

**WIFO**

ÖSTERREICHISCHES INSTITUT  
FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG

 **WORKING PAPERS**

**Vom Bancor zum Euro.  
Und weiter zum Intor?**

Heinz Handler

317/2008

# Vom Bancor zum Euro. Und weiter zum Intor?

Heinz Handler

WIFO Working Papers, Nr. 317  
März 2008

# Vom Bancor zum Euro. Und weiter zum Intor?

Heinz Handler

Beitrag für das Europagespräch an der Universität Hildesheim, 22.10.2007

## Abstract

Die vorliegende Arbeit geht der Frage nach, welche Parallelen zwischen dem Bretton-Woods-System (BWS) und der Eurozone bestehen und wie sich das internationale Währungssystem weiter entwickeln wird. Die Wurzeln des BWS liegen im Goldstandard, im Keynes-Plan und insbesondere im White-Plan. Keynes konnte sich zwar nicht in Bretton Woods durchsetzen, sein Plan spielte aber in der späteren Kritik am BWS und in der Gestaltung der Europäischen Währungsunion eine nachhaltige Rolle. Leitmotiv war hier wie im BWS, dass für die zwischenstaatlichen Wirtschaftsbeziehungen fixe Wechselkurse vorteilhafter seien als flexible Kurse. Im BWS sollte dies durch eine Koordination der Wirtschaftspolitik unter den Mitgliedstaaten, allenfalls auch durch vereinzelte Wechselkursanpassungen erreicht werden. In der Eurozone fällt diese Rolle allein der Politikkoordination zu. Bisher sind die Erfahrungen mit der europäischen Währungsunion per Saldo positiv, sie können für die monetäre Integration in anderen Teilen der Welt genützt werden. Darüber hinaus fließen Erfahrungen aus der Eurozone in die Diskussion um eine Reform des Weltwährungssystems ein. Ob allerdings der Erfolg des Euro die Idee zur Entwicklung einer einheitlichen Weltwährung unterstützt, ist angesichts der unterschiedlichen politischen und wirtschaftlichen Zielsetzungen der Weltwährungsblöcke mehr als fraglich.

The current paper analyses the similarities between the Bretton Woods system (BWS) and the Eurozone and looks into the future of the world monetary system. The gold standard, the Keynes Plan and the White Plan are identified as the most important sources of ideas that formed the BWS. Although Keynes was not particularly successful in Bretton Woods, his plan played a decisive role later on in the critique of the BWS as well as in the design of the European Monetary System. Either system was based on the concept of fixed exchange rates which were seen as more apt for international economic relations than flexible rates. In the BWS, fixed rates were seen to be achieved by coordinating economic policies of member states and by sporadic realignments of exchange rates. In the eurozone, only policy coordination is available to fulfil this function. The favourable experience made so far with the euro may be utilised for monetary integration in other parts of the world. The eurozone is also considered good practice for any reform of the international monetary system. Given the diverging political and economic goals of the major currency blocks, it may be questioned, however, whether the success of the euro also furthers the idea of developing a single world currency.

**Key Words:** Gold standard, Bretton Woods system, European monetary integration, future of the international monetary system

## 1. Einleitung

Was haben der Bancor und der Euro miteinander zu tun? Zunächst scheint es so, als stünden die beiden Begriffe jeweils für eine ganz unterschiedliche Epoche der Währungsgeschichte: der Bancor für den Versuch, aus den Trümmern des Zweiten Weltkriegs ein multilaterales Weltwährungssystem zu bauen, der Euro für den selbstbewussten Akt eines sich einigenden Europas, dem regionalen Integrationsprozess die Krone aufzusetzen. Beide Begriffe entstammen europäischem Denken, der Bancor als britische und der Euro als kontinentaleuropäische Idee. Für den hier beabsichtigten zeitlichen Brückenschlag ist aber auch von Bedeutung, dass am Beginn der betrachteten Periode ein amerikanischer Pol und an deren Ende ein europäischer Pol steht.

Die *vorliegende Arbeit* versucht, die Ideen, die zur Gründung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) mit der Einheitswährung Euro führten, zu den Diskussionen gegen Ende des Zweiten Weltkriegs um die Errichtung des Währungssystems von Bretton Woods (BW) in Bezug zu setzen. Damals wurde von John Maynard Keynes, dem Leiter der britischen Verhandlungsdelegation, die Forderung nach Einführung einer weltweit geltenden Verrechnungswährung ("Bancor") erhoben. Keynes setzte sich allerdings nicht gegen die US-Delegation unter Leitung von Harry Dexter White durch, die das weniger ambitionierte Modell einer Weltwährungsordnung auf Basis fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse zwischen den wichtigsten nationalen Währungen propagierte.

Wie an Hand der Geschichte der WWU zu zeigen sein wird, haben die Argumente von damals nichts an Aktualität verloren. In der währungspolitischen Diskussion unter Ökonomen und Politikern geht es auch heute noch um die grundsätzliche Frage, ob und unter welchen Prämissen fixen oder flexiblen Wechselkursen der Vorzug zu geben ist. Die Antwort ist bestimmend für die zu errichtenden Institutionen und zu verfolgenden Politiken. Die europäische Währungsintegration hing aber nicht nur von theoretischen Argumenten und von der internationalen Währungsentwicklung ab, sondern vor allem von der politischen Entwicklung des Kontinents seit dem 2. Weltkrieg.

In den folgenden Kapiteln werden zunächst die Diskussion um das Währungssystem von BW zusammengefasst und wichtige weiterwirkende Ergebnisse herausgestrichen (Kapitel 2). Daran schließt eine Darstellung und Beurteilung der akademischen Auseinandersetzung über fixe vs. flexible Wechselkurse sowie über die Voraussetzungen zum Entstehen von optimalen Währungszonen an. Ergänzt wird dies durch einen synoptischen Überblick über Vorschläge zur Einführung einer Weltwährung (Kapitel 3). Im Kapitel 4 wird der Bezug zu Europa hergestellt und auf die Auseinan-

dersetzung zwischen Ökonomen und Monetaristen eingegangen, die schließlich in der Gründung der WWU gipfelte. Es werden die Unterschiede zum BW-System (BWS) herausgestrichen und die Frage gestellt, ob die WWU als optimale Währungszone gelten kann. Kapitel 5 erweitert den Bogen, indem die anhaltende Diskussion zur Reform des Internationalen Währungsfonds (IWF) und des gegenwärtigen Weltwährungssystems dargestellt wird. Dabei wird auch erörtert, welche Chancen einem weltweiten Fixkursystem und allenfalls einer einheitlichen Weltwährung zuzubilligen sind. Kapitel 6 enthält einige Schlussfolgerungen.

## **2. Bretton Woods: Kein Erfolg für den Bancor**

### *Der Goldstandard als Hintergrund für die Bretton-Woods-Verhandlungen*

Hintergrund für die Neuordnung des Weltwährungssystems im Jahr 1944 waren die Hyperinflation im Europa der 1920er Jahre, der Isolationismus und die folgenden Abwertungswettläufe sowie die Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre, anhaltende Instabilität sowie die wirtschaftlichen Folgen des Zweiten Weltkrieges. Die Vorkriegs- und Kriegsjahre waren eine Periode der "Desintegration des Geld- und Finanzsystems" (Siebert 2006), gefolgt vom Wunsch nach einer Neuordnung der internationalen Währungsbeziehungen auf der Basis fester Wechselkurse.

Die währungspolitischen Konzepte des 20. Jahrhunderts sind daher nicht ohne Rückblick auf den internationalen *Goldstandard* zu verstehen, der schon seit Anfang des 19. Jahrhunderts in Großbritannien, der damals führenden Weltwirtschaftsmacht, galt: 1821 wurde die Bank of England verpflichtet, ihre Banknoten bei Bedarf zu einem fixen Preis gegen Goldmünzen einzutauschen, 1844 wurde dies im Bank Charter Act durch Deckungsklauseln abgesichert. Mitte des Jahrhunderts schlossen sich zunächst Portugal und nach dem deutsch-französischen Krieg von 1870/71 auch das Deutsche Reich und andere wichtige Industrie- und Handelsstaaten unter Aufgabe des Bimetallismus (z.B. Frankreich) oder der Silberwährung (z.B. in deutschen Ländern, Skandinavien und Russland) dem Goldstandard an, der dann bis 1914 die Weltwährungspolitik dominierte. Österreich-Ungarn und Italien übernahmen den Goldstandard zwar nicht offiziell, banden ihre Währungen aber an jene der Goldstandard-Länder. In den USA bestand die Goldwährung de facto seit 1879, in Asien schlossen sich Japan (1897), Indien, Ceylon und Siam an und in Lateinamerika Mexiko, Argentinien, Peru und Uruguay. Die dominierende Rolle Großbritanniens in diesem System erklärt sich aus seiner wirtschaftlichen Stärke (Kolonialpolitik, keine nennenswerten Kriege), die das Pfund Sterling zu einer Weltreservewährung und die Bank of England zur Depotbank für die Währungsreserven vieler Länder aufsteigen ließ.

Der Goldstandard war das erste international gültige Währungssystem mit partieller Golddeckung des Papiergeldes. Im Gegensatz zum späteren BWS kannte es keinen multilateralen Vertrag, sondern war historisch gewachsen und von der internationalen Solidarität einer begrenzten Zahl von wichtigen Staaten getragen. Die am Goldstandard teilnehmenden Länder garantierten die Konvertibilität ihrer Währungen in Gold zu einem festgesetzten Preis. Da der Goldhandel unbeschränkt blieb, konnten Tendenzen zu Kursabweichungen vom fixen Goldpreis durch Arbitrage ausgeglichen werden.<sup>1</sup> In der Praxis allerdings intervenierten die Zentralbanken, um durch Zinssatzanpassungen den Kapitalverkehr zu steuern, weshalb der Goldstandard de facto ein *Zinsstandard* war (Eichengreen 2000). Nachteile des Goldstandards lagen in der Abhängigkeit sowohl der internationalen Liquidität als auch der nominellen Wirtschaftsgrößen in den Teilnehmerstaaten vom Umfang der Weltgoldmenge. Als Folge einer ungenügenden Goldproduktion im Vergleich zum Wirtschaftswachstum erlebte Großbritannien zwischen 1873 und 1896 eine Periode der Deflation. Als weiteres Manko wurden die asymmetrischen Vorteile der Gold produzierenden Länder bei Zahlungsbilanzungleichgewichten empfunden.

Zu Beginn des Ersten Weltkriegs brach der Goldstandard wegen der nun erforderlichen Militärausgaben zusammen. Gleichzeitig verlor das Pfund Sterling an Geltung und der US-Dollar setzte zu seiner Entwicklung zur Weltreservewährung an. Die USA waren aber nicht sofort in der Lage, in die frühere Vertrauensstellung Großbritanniens als Währungshort der Welt zu schlüpfen. Großbritannien kehrte 1925 für kurze Zeit wieder zum Goldstandard zurück, und zwar zur Vorkriegs-Goldparität, wodurch das Pfund Sterling zu einer überbewerteten Währung wurde und Großbritannien an Wettbewerbsfähigkeit verlor. In der Genua-Konferenz von 1922 wurde den kleineren Ländern für eine Teilnahme am Goldstandard zudem gestattet, ihren Mangel an Goldreserven durch das Halten von Pfundreserven auszugleichen. Großbritannien musste schließlich – nach der Hyperinflation der 1920er Jahre und dem Zusammenbruch der Wiener Creditanstalt im Mai 1931 mit seinen Folgen für deutsche und ungarische Banken – den Goldstandard wiederum verlassen.

