechende Interventionen den festen Wechselkurs zu stützen. Dies kann jedoch bei sehr unterschiedlicher Konjunktur sehr hohe Kosten in Form von Arbeitslosigkeit oder Inflation erzeugen. Im Bretton-Woods-System war der US Dollar diese „Leitwährung“, die eine autonome Geldpolitik betreiben konnte. Das Bretton-Woods-System wurde 1973 aufgelöst und durch ein System überwiegend flexibler Wechselkurse ersetzt. Grundsätzlich besteht für jedes System fester Wechselkurse das währungspolitische Zieltrilemma: Von den drei Zielen „stabile Wechselkurse“, „autonome Geldpolitik“ und „freier Kapitalverkehr“ lassen sich immer nur höchstens zwei realisieren (vgl. Abbildung 9).

Häufig haben Länder ihre Währung einseitig an eine andere Währung gekoppelt, etwa Argentinien mit einem Currency Board an den US Dollar. In der Europäischen Währungs-

schlange war das britische Pfund an die D-Mark gebunden. Als der Wechselkurs für Großbritannien für die Märkte erkennbar nicht zu halten war, wurde eine Abwertung des Pfund erwartet und schließlich durch die Märkte erzwungen (dies ist vor allem mit dem Namen George Soros verbunden). Die Bank of England verlor bei dem Versuch, den Kurs zu stützen, immer mehr Devisenreserven. Schließlich kam es tatsächlich zu einer massiven Abwertung.

Währungskrisen treten häufig in Kombination mit Zahlungsbilanz-, Schulden- und Banken Krisen auf. Ein bekanntes und eindrucksvolles Beispiel hierfür ist die „Asienkrise“ von 1997. Ein instabiler Bankensektor, fehlende Fristenkongruenz, hohe Staatsverschuldung, politische Korruption und unzureichende Devisenreserven haben zu einer panikartigen, sich selbst verschärfenden Kapitalflucht und einem sich beschleunigenden Abzug der zuvor in hohen Mengen den asiatischen „Tigerstaaten“ zufließenden Portfolioinvestitionen geführt. Diese Entwicklungen haben am Ende eine massive Abwertung der Währungen der betroffenen Länder bewirkt. Es dauerte lange, bis das Vertrauen in die Stabilität dieser Länder und ihrer Währungen zurückkehrte.

Abbildung 9 Das währungspolitische Trilemma



Quelle: eigene Darstellung

Folgende Argumente sprechen eher für das zweite Szenario, eine vertiefte europäische Integration:

- Europa muss den Schritt hin zu einer Vertiefung der politischen und fiskalischen Union früher oder später ohnehin tun. Einen optimalen Zeitpunkt gibt es dafür nicht.
- Eine Renationalisierung würde den europäischen Einigungsprozess um Jahre zurückwerfen. Zwar ist der freie Europäische Binnenmarkt auch ohne gemeinsame Währung garantiert, es ist jedoch nicht auszuschließen – und vermutlich sogar wahrscheinlich –, dass ein Zusammenbruch der Währungsunion diesbezüglich erhebliche Kollateralschäden verursachen würde.

Ohne gemeinsame Währung wäre es bereits in den letzten Jahren zu einem Abwertungswettlauf zwischen den europäischen Währungen und erheblichen Störungen auf den binnenwirtschaftlichen Gütermärkten gekommen.

- Die politische und ökonomische Bedeutung Europas lässt sich in einer „globalisierten“ polypolaren Welt leichter mit einem stärker integrierten Europa als mit vielen Einzelstaaten erhalten. Dazu zählen die Durchsetzung und der Schutz von Werten sowie die Stärke der Verhandlungsposition Europas in globalen Fragen (Zugang zu Rohstoffen, Energieversorgung, Klimawandel etc.).

4. Ein starker Euro für globale Währungsstabilität

Die Weltwirtschaft befindet sich in einer Phase gravierender Probleme und Fragen. Die Euro-Krise ist nach wie vor nicht gelöst, die globale Finanzkrise wirkt weiter nach, viele Länder müssen sich konsolidieren, globale Ungleichgewichte korrigiert werden. Dies sorgt für Unsicherheit über den Fortgang der Globalisierung und erzeugt hohe Volatilität auf den Finanz- und Devisenmärkten. Hinzu kommt, dass sich die Gewichte in der Weltwirtschaft langfristig verschieben, so dass es zu einer neuen globalen Ordnung kommen wird. Ehemals große Volkswirtschaften wie die USA verlieren tendenziell an relativer Bedeutung, andere Länder, wie China oder Indien, gewinnen an Bedeutung.

Die derzeitige Unsicherheit birgt makroökonomisch die Gefahr, dass Protektionismus zurückkehren könnte und Handelsbeziehungen negativ betroffen wären, und mikroökonomisch, dass reale Investitionsentscheidungen verzerrt werden und der Planungshorizont von Unternehmen sich verkürzt.