Die im Sommer 1933 in London abgehaltene Weltwährungskonferenz sollte einen Zollabbau, internationale Zusammenarbeit in der Währungspolitik und die Wiedereinführung des Goldstandards bringen, sie schlug aber fehl und endete im Rückzug der wichtigsten Industriestaaten von der internationalen Bühne auf ihre nationalen Wirtschaftsprobleme. Nur die USA kehrten 1934 zum Goldstandard zurück, und zwar mit einer deutlichen Dollarabwertung von 20,67 \$ je Feinunze Gold (bis 1933) auf 35 \$. Dieser Goldpreis überdauerte den Krieg und die Neuordnung der Währungsbezie-

---

<sup>1</sup> Der Goldpreis schwankte nur in dem schmalen Band zwischen dem unteren und dem oberen Goldpunkt, wobei die

hungen nach dem Krieg und hielt schließlich bis zum Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems im Jahr 1971. Für Mundell (2003: 5) wurde daher mit den Beschlüssen von Bretton Woods kein neues System geschaffen, sondern nur der faktische Zustand seit 1934 auf eine breitere Basis gestellt und ratifiziert.

1940 formulierte der deutsche Reichswirtschaftsminister und Präsident der Deutschen Reichsbank, Walther Funk, die *deutschen Vorstellungen* zur Neuordnung der europäischen Währungspolitik nach dem Krieg. Funk entwickelte ein multilaterales Clearingsystem mit festen Wechselkursen ohne Bindung an das Gold und mit der Reichsmark als Leitwährung ("Europäisches Zentral-Clearing"). Für die Handelsbeziehungen mit außereuropäischen Ländern waren Tauschgeschäfte vorgesehen. In Großbritannien wurde Keynes beauftragt, auf diese Vorstellungen aus britischer Sicht zu reagieren. In seinem Konzept einer Weltzentralbank finden sich denn auch einige Grundgedanken von Funk (vgl. Suhr – Godschalk, 1986).

### ***Der Keynes-Plan***

Der Vorschlag von Keynes für die Neuordnung der Währungsbeziehungen nach dem Zweiten Weltkrieg ("Keynes-Plan", "Bancor-Plan") ist nicht nur historisch, sondern auch in seiner Wirkung auf die gegenwärtigen Reformdiskussionen interessant. Die wesentlichen Elemente des Keynes-Plans, der im Entwurf bereits 1942 vorlag (vgl. Keynes 1943, Iwamoto 1997), sind:

- Errichtung einer "*International Clearing Union*" (ICU) zur Verrechnung der internationalen Transaktionen zwischen den Mitgliedstaaten.
- Schaffung der internationalen Währungseinheit "*Bancor*", deren Wert an das Gold gebunden wird, die aber keinen physischen Geldcharakter erhält.<sup>2</sup> Für die nationalen Währungen werden Paritäten in Bancor-Einheiten festgelegt. Für den Bancor ist ein geschlossener Kreislauf vorgesehen, in den zwar mit Gold eingezahlt, nicht aber abgehoben werden kann ("one-way convertibility").
- Defizitländer dürfen ihr Konto zur kurzfristigen Zahlungsbilanzfinanzierung<sup>3</sup> bis zu einer bestimmten *Quote* überziehen. Für Überziehungskredite wird ein gestaffelter Zinssatz (beginnend

---

Bandbreite durch die Lagerungs-, Transport- und Umtauschkosten für Gold bestimmt war.

<sup>2</sup> Keynes dürfte dabei von Silvio Gesell beeinflusst worden sein, der schon 1920 die Gründung einer Internationalen Valuta Assoziation (IVA) vorgeschlagen hatte. Neben den (preisstabilen) nationalen Währungen sollte ein von allen Mitgliedsländern akzeptiertes internationales Zahlungsmittel (die "Iva" – mit fixem Wechselkurs zu den nationalen Währungen) in Umlauf gebracht werden. Ein Zahlungsbilanzungleichgewicht eines Mitglieds würde durch entsprechende Iva-Abflüsse oder -Zuflüsse ausgeglichen werden (vgl. Betz 2002).

<sup>3</sup> Für die langfristige Entwicklungsfinanzierung war die spätere Weltbank vorgesehen.

mit 1% bis zu einem Viertel der Quote) verrechnet, gleichermaßen wird ein "negativer Zinssatz" auf Bancor-Guthaben eingehoben.

Die ICU hätte den Charakter einer *Weltzentralbank* gehabt,<sup>4</sup> bei der die nationalen Zentralbanken der Teilnehmerstaaten Clearingkonten auf Bancor-Basis unterhalten hätten, um Leistungsbilanzungleichgewichte abzurechnen: Für Länder mit Überschüssen in der Leistungsbilanz wären Bancor-Guthaben, für Länder mit Leistungsbilanzdefiziten Bancor-Verbindlichkeiten ausgewiesen worden, wobei als Benchmark für diese Salden die *Quote* des jeweiligen Landes fungiert hätte: Überschritt der jährliche Durchschnittssaldo eines Landes ein Viertel der Quote, so musste es eine Gebühr von 1% an die ICU zahlen, unabhängig davon, ob es Schuldner oder Gläubiger war. Lag der Saldo über der Hälfte der Quote, waren 2% zu entrichten. Die Salden konnten von den Mitgliedern aber auch außerhalb der ICU bilateral ausgeglichen werden, wodurch beide Länder Gebühren an die ICU einsparen konnten.<sup>5</sup> Überschritten die Überschüsse oder Defizite die Quote längerfristig (mehr als ein Jahr) um mehr als die Hälfte, konnte die ICU von Schuldnern eine Abwertung verlangen und den Gläubigern eine Aufwertung vorschlagen.

Diesem *symmetrischen Mechanismus* lag die Idee zugrunde, sowohl die Schuldner als auch die Gläubiger zu motivieren, ihre Salden abzubauen und Liquiditätshortungen zu erschweren. Im Laufe der Verhandlungen zur Errichtung der BW-Institutionen ist diese Idee verloren gegangen, zum Schluss blieb nur der Anpassungszwang für die Schuldner. Bis heute wird dies als einer der wesentlichen Konstruktionsfehler des BWS gesehen.

Keynes wollte mit der ICU und dem Bancor nicht nur ein multilaterales Clearing-System errichten, sondern auch eine Lösung für das Problem der ausreichenden Versorgung mit *internationaler Liquidität* erreichen, indem der internationale Handel vom Gold als Liquiditätsquelle losgelöst worden wäre. Der Anteil eines Landes am Welthandel bestimmte seine Quote bei der ICU, die wiederum als Basis für die Liquiditätsbereitstellung diente. Im Keynes-Plan wären die Währungen der teilnehmenden Staaten erhalten geblieben, aber mit einem festen (wenn auch anpassungsfähigen) Wechselkurs an den Bancor gebunden worden. Da der Goldpreis variabel sein sollte, war der Bancor be-

---

<sup>4</sup> Keynes hatte die Idee einer Weltzentralbank schon früher entwickelt (siehe Keynes 1930) und sich dabei an theoretische Gedanken von Wicksell (1922) angelehnt, der eine "Idealbank" für bargeldlosen Zahlungsverkehr ohne Abhebungsmöglichkeit und ohne Reserveverfordernis konzipiert hatte. Eine solche Bank hat kein Liquiditätsproblem und ist stets zahlungsfähig. Auch in einem weltweiten Währungssystem könnte eine solche Zentralbank auf der Basis einer nicht konvertiblen Währung ohne Liquiditätsprobleme agieren und auf die Reservehaltung verzichten.

<sup>5</sup> Das Konzept, auch die Gläubiger zu belasten, weist Parallelen zu Silvio Gesells Konzept von den Haltekosten auf Bankguthaben ("rostendes Geld") auf (Gesell 1916).

wusst nicht als Rückkehr zum Goldstandard zu verstehen. Schon viel früher hatte Keynes (1913) einem "Goldstandard ohne Gold" das Wort geredet (vgl. Muchlinski 2004: 9).

Tatsächlich hatten die USA kein Interesse an einer neuen Weltwährung, die die Bedeutung des Dollar reduzieren würde, und so ist der Dollar auf der Basis von Gold zunächst die einzige Liquiditätsquelle geblieben (Gold-Devisen-Standard). Erst nach dem Zusammenbruch des BWS und der Einführung des allgemeinen Floatens (1973) hat sich allmählich ein *Multireservestandard* herausgebildet, in welchem auch der Euro eine zunehmend wichtige Rolle spielt.

### ***Der White-Plan***

Für White stand im Zentrum des neuen Weltwährungssystems nicht wie bei Keynes eine Weltzentralbank, sondern eine Institution zur Förderung des Wirtschaftswachstums über eine Ausweitung des Welthandels bei gleichzeitiger finanzieller Stabilität. Zu diesem Zweck schlug er die Gründung eines "*International Stabilization Fund*" (ISF) vor, der zwar auch der Stabilisierung der Wechselkurse und der Verringerung von Zahlungsbilanzungleichgewichten dienen sollte, der jedoch nicht über einen multilateralen Clearing-Mechanismus verfügte. Im Gegensatz zum Keynes-Plan waren die Verpflichtungen gegenüber dem ISF *asymmetrisch* (ohne Beiträge der Gläubigerstaaten), und *Gold* sollte bei der Festlegung der Wechselkurse und in der Bereitstellung von internationaler Liquidität weiterhin eine tragende Rolle spielen. White handelte damit im Sinne seiner Regierung, er war aber auch selbst überzeugt, dass die Bindung des Weltwährungssystems über den Dollar an das Gold die erwünschte Stabilität bringen würde, die er als Voraussetzung für nachhaltiges Wirtschaftswachstum betrachtete.

Der zweite Pfeiler seiner Überlegungen war die *Kontrolle der internationalen Kapitalbewegungen*, damit sie nicht zum Störfaktor für die Entwicklung der internationalen Handelsbeziehungen werden konnten. Hier befand sich White in voller Übereinstimmung mit Keynes. Zu den Aufgaben des Stabilisierungsfonds gehörten die Festlegung der Wechselkurse der nationalen Währungen und das Finanzmanagement der Währungen durch An- und Verkauf. Die Quote bildete für jedes Land die Grenze für Kreditaufnahmen (Kauf fremder Währung durch Hinterlegung eigener Währung). Eine Grundidee des White-Plans war es, das neue Weltwährungssystem durch die internationale Kooperation der wichtigsten Wirtschaftsmächte zu sichern. Er dachte dabei nicht nur an die USA und an

Großbritannien, sondern auch an die Sowjetunion, die zunächst auch an der Konferenz von Bretton Woods teilnahm, letztlich aber im Gefolge des Kalten Krieges nicht IWF-Mitglied wurde.<sup>6</sup>

### ***Gemeinsamkeiten, Unterschiede, Ergebnis***

Unter Ökonomen herrschte damals *Übereinstimmung*, die auch von Keynes und White mitgetragen wurde, dass die nach dem Ersten Weltkrieg begangenen Fehler (mit ihrem Rückfall in den Merkantilismus) nach dem Zweiten Weltkrieg nicht wiederholt werden durften: Hegemonie- und Autarkiebestrebungen mussten vermieden werden, im Sinne von Keynes sollte dem Wirtschaftswachstum ebenso Bedeutung zukommen wie der Stabilität und schließlich sollte der internationale Kapitalverkehr den Welthandel begünstigen und nicht behindern. Konsens zwischen Keynes und White herrschte daher in Bezug auf ein durch internationale Vereinbarungen abgesichertes Regelsystem für Wechselkursstabilität und -anpassungen sowie für die nationale Geldpolitik. White greift dabei bewusst auf den Goldstandard zurück. Er hatte bereits 1935 die Schaffung einer Dollarzone propagiert, um den Einfluss des Pfund Sterling auf die US-Wirtschaft zu beschränken. Keynes vertrat die Auffassung, dass die Wechselkurspolitik international zu koordinieren sei, und zwar auf Basis einer Zielzone und anpassungsfähiger Paritäten (Boughton 1998).

#### *Übersicht 1: Wichtige Unterschiede zwischen Keynes-Plan und White-Plan*

<b>Keynes-Plan:</b>	<b>White-Plan:</b>
Neues Reservemedium „Bancor“ mit Goldbindung (ohne Rückkehr zum Goldstandard)	Nationale Wechselkurse an Gold bzw. \$ binden (Rückkehr zum Goldstandard), Verrechnungseinheit „Unitas“
(Große) Weltzentralbank ICU mit „Lender of last resort“-Funktion, Kapitalausstattung 26 Mrd.\$	(Kleiner) Stabilisierungsfonds ISF ohne „Lender of last resort“-Funktion, Kapitalausstattung 5 Mrd.\$
ZB-Finanzierung mit symmetrischer Anpassung durch Schuldner und Gläubiger	ZB-Finanzierung mit asymmetrischer Anpassung durch Schuldner
Internationale Liquidität durch Bancor-Ausgabe jederzeit gegeben	Internationale Liquidität an Dollarangebot gebunden
Multilaterales Clearing	Bilaterales Clearing

<sup>6</sup> White wurde später wegen seiner Bemühungen um den Beitritt der Sowjetunion zum IWF verdächtigt, als Spion tätig gewesen zu sein.

Keynes und White unterschieden sich daher nur wenig in der Frage von Wechselkursanpassungen, wohl aber in der Bestimmung der Gleichgewichtswechselkurse (Übersicht 1). Der *Hauptunterschied* in den beiden Plänen bezog sich aber auf den zu gründenden IWF, seine Kapitalausstattung, mit welchen Agenden er ausgestattet und wie unabhängig er sein sollte: White ging von den amerikanischen Wirtschaftsinteressen aus und konzipierte in Ergänzung dazu ein Weltwährungssystem, das die zentrale Rolle des Dollars in den internationalen Finanzbeziehungen untermauerte und dabei auch ein stabiles Wachstum des Welthandels unterstützte. Keynes wollte mit seiner unabhängigen Weltzentralbank ein Gegengewicht gegen die Wirtschaftsmacht der USA errichten, aber gleichzeitig die geordnete Entwicklung der internationalen Kreditströme sichern. Neben diesem grundsätzlichen Unterschied lassen sich noch weitere Differenzen zwischen White-Plan und Keynes-Plan ausmachen (Boughton 2002):

- White forcierte einen kleinen IWF mit einer *Kapitalausstattung* von 5 Mrd. US\$, der seine Ressourcen selektiv einsetzen sollte und dem keine Lender-of-Last-Resort-Funktion zugekommen wäre. Whites Intention war ohnehin nur, eine Budgetrestriktion zu errichten und ein Disziplinierungssignal an die Schuldner zu senden. Keynes hätte die ICU mit 26 Mrd. US\$ ausgestattet, diese Ressourcen sollten allgemein zugänglich sein.
- Nach Keynes sollte die ICU im Weltwährungssystem die Aufgabe eines "*Lender of Last Resort*" übernehmen. In Anlehnung an die Funktion einer Zentralbank für die nationale Währung würde der Bancor als Kreditinstrument zur Verfügung stehen (womit Beschränkungen durch einen knappen Dollar wegfallen würden). White wehrte sich gegen den unkontrollierbaren Einsatz des Kreditpotenzials der ICU, weil der Bancor dann nicht mehr nur Clearinginstrument bei Leistungsbilanzungleichgewichten gewesen wäre, sondern inflationsträchtiges Kreditinstrument. White konzipierte die Kreditgewährung durch den IWF auf Basis nationaler Währungen und schlug eine internationale Recheneinheit ("Unitas") vor, die aber nicht auch Wertaufbewahrungsmittel sein sollte. Erst 1947 ist White auf das Keynesche Konzept eingeschwenkt, indem er die Dollarlücke als Problem für den Welthandel erkannte und sich für die Schaffung einer Kunstwährung des IWF aussprach (Boughton 1998, 2002: 18). Verwirklicht wurde dieses Konzept erst 1967 mit der Schaffung der Sonderziehungsrechte (SZR) des IWF.
- Für Keynes waren *Kapitalverkehrskontrollen* ein unumgängliches Element eines internationalen Währungssystems, White hingegen sah darin nur ein notwendiges Übel, das eine gewisse Kanalisierungsfunktion erfüllen könne, aber als Folge von Ausweichreaktionen wenig wirksam sein würde.

- Keynes wollte keine die *nationale Wirtschaftspolitik* einengenden Regeln akzeptieren, weil alle wirtschaftlichen Prozesse mit Unsicherheit behaftet wären. Er wendete sich vor allem gegen den Goldstandard als Stabilisierungsinstrument, vielmehr verlangte er binnenwirtschaftliche Maßnahmen zur Preisstabilisierung (Keynes 1923).

Warum setzte sich White schließlich gegen Keynes durch? Entscheidend war wohl die unterschiedliche wirtschaftliche Position der beiden Siegermächte des Zweiten Weltkriegs: White konnte aus einer Position der Stärke heraus agieren und die Sicht eines Weltgläubigerlandes einbringen. Der White-Plan sollte die Vorherrschaft des US-Dollar zementieren, die Konvertibilität der Guthaben beim Stabilisierungsfonds in Gold ermöglichen und die Verzinsung der Überschüsse vorsehen. Keynes musste die auf das britische Imperium ausgerichteten Interessen einer wirtschaftlich geschwächten Regierung in London und deren Finanzierungserfordernisse vertreten. Die USA waren bereits seit 1917 ein Weltgläubigerland und konnten daher dem Keynes-Plan nichts abgewinnen.

### ***Erfolg und Misserfolg des Bretton-Woods-Systems***

Worin bestanden die wesentlichen Elemente des BWS? Dazu gehörten insbesondere:

- *Gold-Devisen-Standard* mit der Verpflichtung der USA, den Dollar an das Gold zu binden und Goldgeschäfte mit ausländischen Zentralbanken zu einem fixen Preis von US-Dollar 35 je Feinunze Gold zu tätigen.<sup>7</sup> Alle anderen Mitgliedstaaten des IWF legten für ihre Währungen Dollar- oder Goldparitäten fest und verpflichteten sich, die Tageskurse innerhalb eines Schwankungsbandes von je 1% beiderseits der Parität zu halten. Um ihrer Interventionspflicht nachzukommen, mussten die Zentralbanken entsprechende Währungsreserven halten. Im Falle fundamentaler Zahlungsbilanzungleichgewichte konnte nach vorausgehender internationaler Konsultation beim IWF die Parität angepasst werden.
- *Multilateraler Zahlungsverkehr*: Die Währungen der IWF-Mitgliedstaaten sollten möglichst rasch voll konvertierbar (auf den Devisenmärkten frei gehandelt) werden, doch war es möglich, nationale Kapitalverkehrsbeschränkungen aufrecht zu halten bzw. einzuführen.
- *Gründung des IWF* mit folgenden wesentlichen Aufgaben (gemäß Art. I der IWF-Statuten):

---

<sup>7</sup> Dieses System bestand in seinen Grundzügen bereits seit 1936, als im "Tripartite Agreement" zwischen USA, Großbritannien und Frankreich der freie Goldhandel in den Währungen der drei Länder (später erweitert um Belgien, Niederlande und die Schweiz) vereinbart wurde.

- "to shorten the duration and lessen the degree of disequilibrium in the balance of payments",
- "to facilitate the expansion and balanced growth of international trade" und
- "to promote exchange stability".

Für temporäre Zahlungsbilanzungleichgewichte wurde ein ausgefeiltes, teilweise an Bedingungen geknüpftes Kreditsystem des IWF eingerichtet, um die in Liquiditätsproblemen befindlichen Länder mit Reserven zu versorgen. Zu diesem Zweck erhielt der IWF ein Startkapital von 8,8 Mrd. US\$, das die Mitgliedsländer zu einem Viertel in Gold und zu drei Viertel in eigener Währung zu entrichten hatten.

Ergänzend dazu wurde der gleichzeitig ins Leben gerufenen Internationalen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (IBRD), der *Weltbank*, die Aufgabe übertragen, langfristige Finanzierungen auf Projektbasis sowie Entwicklungsfinanzierung zu übernehmen. Die dritte, in diesem Zusammenhang geplante Organisation, die *International Trade Organization* (ITO), sollte sich um die Entwicklung des Welthandels, aber ganz allgemein auch um Dienstleistungen, Investitionen und Beschäftigung kümmern. Die 1948 beschlossene Havanna Charter wurde jedoch nie ratifiziert, und es blieb bei dem vorsorglich vorweg (1947) abgeschlossenen Allgemeinen Zoll- und Handelsabkommen (General Agreement on Tariffs and Trade, GATT).

Triffin (1960) hatte schon früh auf einen wesentlichen Konstruktionsfehler des BWS hingewiesen, der später als "*Triffin-Dilemma*" bekannt wurde: Wie Triffin 1959 vor dem US-Kongress erläuterte, konnten die USA nur zwischen zwei für das Weltwährungssystem gleich nachteiligen Strategien wählen: (i) ihr damaliges Leistungsbilanzdefizit um den Preis zu stoppen, dass damit der Weltwirtschaft der Zustrom an internationaler Liquidität entzogen würde; oder (ii) das Leistungsbilanzdefizit beizubehalten und die Weltwirtschaft weiterhin mit Dollar zu versorgen. Da aber der Dollar an das Gold gebunden war und die USA den Goldbestand nicht beliebig an die Erfordernisse des wachsenden Welthandels anpassen konnten, musste die zweite Strategie zu einem allmählichen Verlust an Glaubwürdigkeit in die Goldkonvertibilität des Dollar führen. Triffin griff daher auf den Keynes-Plan zurück und schlug vor, ein neues Reservemedium zu schaffen, das es den USA ermöglichen würde, ihr Leistungsbilanzdefizit abzubauen, ohne die Weltwirtschaft zu schädigen. Tatsächlich ist dieses "Papiergold" in Form der *Sonderziehungsrechte* des IWF dann 1967 beschlossen und 1970 eingeführt worden – allerdings zu spät, um das Negativszenario von Triffin zu verhindern, das schließlich zum Zusammenbruch des Systems führte.

Im Rückblick wies das BWS in seiner Funktion zur Bereitstellung von internationaler Liquidität auch noch *andere Konstruktionsfehler* auf. Erwähnt wurde bereits die asymmetrische Anpassungslast für Schuldnerländer. Dazu kam, dass das BWS – im Gegensatz zum Goldstandard – durch eine Asymmetrie im Anpassungsmechanismus gekennzeichnet war: Der Zugewinn an Währungsreserven durch ein Land bedeutete nicht mehr automatisch einen gleich hohen Verlust durch ein anderes Land, weil nun das Ankerwährungsland (USA) nach seinem Belieben Reserven zur Verfügung stellte. Schließlich führt der Multireservestandard zur Dominanz einiger weniger nationaler Währungen (einschließlich des Euro), die den Emittenten Seigniorage-Vorteile verschaffen, obwohl sie sich in der Bereitstellung nicht nach dem internationalen Liquiditätsbedarf richten (vgl. Suhr – Godschalk, 1986).

Als Folge dieser Unzulänglichkeiten erfüllte der *Dollar eine Doppelfunktion* als nationale Währung und als internationales Reservemedium. Die USA blieben autonom in ihrer Geld- und Währungspolitik, wogegen die übrigen Mitglieder des BWS ihre Wechselkurse gegenüber dem Dollar stabilisieren mussten. Dieses System blieb so lange stabil, als sich das internationale Dollarangebot parallel zum Welthandel entwickelte. Nach der Dollarlücke der frühen 1960er Jahre stellte sich aber im Zuge des Vietnam-Krieges eine internationale Dollarschwemme ein, und die übrigen Mitgliedsländer mussten laufend Dollar aufkaufen, um die Wechselkurse ihrer Währungen zu stabilisieren. Schließlich führte diese Asymmetrie – ausgelöst durch den Wunsch Frankreichs gegen Ende der 1960er Jahre, seine Dollarreserven in Gold einzulösen – zum *Zusammenbruch des BWS*: Im August 1971 wurde die Goldkonvertibilität des Dollar beendet.<sup>8</sup> Mit dem Washingtoner Währungsabkommen vom Dezember 1971 (Smithsonian Agreement) versuchte man nochmals, Ordnung in das System zu bringen, indem die Bandbreiten der Dollarkurse von je 1% auf je 2¼% erweitert wurden.<sup>9</sup> Aber die Realität überrollte diese Versuche (unterstützt auch durch die europäische Währungsschlange ab 1972), sodass es 1973 zum *allgemeinen Floaten* der wichtigsten Weltwährungen kam.