Beides kann zu einer Abschwächung des weltwirtschaftlichen Wachstums führen. Schon lange wird die Realwirtschaft kurzfristig von den globalen Finanzmärkten dominiert, nicht immer zum Nutzen der Güter- und Arbeitsmärkte. Insoweit gilt es, die existierenden währungspolitischen Probleme zu lösen und zu einer stabilen Finanzarchitektur und einem stabilen Weltwährungssystem zu kommen. Dies schließt durchaus auch eine Regulierung der Devisen- und Finanzmärkte ein. Systemische Risiken haben infolge der enormen Vernetzung zugenommen. Solche Risiken können nicht durch individuelles Risikomanagement diversifiziert werden, sondern müssen politisch und institutionell beherrschbar gemacht werden.

Für Europa ist es unter diesen Bedingungen umso wichtiger, als bedeutender Währungsraum neben den USA und China Bestand zu haben.

In einer zukünftig bi- oder sogar polypolaren Weltwirtschaft mit den USA und China als Global Player kann Europa mit dem Euro als global wichtige Währung viele der strategischen Zukunftsfragen, von der Handelspolitik bis hin zu Fragen des Klimawandels oder des Zugangs zu Energie und Rohstoffen, wirtschaftlich, politisch und geopolitisch mit hoher Sicherheit eine maßgeblichere Rolle spielen als ohne Euro. Vor diesem Hintergrund ist es wichtig, eine schnelle und vor allem nachhaltige Lösung für die Euro-Krise zu finden. Die Euro-Krise ist nicht nur einer der wesentlichen Gründe für die derzeitigen Währungsturbulenzen. Umgekehrt kann ein starker Euro ein „sicherer Hafen“ und ein stabilisierender „Anker“ für das globale Währungssystem sein – zwei Argumente also, die zeigen, dass sich eine Rettung des Euro lohnen kann.

Literaturverzeichnis

BIS (Bank for International Settlements) (2010): Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Activity 2010, Basel.

Bräuninger, M., Straubhaar, T., Vöpel, H., Wilke, C., Winkeljohann, N. (2013): Chancen und Risiken einer Fiskalunion, Frankfurt am Main.

The Economist (2013): World in Figures, London.

Eichengreen, B. (2000): Vom Goldstandard zum EURO: Die Geschichte des internationalen Währungssystems, Berlin.

Eichengreen, B./Mathieson, D.J. (2000): The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect, IMF Working Paper, WP/00/131, 2000.

Eurostat (2013): http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/international_trade/data/main_tables

EZB (Europäische Zentralbank) (2013a): <http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html>

EZB (Europäische Zentralbank) (2013b): http://www.ecb.int/stats/exchange/hci/html/hci_ulct_2012-07.en.html

Goldman Sachs (2012): Goldman Sachs BRICs Portfolio. Im Fokus, Frankfurt am Main.

IMF (International Monetary Fund) (2012): Annual Report 2012. Working Together TO Support Global Recovery, Washington D.C., 2012.

Lim, E.G. (2006): The Euro's challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER, IMF Working Papers, WP/06/153, 2006.

Lim, E.G. (2007): Do Reserve Portfolios Respond to Exchange Rate Changes Using a Portfolio Rebalancing Strategy? An Econometric Study, IMF Working Paper, WP/07/293, 2007.

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

Mundell, R. (2011): www.ftd.de/politik/konjunktur/mundell

Obstfeld, M./Rogoff, K. (2004): The Unsustainable U.S. Current Account Position Revisited, NBER Working Paper Nr. 10869.

Obstfeld, M./Rogoff, K. (2005): Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments, Brookings Papers on Economic Activity, I: 2005.

Obstfeld, M./Rogoff, K. (2009): Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes, Working Paper, <http://elsa.berkeley.edu/~obstfeld/santabarbara.pdf>.

PwC (2011): The World in 2050, London, http://www.pwc.com/en_GX/gx/world-2050/pdf/world-in-2050-jan-2011.pdf

Straubhaar, T./Vöpel, H. (2012): Political Stabilization and Institutional Adjustment. The Next Stage of the European Monetary Union, Politico Exterior, 12/2012, 126–133.

Wooldridge, P.D. (2006): The changing composition of official reserves, BIS Quarterly Review, 2006.

WTO (World Trade Organization) (2011): WTO Annual Report 2011, Genf.

WTO (2012): International Trade Statistics 2012, Genf.

Impressum

Herausgeber: Hamburger Sparkasse AG
Unternehmenskommunikation
Wikingergweg 1
20537 Hamburg
www.haspa.de

Marcus-Andree Schoene
Tel.: 040 35 79-36 26
marcus-andree.schoene@haspa.de

Verfasser:  Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut
gemeinnützige GmbH (HWWI)
Tel.: +49 (0) 40 34 05 76-334
Email: voepel@hwwi.org

Autoren: Prof. Dr. Henning Vöpel

Gestaltung: www.mediengestaltung-doehren.de

Titelfoto: © iStockphoto / narvikk

Erhebung: Hamburg, April 2013

Haftungsausschluss

Wir haben uns bemüht, alle in dieser Studie enthaltenen Angaben sorgfältig zu recherchieren und zu verarbeiten. Dabei wurde zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben kann daher keine Gewähr übernommen werden.