Im Juni 1974 unternahm das Zwanzigerkomitee des IWF einen weiteren Versuch, Elemente des BWS zu retten, indem es ein künftiges Weltwährungssystem wie folgt umschrieb:

- Das *Wechselkurssystem* sollte auf festen, aber anpassungsfähigen Paritäten basieren. Unter bestimmten Voraussetzungen waren mit Genehmigung des IWF Perioden des Floatens möglich.

---

<sup>8</sup> Auf die dahinter liegenden dramatischen Veränderungen weist die Entwicklung der Goldpositionen der USA einerseits und 7 europäischer Länder (EWG und Schweiz) andererseits zwischen 1950 und 1971 hin: Anfangs verfügten die USA über 652 Mill. und die Sieben über 95 Mill. Feinunzen Gold, am Ende der Periode waren es 291,6 Mill. für die USA und 481,7 Mill. für die Sieben.

<sup>9</sup> Für Drittwährungen untereinander entstand damit eine Bandbreite von je 4,5%.

- Mehr Symmetrie bei der Beseitigung von *Zahlungsbilanzungleichgewichten*: Die USA waren zur Auffassung gekommen, dass die Überschussländer ihre Ergebnisse auf der Basis von unterbewerteten Währungen (gegenüber dem Dollar) erzielten. Sie sollten daher durch Aufwertungen einen Teil der Anpassungslast tragen.
- Unterstützend sollte eine *multilaterale Überwachung* auf Basis eines "objektiven" Indikators für die Zahlungsbilanzposition und die internationale Reserveposition jedes Landes aufgebaut werden.
- *Konvertibilität des Dollars*: Europäische Länder wollten zu einer verpflichtenden Konvertibilität des Dollars zurückkehren, um Druck auf die USA auszuüben, ihre Leistungsbilanzdefizite zu beseitigen.
- Verbessertes Management der *internationalen Liquidität*, indem die Bedeutung des Goldes als Währungsreserve verringert und die SZR zum wichtigsten Reservemedium entwickelt werden sollten.

Die internationalen Ölpreissteigerungen und die darauf folgenden rezessiven Tendenzen in der Weltwirtschaft brachten vor allem in den USA einen Meinungsumschwung zugunsten eines auch langfristig auf flexiblen Wechselkursen basierenden Währungssystems. Das Zwanzigerkomitee stellte noch 1974 als unmittelbare Maßnahme "guidelines for the management of floating exchange rates" auf, und im November 1975 entschieden die wichtigsten Industrienationen beim Wirtschaftsgipfel von Rambouillet, flexible Wechselkurse als Element des künftigen Weltwährungssystems anzuerkennen, wenn auch nur unter den Bedingungen (i) eines verbesserten Managements der Wechselkursentwicklung durch tägliche Konsultationen zwischen den wichtigsten Zentralbanken und (ii) einer Rückkehr zum Fixkurssystem nur mit einer Stimmenmehrheit von 85%, womit den USA de facto ein Vetorecht eingeräumt wurde.

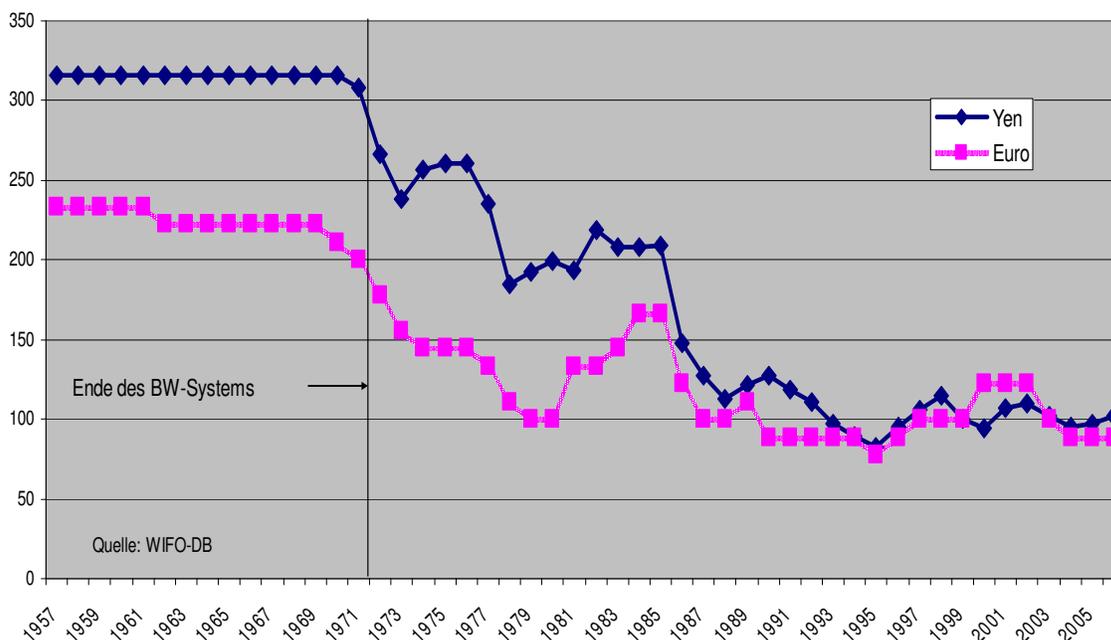
Die Grundzüge des neuen Überwachungssystems wurden 1978 im Artikel IV der IWF-Statuten festgelegt:

- Die Mitgliedstaaten sind verpflichtet, mit ihrer Politik "orderly economic growth with reasonable price stability" zu unterstützen.
- Zudem sollte für "orderly economic and financial conditions and a monetary system that does not tend to produce erratic disruptions" gesorgt werden.
- Schließlich sollten Wechselkursinterventionen vermieden werden, mit denen Zahlungsbilanzanpassungen erschwert und unfaire Wettbewerbsvorteile gegenüber anderen Mitgliedstaaten lukriert werden könnten.

Damit war ein System entstanden, in welchem die nationalen Politiken sowohl für die nationale als auch für die internationale Stabilität verantwortlich waren und alle wichtigen Währungen von der früheren Bindung an das Gold befreit waren.

Die *Erfahrungen seither* sind gemischt. Es gab Phasen mit ungewöhnlich niedrigen Dollarkursen (1977-79, 1987, erste Hälfte der 1990er Jahre) und solche mit ungewöhnlich hohen Dollarkursen (1984-85, 2000-02), in denen die Interventionen der wichtigsten Zentralbanken auf den Devisenmärkten stark zunahmen, Leistungsbilanzungleichgewichte entstanden und Rückwirkungen auf die Inflations- und Konjunkturentwicklung festzustellen waren. Es können sich also auch in einem System des allgemeinen Floatens länger anhaltende Ungleichgewichtssituationen herausbilden. Andererseits besteht weitgehende Übereinstimmung, dass Versuche zu einer Wiedererrichtung des BWS angesichts des liberalisierten Kapitalverkehrs ohne Erfolg bleiben müssten. Einen unübersehbaren Hinweis darauf liefert die drastische Zunahme der monatlichen Wechselkursschwankungen: Gemessen am DM/Dollar-Kurs (bzw. Euro/Dollar-Kurs) war die Standardabweichung im Flexkursystem (Januar 1975 bis Dezember 2005) 4,5 Mal so hoch wie im BWS (Januar 1957 bis Dezember 1970). Die Volatilität des Yen/Dollar-Kurses erhöhte sich gleichzeitig um das 14-fache (Siebert 2006). Der Wert des US-Dollars ist seit dem Ende des BWS merklich gefallen, wobei die Haupteinbußen gegen die DM bereits in den 1970er Jahren erfolgten, wogegen der Wertverlust gegen den Yen bis Mitte der 1990er Jahre andauerte. Insgesamt mussten Mitte 2007 für 1 US-Dollar nur noch etwa 45% der Euro- bzw. DM-Beträge aufgebracht werden wie vor dem BW-Zusammenbruch, beim Yen sind es überhaupt nur etwas mehr als 30% (Abbildung 1).

Abbildung 1: Dollarkurse von DM, Euro und Yen



### 3. Fixe oder flexible Wechselkurse im Weltwährungssystem?

Zunächst sei ein kurzer Überblick über die möglichen und in der Praxis vorkommenden Wechselkurssysteme gegeben. Folgt man Siebert (2006), kann man unilaterale und multilaterale Systeme unterscheiden. Eine Skala der *unilateralen Systeme*, in denen die einzelnen Länder ihr Wechselkurssystem unabhängig von anderen Ländern festlegen, kann folgende Varianten enthalten:

- Frei schwankende Wechselkurse
- Crawling peg: Wechselkursinterventionen, aber schrittweise Anpassung der Wechselkurse an die Marktverhältnisse
- Pegging: Feste Wechselkurse, aber Anpassungsmöglichkeiten bei anhaltenden Ungleichgewichten
- Currency Board: Fixer Wechselkurs durch Umtauschgarantie in die Leitwährung (Spezialfall Dollarization: US-Dollar wird in einem Drittland als offizielles Zahlungsmittel verwendet)

In *multilateralen Systemen* bestehen Vereinbarungen zwischen mehreren Ländern mit folgenden Ausprägungen:

- Frei schwankende Wechselkurse
- Referenzzone: Devisenmarktinterventionen der Zentralbanken, um den Wechselkurs innerhalb einer vorgegebenen Bandbreite zu halten.
- Goldstandard: Fixer Goldpreis für alle teilnehmenden Währungen, und damit fixe Kreuzkurse zwischen diesen Währungen.
- Währungsunion: Fixe Wechselkurse zwischen den teilnehmenden Währungen (Spezialfall: Einheitswährung)

#### ***Vor- und Nachteile von fixen und flexiblen Wechselkursen***

Die Diskussion über die Vor- und Nachteile von fixen und flexiblen Wechselkursen bzw. von Währungsunionen ist die Begleitmusik jeder Währungspolitik. Keynes (1930) sah den Vorteil von flexiblen Wechselkursen in der Möglichkeit der nationalen Zentralbanken, eine unabhängige Zinspolitik zu betreiben und damit sowohl das interne als auch das externe Gleichgewicht zu sichern. Er erkannte allerdings auch die Grenzen jeder nationalen Zinspolitik bei freiem Kapitalverkehr. Deshalb ist Keynes kein Anhänger von flexiblen Wechselkursen, sondern eher von flexiblen Wechsel-

kursanpassungen, mit welchen die nationalen Regierungen – bei sonst festen Kursrelationen – der relativen Lohnentwicklung Rechnung tragen können (Muchlinski 2004).

Das *währungspolitische Trilemma* besagt, dass feste Wechselkurse nur dann zu verteidigen sind, wenn entweder auf eine eigenständige nationale Geldpolitik verzichtet wird oder der Kapitalverkehr staatlich reguliert wird.<sup>10</sup> Im klassischen Goldstandard des späten 19. Jahrhunderts waren die Wechselkurse über das Pfund Sterling an das Gold gebunden und der Kapitalverkehr war liberalisiert, doch richteten alle teilnehmenden Länder ihre Geldpolitik am Leitwährungsland Großbritannien aus. Im BWS waren alle Wechselkurse über den Dollar an das Gold gebunden, doch war der Kapitalverkehr zunächst reguliert, sodass eine gewisse Freiheit für die nationale Stabilisierungspolitik bestand. Diese wurde mit zunehmenden Liberalisierungsbestrebungen (ausgehend von der OECD) und dem Globalisierungsdruck in Frage gestellt und erst wieder nach dem Ende des BWS in der Phase des allgemeinen Floatens möglich. In der WWU gibt es keine nationale Geldpolitik mehr, und auch die makroökonomischen Aspekte der Fiskalpolitik sind weitgehend eingeschränkt.

In der theoretischen und politischen Auseinandersetzung über die Vor- und Nachteile unterschiedlicher Wechselkursregime wurde das BWS an fixen Wechselkursen orientiert, um nicht wieder in die "Beggary thy Neighbour"-Abwertungen der 1930er Jahre zurückzufallen. Verbunden damit war zunächst das Verständnis, dass die Kapitalbewegungen kontrolliert bleiben sollten. Mit zunehmender Bedeutung des Kapitalverkehrs verbreitete sich aber auch die Auffassung, dass weltweit feste Wechselkurse langfristig nicht tragfähig wären. Einer der ersten Befürworter flexibler Wechselkurse war der spätere Nobelpreisträger Milton Friedman (1953). Er betonte, dass sich die auf Wechselkursstabilisierung ausgerichteten Währungsbehörden in der Regel nicht den politischen Einflüssen zur Berücksichtigung binnenwirtschaftlicher Entwicklungen entziehen könnten. Es wäre daher besser, die Wechselkurse frei zu geben und die nationale Wirtschaftspolitik auf die Ursachen für Wechselkursschwankungen auszurichten. Friedman war kein Gegner von Währungsunionen, er wandte sich aber vehement gegen eine (aus seiner Sicht letztlich fruchtlose) Politik der laufenden Wechselkursinterventionen (wie im BWS und EWS). Aus seiner Sicht sollten Wirtschaftspolitiker die Wechselkurse ignorieren oder sie bestenfalls als Indikatoren für allfällige binnenwirtschaftliche Anpassungserfordernisse betrachten.

---

<sup>10</sup> Das Trilemma (auch "unheilige Trinität" genannt) leitet sich aus dem Mundell-Fleming-Modell ab, wie es in seinen Grundzügen etwa bei Mundell (1968) dargestellt ist. Vgl. auch Padoa-Schioppa (1988).

Fasst man die Auseinandersetzung zwischen den Befürwortern flexibler und fixer Wechselkurse zusammen (siehe etwa Krugman – Obstfeld 2006, Baldwin – Wyplosz 2004), werden vor allem folgende *Argumente zugunsten flexibler Wechselkurse* ins Treffen geführt:

- Wichtiges Anpassungsinstrument bei asymmetrischen exogenen Schocks (z.B. Ölpreisschocks, Technologiesprünge, Konjunkturzyklen): Interne Preisanpassungen erfolgen erfahrungsgemäß mit beträchtlicher Verzögerung, sodass unerwünschte reale Folgen (Arbeitslosigkeit, Leistungsbilanzungleichgewichte) auftreten. Flexible nominelle Wechselkurse können einen Teil der Anpassung übernehmen und die realen Folgen mildern oder zumindest über die Zeit verteilen.
- Diskretionäre Auf- und Abwertungen sind meist mit politischen Kalkülen hinsichtlich Zeitpunkt und Ausmaß verbunden. Verzögerte Kursanpassungen lösen spekulative Erwartungen auf den Finanzmärkten aus. Flexible Wechselkurse reagieren dagegen laufend auf die Marktkräfte; sie sind damit der Tagespolitik entzogen und bilden keinen Angriffspunkt für Spekulation.
- Flexible Wechselkurse ermöglichen den Einsatz einer nationalen Geld- und Zinspolitik nach den jeweiligen Erfordernissen des realen Wirtschaftsgeschehens.
- Flexible Wechselkurse würden die Asymmetrien des BWS beseitigen, sodass die USA nicht mehr allein die monetären Rahmenbedingungen der Weltwirtschaft setzen könnten.

Die zum Teil ernüchternden Erfahrungen mit dem allgemeinen Floaten ab 1973 stärkten die Position jener Ökonomen und Politiker, die sich auch angesichts der Erfahrungen mit dem BWS weiterhin für fixe Wechselkurse aussprachen. Viele Länder lehnen ihre Währungen auch heute offiziell oder de facto – zumindest temporär – an eine Leitwährung an. Folgende *Argumente werden zugunsten fixer Wechselkurse* ins Treffen geführt:

- Eine glaubwürdige Fixkurspolitik liefert der Wirtschaft ein sicheres Kalkulationselement und fördert damit den internationalen Austausch von Gütern, Dienstleistungen und Kapital.
- Fixe Wechselkurse verhindern, dass destabilisierende Spekulation auftritt, indem sich Gerüchte und Herdentriebaktionen auf den Finanzmärkten in Wechselkursschwankungen niederschlagen, denen keine realen Ursachen zugrunde liegen.
- Fixe Wechselkurse gegenüber einer stabilen Leitwährung üben einen Disziplinierungseffekt aus, sie zwingen die Geld- und Fiskalpolitik eines kleinen Landes in ein Korsett mit Stabilitätsorientierung.
- Fixe Wechselkurse zwingen zu einer über die Länder koordinierten Wirtschaftspolitik und verhindern kompetitive Abwertungen.

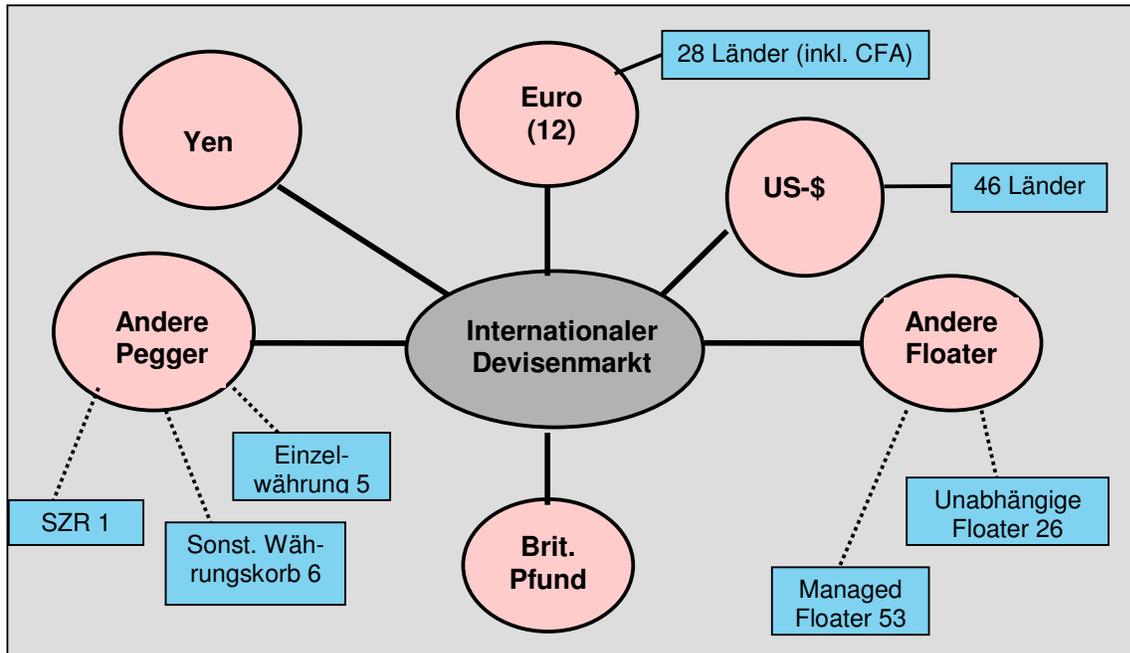
Eichengreen (2000) bringt eine weitere Voraussetzung für fixe Wechselkurse ins Spiel: Seiner Meinung nach waren Fixkurse im Goldstandard deshalb möglich, weil die Regierungen damals noch nicht unter dem Druck standen, die Stabilität des Wechselkurses gegen andere wirtschaftspolitische Ziele einzutauschen. Die seither in den Industriestaaten erfolgte *Demokratisierung* der Entscheidungsprozesse (begünstigt durch verschiedene Entwicklungen vom Entstehen der Arbeiterbewegungen und der Einführung des allgemeinen Wahlrechts bis zur Ausbreitung der modernen Informationstechnologien) verlangt nach einer allgemein verständlichen Rechtfertigung für politische Entscheidungen und erhöht den Druck zur Verlagerung der wirtschaftspolitischen Prioritäten von monetären zu realwirtschaftlichen Zielen. Nach dem Zweiten Weltkrieg erschien es daher notwendig, das vorrangige Ziel der Vollbeschäftigung unter fixen Wechselkursen durch Devisenbewirtschaftung abzusichern. Zunehmende Globalisierungstendenzen erforderten aber auch eine allmähliche Liberalisierung des Kapitalverkehrs, sodass schließlich bei unveränderten Prioritäten in der Wirtschaftspolitik die Wechselkurse freigegeben werden mussten.

Skidelsky (2007) betont ebenfalls die *politische Seite der Wechselkurspolitik* im BWS, indem er (i) die Befürworter flexibler Wechselkurse hauptsächlich dem Lager des monetären Unilateralismus der USA zuordnet, (ii) in der Akzeptanz der Dollar-Seigniorage durch Europa eine Gegenleistung für den militärischen Schutz Europas durch die USA sieht und (iii) die Wurzel für den Zusammenbruch des Systems im Anreiz für die monetäre Supermacht USA betrachtet, die Anpassungslast aus den eigenen Lebensgewohnheiten auf andere Länder abzuschieben.

### ***Heutiges System: Mischform***

Ausgangspunkt aller *Überlegungen für eine Neuordnung des Währungssystems* nach dem Zweiten Weltkrieg waren die Erfahrungen der Zwischenkriegszeit, die im Versuch mündeten, die Vorteile des Goldstandards (stabile Wechselkurse) mit den Vorteilen flexibler Wechselkurse (unabhängige Geldpolitik zur Unterstützung der nationalen Beschäftigungspolitik) zu verbinden. Gleichzeitig sollten die Nachteile flexibler Wechselkurse (destabilisierende Spekulation und kompetitive Abwertungen) und des Goldstandards (Abhängigkeit von der Wirtschaftspolitik des Leitwährungslandes) vermieden werden. Das Ergebnis war das BWS mit festen, aber anpassungsfähigen Wechselkursen – wobei Anpassungen nur im Falle fundamentaler Zahlungsbilanzungleichgewichte erlaubt waren (Bordo 1993).

Abbildung 2: Fixe und flexible Wechselkurse auf den Devisenmärkten



Quelle: IMF (2006a) – nach Siebert 2006.

Heute sind die Devisenmärkte durch ein *gemischtes System* aus floatenden Währungen und solchen mit unterschiedlichen Wechselkursarrangements gekennzeichnet. Die wichtigsten Weltwährungen (US-Dollar, Euro, Yen, Pfund Sterling) floaten zueinander, und insgesamt dominieren die Währungen mit flexiblen Wechselkursen. Von den vom IWF mit Stand vom April 2006 erfassten 184 Währungen sind 46 an den US-Dollar gebunden (einschließlich Managed Float) und 28 an den Euro<sup>11</sup> (Abbildung 2). Angesichts der herausragenden Bedeutung von US-Dollar, Euro und Yen in den internationalen Währungstransaktionen finden aber die Kursbewegungen zwischen diesen drei Währungen die stärkste Beachtung. Im April 2004 befand sich der US-Dollar zu 89% auf einer Seite aller Transaktionen, der Euro zu 37%, der Yen zu 20% und das Pfund Sterling zu 17% (vgl. Siebert 2006: 3).

Ein weiteres Kennzeichen des gegenwärtigen Währungssystems ist die faktische Dominanz unabhängiger Zentralbanken mit einer Politik des *"Inflation Targeting"*, die als Ausfluss der negativen Erfahrungen der Inflationsperiode unmittelbar nach Ende des BWS de facto eine Inflationsdämpfungspolitik ist. Pétursson (2005) listet 21 Länder in aller Welt auf, die nun eine Politik der Inflation

<sup>11</sup> Einschließlich des slowenischen Tolars, der mit 1.1.2007 durch den Euro ersetzt wurde.

onssteuerung einsetzen – nachdem Neuseeland 1990 den Anfang gemacht hatte. Siebert (2006) bezeichnet die niedrige Inflationsrate und die gedämpften Inflationserwartungen als den monetären Anker des gegenwärtigen Weltwährungssystems. Rose (2007) sieht darin das wichtigste Kennzeichen des stabilen neuen Weltwährungssystems, wie es sich seit Anfang der 1990er Jahre allmählich entwickelt hat. Unabhängige und transparent agierende Zentralbanken lassen in vielen Industriestaaten und in einer zunehmenden Zahl von Entwicklungsländern den Wechselkurs frei schwanken und verzichten auf Beschränkungen des Kapitalverkehrs. Dieses mehr oder weniger zufällig entstandene System bedarf keiner expliziten internationalen Vereinbarungen, keiner internationalen Währungsbehörde und keiner Verankerung im Gold. Für Rose ist es "the diametric opposite of the postwar system; Bretton Woods, reversed". In Übersicht 2 sind die Unterschiede zwischen Goldstandard, BWS und Inflationssteuerung zusammengefasst.

Übersicht 2: Goldstandard, BWS und Inflationssteuerung im Vergleich

	<b>Goldstandard</b>	<b>BWS</b>	<b>Inflation Targeting</b>
<b>System</b>	keine internationalen. Verträge	geplant	ungeplant
<b>Dauerhaftigkeit</b>	--	gering	hoch
<b>Wechselkursregime</b>	fix	fix	flexibel
<b>Ausrichtung Geldpol.</b>	international	international (teilweise)	ausschließlich national
<b>Monetäres Zwischenziel</b>	Wechselkurs (Zinssatz)	Wechselkurs	keines o. Inflationsprognose
<b>Kapitalmobilität</b>	unbeschränkt	beschränkt	weitgehend unbeschränkt
<b>ZB-Ungleichgewichte</b>	keine	beschränkt	wenig beschränkt
<b>Internat. Kooperation</b>	nicht erforderlich	notwendig	nicht erforderlich
<b>Rolle des IWF</b>	--	(im Grunde) zentral	gering
<b>Rolle des Goldes</b>	zentral	(im Grunde) zentral	vernachlässigbar
<b>Rolle der USA</b>	--	(in der Praxis) zentral	gering
<b>Zentralbanken</b>	abhängig	abhängig, intransparent	unabhängig, transparent

Quelle: Rose (2007) und eigene Ergänzungen.

Ob in einem System der Inflationssteuerung die *Dominanz des US-Dollar* auch in Zukunft erhalten bleiben wird, ist durchaus offen. Zwar ist der kometenhafte Aufstieg des Euro zur zweitwichtigsten Weltwährung als Sonderfall zu betrachten (schon vorher hatten die D-Mark und andere Komponenten des Euro bedeutende Marktanteile), in einer längerfristigen Perspektive ist aber ein Bedeutungswechsel nichts Ungewöhnliches. Zu Beginn des 20. Jahrhunderts war das britische Pfund die wichtigste internationale Transaktionswährung, es musste diese Position aber bis zum Ende des Zweiten Weltkrieges an den Dollar abgeben. Dahinter standen die zunehmende wirtschaftliche Be-

deutung der USA auf den Weltmärkten und das steigende Vertrauen in sein Wirtschaftssystem und seine Wirtschaftspolitik. Folgt man Chinn – Frankel (2005), dann könnte der Euro bereits einige Jahre nach 2020 (wenn bis dahin alle EU-Länder Mitglieder der Eurozone geworden sind) den US-Dollar als wichtigste internationale Reservewährung überflügeln.

### ***Wie groß sind optimale Währungszone?***

Zwischen den beiden polaren Systemen fixer und flexibler Wechselkurse gibt es eine Vielzahl von Abstufungen mit unterschiedlicher Wechselkursflexibilität. Hinter fixen (und meist auch teilweise gesteuerten) Wechselkursen steht die Vorstellung von einem "Währungsanker", sei es in Form einer einzelnen Währung (etwa der US-Dollar) oder eines Währungskorbs (z.B. ECU). Die Ankerwährung bestimmt sich dabei nach ihrer Eignung als Benchmark für die eigene Wirtschaftspolitik.

Ähnlich verhält es sich bei der Währungsintegration und der vorausgehenden Frage, welche Länder eine *optimale Währungszone* (Optimal Currency Area, OCA) bilden könnten. Eine wichtige Voraussetzung einer funktionierenden Währungsunion ist es, dass asymmetrische exogene Schocks unwahrscheinlich sind. Wenn also exogene Schocks auftreten, sollten sie die Mitglieder der Union nicht in unterschiedlicher Weise treffen. Treten sie aber solche Schocks ein, dann sollten die Folgen ohne Friktionen verarbeitet werden können, sei es durch eine hohe Anpassungsflexibilität bei Löhnen und Preisen, durch hohe räumliche und berufliche Flexibilität der Arbeitskräfte innerhalb der Währungszone oder durch kompensierende fiskalische Transfers der Mitgliedstaaten. In der theoretischen Literatur sind hierzu mehrere *Kriterien* erarbeitet worden, die bei der Gründung einer Währungsunion beachtet werden sollten:

- Ähnliche Wirtschaftsstrukturen und offene Wirtschaften: Je mehr die beteiligten Wirtschaften bereits miteinander verflochten sind, umso weniger ist mit asymmetrischen Schocks zu rechnen.
- Mobilität der Arbeitskräfte sowie Lohn- und Preisflexibilität: Im Falle von Schocks werden Anpassungen erleichtert.
- Koordination der Wirtschaftspolitiken: Vermeidet das Verschieben von Anpassungslasten zu anderen Mitgliedern.

Die Literatur unterscheidet jene Fälle, in denen die Voraussetzungen für eine OCA schon bei der Gründung vorliegen (Ex-ante-Optimalität), von jenen, die diese Voraussetzungen erst im Laufe des Bestehens der Union schaffen (Ex-post-Optimalität, endogene OCA). Offensichtlich ist, dass das

BWS weder ex ante noch ex post eine optimale Währungszone war: Es bestand aus zu vielen Mitgliedern mit unterschiedlichen Wirtschaftsstrukturen und Wirtschaftspolitiken. Die WWU ist kleiner und weniger heterogen, sodass sie dem OCA-Konzept näher stehen dürfte. Eine etwas genauere Bestimmung erfolgt weiter unten.

Hier soll noch die Frage aufgeworfen werden, ob es eine *optimale Größe* von Währungsunionen gibt. Auf Grund der oben genannten Kriterien lässt sich eine optimale Zahl der Mitgliedsländer nicht definieren. Bestenfalls indirekt lässt sich folgern, dass große Volkswirtschaften oft eine Leitfunktion gegenüber ihren kleineren Nachbarn mit ähnlichen Wirtschaftssystemen ausüben und dass daher für eine OCA de facto die räumliche Nachbarschaft eine Rolle spielt. Dies gilt jedenfalls für viele europäische Länder. Weiters lässt sich – auch an Hand der Geschichte der europäischen Integration – argumentieren, dass sich zunächst jene Länder zusammenschließen werden, deren Interessen und Systeme am ähnlichsten sind und dass erst in weiterer Folge andere Länder dazu stoßen. Je mehr Mitglieder in eine Währungsunion drängen, deren Wirtschaftssystem sich von jenem der ursprünglichen Mitglieder unterscheidet, umso mehr entfernt sich diese Union von Ex-ante-Optimalität und umso schwieriger wird es sein, Ex-post-Optimalität zu erreichen. Die politische Praxis zeigt freilich, dass Wirtschaftsunionen nicht primär (oder jedenfalls nicht ausschließlich) nach währungspolitischen Kriterien geformt werden. Die Ostöffnung in Europa ab 1989 und die nachfolgende Osterweiterung der EU sind Beispiele für den Vorrang einer europäischen "Sicherheitsunion" vor der Ex-ante-Optimalität einer Währungsunion.

#### **4. Verwertung der Wechselkursdiskussion in der WWU**

##### *Ökonomen vs. Monetaristen*

Dem Nachkriegsstreben nach stabilen Währungsverhältnissen, das international zum BWS geführt hatte, sollte regional auch in Europa entsprochen werden. Ansätze zur Währungsintegration gab es schon bald nach dem Krieg, zunächst in der 1950 gegründeten *Europäischen Zahlungsunion* (EZU), die den Bilateralismus der Nachkriegsjahre überwand.<sup>12</sup> Sie war für ihre Zeit eine erfolgreiche Organisation, die aber mit Erreichung der vollen Konvertibilität der Währungen ihrer Mitgliedsländer am 1.1.1958 (mit dem Inkrafttreten der Römer Verträge) aufgelöst wurde. Geistiger Vater der EZU

<sup>12</sup> Als Vorläufer der EZU, die jedoch keine nachhaltige Wirkung entfalteten, gelten das "First Agreement on Multilateral Monetary Compensation" (1947) und das "Intra-European Payments and Compensation Scheme" (1948).

war Robert Triffin, damals Professor an der Yale University. Er übernahm einige wichtige Gedanken aus dem Keynes-Plan von Bretton Woods, die entscheidend zum Abbau mengenmäßiger Importbeschränkungen und damit zum Aufbau des innereuropäischen Handels betrogen: (i) Multilateralisierung der bilateralen Guthaben und Schulden über ein EZU-Clearing für die nationalen Zentralbanken („Konvertibilität“ der nationalen Währungen, beschränkt auf EZU-Mitglieder); und (ii) Schaffung neuer Liquidität über automatische Beistandskredite der EZU für alle Schuldnerländer durch Verzögerung der Abrechnung.

*Übersicht 3: Wirtschaftliche Integration Europas gemäß Ökonomen und Monetaristen*

	<b>Ökonomen</b>	<b>Monetaristen</b>
Ziel	Volle wirtschaftliche Integration auf Basis gemeinsamer Werte, Strukturen und Politiken	
Ablauf des Integrationsprozesses	Schaffung gemeinsamer realer Fundamentaldaten durch Politikkoordination, darauf aufbauend (als "Krönung") Vereinheitlichung der Geldpolitik und Fixierung der Wechselkurse	Fixierung der Wechselkurse als Ausgangspunkt und damit zwingende Vorgabe für die reale Konvergenz
Hauptvertreter	Deutschland, Niederlande	Frankreich, Belgien
Charakteristika	Preisstabilität, Leistungsbilanzüberschuss	Inflation, Leistungsbilanzdefizit
Deutsch-französischer Antagonismus	Zuerst EU-Binnenmarkt schaffen, damit deutsche Stabilitätspolitik nicht durch "Weichwährungen" gefährdet wird.	Deutschland einbinden in die Anpassungslast der Stabilisierung

Heute noch geläufig ist der dreistufige "*Werner-Plan*" (Werner et al. 1970), dessen Umsetzung in den Wirren um das Scheitern des BWS unterging. Er war aber auch von inneren Konflikten geprägt, für die die Auseinandersetzung zwischen "Ökonomen" und "Monetaristen" über den optimalen Ablauf der monetären Integration charakteristisch ist (vgl. Übersicht 3). Für die *Ökonomen* (unter denen sich Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen wie Deutschland und die Niederlande befanden) war eine Währungsintegration erst zeitlich nach einer realen bzw. politischen Integration sinnvoll. Die vorausgehende reale Konvergenz der teilnehmenden Länder sollte sicherstellen, dass die monetäre Integration auf gemeinsamen Fundamentaldaten und einer glaubwürdigen Wirtschaftspolitik quasi als "Krönung" des Integrationsprozesses erfolgte. Dagegen forderten die *Monetaristen* eine sofortige Wechselkursfixierung, die im Laufe der Zeit ohnehin eine reale Konvergenz von selbst nach sich ziehen würde. Für diese Position machten sich Länder mit Leistungsbilanzdefiziten wie

Frankreich und Belgien stark,<sup>13</sup> weil sie hofften, damit ihre Anpassungskosten teilweise auf die Überschussländer abwälzen zu können. Der Werner-Plan enthielt einen Kompromiss zu dieser Frage, indem er einerseits schon für 1980 die volle monetäre Integration der EG auf Basis der Vervollständigung des europäischen Binnenmarktes vorsah; andererseits sollten die für die Funktion der Währungsunion erforderlichen wirtschaftspolitischen Entscheidungen auf die Gemeinschaftsebene verlagert werden.

### ***Währungsschlange und EWS als Erbe des Bretton-Woods-Systems***

In den Römer Verträgen von 1957 war die monetäre Integration noch nicht vorgesehen. Dort ging es vielmehr um die Schaffung einer Zollunion und in weiterer Folge eines gemeinsamen Marktes. Für die grenzüberschreitenden Währungsbeziehungen bestand ohnehin das BWS mit seinen fixen, aber anpassungsfähigen Wechselkursen und dem IWF als exekutive Organisation. Als das BWS zu versinken drohte, schien zunächst auch in Europa die Zeit für ein regelgebundenes Währungssystem vorbei zu sein: Die schon weit gediehene Diskussion um den Werner-Plan wurde ausgesetzt. Nach dem (letztlich erfolglosen) Versuch, mit dem Smithsonian Agreement die Wechselkursstabilität der IWF-Mitglieder weiterhin grundsätzlich zu sichern, kamen die EWG-Mitglieder (jedoch ohne Großbritannien) 1972 überein, mit dem *Europäischen Wechselkursverbund* eine Zone besonderer Stabilität zu errichten: Die zwischen den europäischen Währungen mögliche Bandbreite von je 4,5% sollte auf je 2¼% verengt werden. Diese "Schlange im Tunnel" war nach Baldwin – Wyplosz (2004: 286) nichts anderes als "a regional stepped-down version of the Bretton Woods system". Wechselnde Aus- und Wiedereintritte von Mitgliedern ließen allerdings keine dauerhafte Wechselkursstabilität zu, weshalb die Währungsschlange 1979 im neu geschaffenen umfassenderen *Europäischen Währungssystem* (EWS) aufging (vgl. Handler 2007). Die Unterschiede zwischen den beiden Systemen sind in Übersicht 4 dargestellt.

#### *Übersicht 4: Unterschiede zwischen Währungsschlange und EWS*

<b>Schlange (1972)</b>	<b>EWS</b>
Bindung an Dollar beibehalten ("Schlange im Tunnel"): Asymmetrisches System	Keine Bindung an externe Währung: Symmetrisches System
Einseitige Wechselkursanpassungen	Solidarische Wechselkursanpassungen
Nur Wechselkursmechanismus	WKM und weitere Institutionen für spätere Währungsunion (ECU, Kreditmechanismus)

<sup>13</sup> Italien hatte zunächst die Position der Ökonomen eingenommen, wechselte im Laufe der 1970er Jahre aber zu den Monetaristen.

Das EWS entstammte einer deutsch-französischen Initiative (Giscard d'Estaing – Schmidt) auf Anregung des Präsidenten der EG-Kommission Roy Jenkins. Ziel war es, die Schwankungen der bilateralen realen Wechselkurse zu stabilisieren, und zwar sowohl durch Eindämmung der nominellen Wechselkursschwankungen als auch durch verstärkte Koordination der nationalen Wirtschaftspolitiken der Mitgliedstaaten (Letzteres vor allem zur Verringerung der Inflationsdifferenzen). Durch Schaffung der Europäischen Währungseinheit ECU als Buchwährung, deren Leitkurs sich aus einem Korb von Teilnehmerwährungen bestimmte, legte das EWS die Basis für die spätere gemeinsame Währung. Das zweite institutionelle Element des EWS war der Wechselkursmechanismus (WKM), wonach sich der Tageskurs einer Mitgliedswährung wie in der Schlange in einem Band von je 2¼% um den jeweiligen Leitkurs bewegen konnte.<sup>14</sup> Wie im BWS waren die Leitkurse im Falle von ungleichgewichtigen Entwicklungen durch gemeinsamen Beschluss anpassungsfähig.

Die erste Stufe des EWS (EWS I) mit dem Wechselkursmechanismus I (WKM I) dauerte bis 1993. Es wurde dann bis 1999 vom EWS II mit dem WKM II abgelöst und fiel in dieser Phase mit den ersten beiden Stufen der Umsetzung des Maastricht-Vertrages zusammen. Das *EWS I* befand sich bis 1985 in einem Versuchsstadium, in welchem die Wirtschaftspolitiken noch wenig koordiniert und die Inflationsunterschiede hoch waren. In einigen Ländern sicherten Kapitalverkehrskontrollen weiterhin die Währungsstabilität. Die schon im Vorgängersystem der Währungsschlange sichtbare Polarisierung der Mitgliedsländer in einen Hartwährungsblock (um Deutschland) und einen Weichwährungsblock (um Frankreich) setzte sich fort und konnte letztlich nur durch wiederholte diskretionäre Wechselkursanpassungen gelöst werden.<sup>15</sup> In dieser Phase entwickelte sich die permanent unter Aufwertungsdruck stehende D-Mark de facto zur Ankerwährung des EWS. Die Politik der Deutschen Bundesbank fand ihre eindrucksvolle Bestätigung, als 1983 der damalige französische Finanzminister Jacques Delors unter dem Präsidenten Mitterand eine Umkehr der französischen Wirtschaftspolitik zugunsten einer europaorientierten Stabilisierungspolitik erreichte.

In der Phase von 1986 bis 1993 wurde das EWS I seiner Bestimmung weitgehend gerecht: Mit der Angleichung der Wirtschaftspolitiken (an den deutschen Standard) konvergierten die Inflationsraten und die Zahl der Realignments verringerte sich deutlich. 1988 beschloss der EU-Rat die vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs, die dann bis 1990 verwirklicht wurde. Gleichzeitig kämpften aber einige Mitglieder noch gegen interne Ungleichgewichte (insbesondere Budgetdefizite in

---

<sup>14</sup> Italien wurde ein erweitertes Band von je 6% zugestanden, ebenso den später hinzugekommenen Ländern Spanien (1989), Großbritannien (1990) und Portugal (1992).

Frankreich und Italien), und in Deutschland wurden die ersten Folgen der Wiedervereinigung spürbar. 1992/93 schlitterte das EWS in eine Krise, die zum faktischen Ende des Systems führte: Die Glaubwürdigkeit des Systems hatte unter der auseinanderklaffenden Wirtschaftsentwicklung in den Mitgliedstaaten gelitten: Während Italien und Spanien nach wie vor hohe Inflationsraten verzeichneten und Deutschland einen Boom mit Inflationstendenzen erlebte, breitete sich in Frankreich und Großbritannien eine Rezession aus. Als die Deutsche Bundesbank im September 1992 – entgegen den Regeln des EWS – ihre Interventionen im WKM einstellte, schieden Lira und Pfund aus dem System aus. Zur Beruhigung der Spekulation entschieden die EU-Finanzminister im August 1993, die Wechselkurs-Bandbreiten im WKM von bisher je 2¼% auf je 15% auszuweiten. Damit war das EWS I in ein System mit mehr oder weniger frei schwankenden Wechselkursen übergegangen. Da aber gleichzeitig bereits die 1. Stufe der WWU in Kraft war, wurden die erweiterten Bandbreiten bei weitem nicht ausgenutzt. Der Zusammenbruch des EWS I weist gewisse Parallelen zum Ende des BWS auf: In beiden Fällen konnte der für die Referenzwährung verantwortliche Staat (Deutschland bzw. USA) deren Stabilität nicht mehr garantieren (Moussis 2005: 122).

### ***Gründung der WWU***

Ein wichtiger Schritt zu monetären Integration Europas erfolgte 1988, als beim Europäischen Rat von Hannover die Einsetzung einer Arbeitsgruppe unter Vorsitz des Kommissionspräsidenten Jacques Delors beschlossen wurde. Der Delors-Bericht dieser Gruppe aus 1989 stützte sich wesentlich auf den Werner-Plan und sah die volle Liberalisierung des Kapitalverkehrs, die Zentralisierung der Geldpolitik und die unwiderrufliche Fixierung der Wechselkurse in der EG vor. Auf dieser Basis wurde im Dezember 1991 der *Maastricht-Vertrag* beschlossen, der im November 1993 in Kraft trat und bis Jahresbeginn 1999 umgesetzt wurde. Skidelsky (2007) spricht in diesem Zusammenhang von der "evolution of the European monetary system from a 'mini-Bretton Woods' in 1978 into a currency union". Die Übersicht 5 stellt die Gemeinsamkeiten von und die Unterschiede zwischen dem BWS und der Eurozone dar.

Als Ergebnis der Entwicklung seit dem Zusammenbruch des BWS sieht Eichengreen (2000) nur noch zwei Möglichkeiten der Währungspolitik, finanzielle Stabilität zu erreichen: "Ein Staat kann (wie die USA und Japan) den Wechselkurs freigeben, oder er kann ihn abschaffen – so wie es die Europäer getan haben" (S.9). Unter "Abschaffen" versteht Eichengreen den Eintritt in eine Währungsunion mit Einheitswährung. Aus seiner Sicht wäre etwa ein schwankender DM-Kurs des fran-

---

<sup>15</sup> Zwischen 1979 und 1985 fanden 8 Wechselkursrealignments statt.

zösischen Franc nicht mit den Zielsetzungen des einheitlichen europäischen Binnenmarktes vereinbar. Er erachtet es deshalb als "höchst vernünftig, die europäischen Währungen zu vereinheitlichen. So gesehen war die Einführung des Euro zwangsläufig und unvermeidlich" (S.11).

#### Übersicht 5: BWS und Eurozone im Vergleich

	<b>BWS</b>	<b>Eurozone</b>
<b>Ziele</b>	Stabilität und Wachstum	Stabilität und Wachstum
<b>Umfang</b>	weltweit	regional
<b>Reservewährung</b>	Dollar mit Goldbindung	Euro ohne Goldbindung
<b>Wechselkurs</b>	fest, aber anpassungsfähig	Einheitswährung
<b>Anpassungsmechanismus</b>	asymmetrisch zugunsten Dollar	volle Symmetrie durch Euro
<b>Organisation</b>	IWF mit Überwachungsfunktion und Finanzierungsfazilitäten	Zentralisierte Geldpolitik mit EZB als Währungsbehörde

Ob die WWU deshalb schon als *optimale Währungszone* (OCA) einzustufen ist, lässt sich nicht eindeutig beantworten. Baldwin – Wyplosz (2004) sind der Meinung, dass die WWU zur Zeit ihrer Gründung nicht als OCA zu betrachten war, weil wichtige Kriterien nicht erfüllt waren. So litt die Eurozone unter geringer Mobilität ihrer Arbeitskräfte, sie verfügte nicht über ein nennenswertes fiskalisches Transfersystem zum Ausgleich von asymmetrischen Schocks und selbst von einer gemeinsamen Vision über Sinn und Ziel der Integration kann man kaum sprechen. Baldwin – Wyplosz weisen aber auch darauf hin, dass Währungsunionen nicht nur ein wirtschaftliches, sondern vor allem ein politisches Unterfangen wären und dass die OCA-Kriterien keine eindeutigen Aussagen erlaubten, sondern nur Hinweise lieferten, in welchen Bereichen mit Anpassungskosten zu rechnen wäre.

## 5. Reformdiskussion zur Zukunft des internationalen Währungssystems

Die Reformbemühungen um das internationale Währungssystem hatten schon vor dem Zusammenbruch des BWS im Jahr 1971 eingesetzt und sie haben bis heute nicht aufgehört. Das allgemeine Floaten ab 1973 wurde nur als unmittelbare Notwendigkeit zur Erhaltung der wichtigsten Errungenschaften des BWS (Konvertibilität der Währungen, multilaterale Aufsicht über die Wechselkursbeziehungen, Unterstützung bei Zahlungsbilanzschwierigkeiten) gesehen, nicht aber als endgültige Problemlösung. Die schon 1967 beschlossene Einführung der Sonderziehungsrechte des IWF war ein später Rückgriff auf den Keynes-Plan und ein Vorgriff auf die allmähliche Ablösung des US-Dollar als alleinige Reservewährung. In den späten 1970er Jahren war dem "Substitutionskonto" die

Aufgabe zgedacht, die Dollarreserven der Zentralbanken durch SZR-Einlagen beim IWF zu ersetzen und damit sowohl den Dollarüberschuss abzuschöpfen als auch die unkontrollierte Ausbreitung des Multireservesystems in den Griff zu bekommen. Nach der IWF-Tagung 1980 in Hamburg wurde diese Idee aber nicht mehr weiter verfolgt.

Die verbliebene Autorität des IWF erlitt im Zuge der Finanzkrisen von Mexiko (1994-95) und später in Asien (1997-98) weitere gravierende Einbußen. Viele Mitglieder, vor allem europäische Länder, wandten sich gegen die von den USA unterstützten Interventionen des Fonds in Mexiko.

Ein weiteres Problem für den IWF besteht darin, dass die Industriestaaten im Zuge der Globalisierung der Finanzmärkte heute nicht mehr auf die Kreditfazilitäten des Fonds angewiesen sind.<sup>16</sup> In den 1970er Jahren musste sich noch Großbritannien um IWF-Hilfe bemühen, um die Folgen der ersten Ölkrisen bewältigen zu können. 1994-95 vergab der Fonds seinen größten Einzelkredit im Ausmaß von 17,8 Mrd. US\$ an Mexiko. Im Zuge der asiatischen Finanzkrise 1997-98 vergab der Fonds Kredite von insgesamt 36 Mrd. US\$ an Indonesien, Korea und Thailand. Die Neuverschuldung Koreas beim IMF machte damals mehr als 1.900% seiner Quote aus, Argentinien nahm 2001 IWF-Kredite von 800% und die Türkei 2002 von mehr als 1.300% der Quote auf. Nun zahlen die Schuldner ihre Kredite zurück, und der IWF hat Schwierigkeiten, seine Verwaltungskosten selbst zu verdienen. Der Fonds "...is now in danger of becoming irrelevant, going bankrupt, or both...Its credibility is undermined by a power structure that is badly out of touch with economic reality" (Morgan 2007: 1). Dies hat schon Stimmen laut werden lassen, den IWF aufzulösen – und zwar nicht nur von professionellen Globalisierungsgegnern.

In den letzten Jahren hat sich die Kritik am IWF auch wegen dessen Unfähigkeit zur Lösung des asiatischen Wechselkursproblems verstärkt: Eine Reihe asiatischer Wirtschaften lukriert wegen unterbewerteter Währungen Jahr für Jahr Leistungsbilanzüberschüsse. Vor allem die von den USA forcierte Aufwertung des chinesischen Renminbi (RMB) konnte vom IWF nicht wirkungsvoll argumentiert werden, weil es unter den IWF-Mitgliedern keinen Konsens über die "Gleichgewichtswechselkurse" asiatischer Währungen gibt. Allerdings hat China 2005 den US-Dollar als Referenz-

---

<sup>16</sup> Der IWF verfügt derzeit über folgende Möglichkeiten der Kreditgewährung: (i) traditionelle Stand-by-Arrangements, (ii) seit 1962 über die Compensatory and Contingency Financing Facility (CCFF) für Kredite mit geringer Konditionalität an rohstoffproduzierende Länder zur Überwindung kurzfristiger exogener Beeinträchtigungen des Außenhandels, (iii) seit 1975 über die Extended Fund Facility (EFF) für längerfristige Finanzierungen von strukturellen Zahlungsbilanzproblemen, (iv) seit 1998 über die Supplementary Reserve Facility (SRF) mit erhöhtem Zinsniveau für plötzlich auftretende Zahlungsbilanzkrisen, (v) ebenfalls seit 1998 über die bisher ungenützte Contingency Credit Line (CCL) zur Liquiditätsstärkung bei drohenden spekulativen Attacken, (vi) seit 1999 die Poverty Reduction and Growth Facility (PRGF) für niedrig-verzinsten Kredite an die ärmsten Entwicklungsländer,.

währung für den RMB durch einen Währungskorb ersetzt und damit eine leichte RMB-Aufwertung ermöglicht.

### ***Ansatzpunkte für eine IWF-Reform***

Als Folge dieser Entwicklungen befindet sich der IWF heute in einer "Orientierungskrise" (Siebert 2007) und sieht sich einer Reformdiskussion gegenüber, die eine Neudefinition seiner "Mission", eine Neuausrichtung seiner Instrumente sowie eine Änderung der Entscheidungsprozesse verlangt. Massiv eingebracht in diese Debatte hat sich der US-Kongress, als er 1998 eine Beratungskommission für internationale Finanzinstitute unter Vorsitz von Alan Meltzer, Professor an der Carnegie Mellon University Pittsburgh, einsetzte, die ein Reformmodell für den IWF entwerfen sollte. Folgt man dem Bericht dieser Kommission (Meltzer 2000) sowie einer Reihe anderer Kritiker – z.B. Williamson (2000), Truman (2006), Siebert (2007) und Morgan (2007) –, muss eine IWF-Reform an folgenden Punkten ansetzen:

- *Rückbesinnung auf die Kernkompetenzen:* Der IWF sollte sich auf sein Hauptaufgabengebiet – die kurzfristige Finanzierung von Zahlungsbilanzproblemen, die Sicherung der makroökonomischen Stabilität sowie die Krisenprävention und Krisenbewältigung – konzentrieren. Seine Instrumente sollten mehr Ex-ante-Charakter annehmen und weniger Ex-post-Aktivitäten zeitigen. Der Fonds sollte seine Rolle in einkommensschwachen Entwicklungsländern neu definieren, indem er sich auf kurzfristige Zahlungsbilanzhilfen sowie eine Beraterfunktion in makroökonomischen und Finanzmarktfragen beschränkt. Wie vom "Committee on Bank-Fund Collaboration" (unter dem Vorsitz von Pedro Malan) vorgeschlagen, sollte der Fonds Entwicklungshilfeaktivitäten der Weltbank und regionalen Entwicklungsbanken überlassen. Daher sollte auch die "Poverty Reduction and Growth Facility" (PRGF) des IWF an die Weltbank übertragen werden – sie dient nicht dem Finanzkrisenmanagement, sondern der Armutsbekämpfung. Die bisweilen angedachte Fusion von IWF und Weltbank stößt daher auch überwiegend auf Ablehnung.
- *Überwachung des Wechselkurssystems:* Die 20 bis 30 wichtigsten Mitgliedstaaten sollten stärker als bisher auf ihre Verantwortung für das Wechselkurssystem hingewiesen werden. Der IWF müsste dazu ein Datensystem mit Referenzkursen einführen, die mit einem globalen wirtschaftlichen Gleichgewicht in Einklang stehen. Ob die gegenwärtige Ablehnung des IWF von "weichen" Wechselkursregimen und das Forcieren von "Ecklösungen" (entweder fixe oder voll

flexible Wechselkurse) ökonomisch gerechtfertigt sind, wird von Williamson (2000) bezweifelt.

- *Lender of last resort*: Der IWF sollte bei internationalen Finanzkrisen stärker die Funktion eines globalen "lender of last resort" einnehmen und zur Vertrauensbildung gegenüber potenziellen Kreditnehmern auch sein Instrumentarium erweitern.

Kritiker dieser Position geben allerdings zu bedenken, dass die Mittel des IWF nicht ausreichen würden, einer internationalen Finanzkrise zu begegnen, und dass mit Interventionen zugunsten einzelner Länder ohnehin nur "Moral hazard"-Probleme ausgelöst würden. Cohen – Portes (2004) sprechen sich für einen internationalen "lender of first resort" aus: Der IWF sollte seine Mittel frühzeitig einsetzen, damit nicht eine beginnende Vertrauenskrise mehr oder weniger automatisch zum Zusammenbruch führt. Von anderen Beobachtern wird die Konditionalität der IWF-Kredite in Frage gestellt, sie sollte durch vorausgehende Qualifikationsmaßnahmen<sup>17</sup> ersetzt werden.

- *Neue IWF-Rolle im Kapitalverkehrsbereich*: Die IWF-Statuten sollten – neben der traditionellen Liberalisierung des Welthandels – die Kapitalverkehrsliberalisierung als neue Aufgabe aufnehmen. Der IWF sollte sich aber auf eine Überwachungstätigkeit konzentrieren und technische Assistenz bei der Finanzmarktentwicklung einzelner Länder der Weltbank überlassen.
- *Reform der Stimmenverteilung im IWF*: Die Verteilung der Stimmrechte muss an die geänderte wirtschaftliche Bedeutung der Mitgliedsländer angepasst werden, insbesondere ist die Dominanz der USA und Europas zurückzudrängen; die EU sollte ihre bisherigen 10 Sitze im Executive Board auf einen einzigen Sitz konsolidieren.<sup>18</sup> Morgan (2007) schlägt ein System vor, bei welchem jedem Mitglied eine Anzahl von "Basisstimmrechten" zugeteilt und Quotenerhöhungen an die Bestbietenden versteigert werden. Um die ärgsten bestehenden Verzerrungen abzubauen, wurde im September 2006 eine moderate Quotenanhebung (im Ausmaß von 1,8% der Gesamtquoten) für einige wenige Länder (China, Korea, Mexiko, Türkei) beschlossen. Ferner ist geplant, bis zur Frühjahrstagung 2008 des Internationalen Währungs- und Finanzausschusses

<sup>17</sup> Vorgeschlagen wurden z.B. freier Eintritt für Finanzinstitutionen auf den nationalen Markt, ausreichend kapitalisierte Kommerzbanken, Transparenz über die Fälligkeitsstruktur der aushaftenden Staatsschuld, angemessene Fiskalpolitik u.ä. (vgl. hierzu Williamson 2000).

<sup>18</sup> Es handelt sich dabei um 7 Sitze für EU-Länder oder von Ländergruppen mit EU-Mehrheit (Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Niederlande, Nordische Ländergruppe, Vereinigtes Königreich – diese Gruppe hält derzeit 33,55% der Stimmrechte im Fonds) sowie um Irland, Polen und Spanien, die sich in Ländergruppen ohne EU-Mehrheit befinden. Zusätzlich besitzt die EZB Beobachterstatus im IWF-Executive Board, die Auffassungen der Eurozone werden von

(IMFC)<sup>19</sup> Einigung über eine neue ("simpler and more transparent") Quotenformel zu erzielen, in der das Brutto-Inlandsprodukt stärker als bisher repräsentiert sein soll. Die Anpassung der Quoten selbst ist für September 2008 vorgesehen.

- *Interne Organisation des IWF*: Weiters muss die Transparenz der IWF-Tätigkeit erhöht werden, z.B. indem die Protokolle der Sitzungen des Executive Board quartalsweise veröffentlicht werden (und nicht erst – wie bisher – nach Ablauf von 10 Jahren) und die Erklärungen der Direktoren im Executive Board als offizielle Positionen der Mitgliedsländer ebenfalls der Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden. In letzter Konsequenz sollte aber der Executive Board – in Anlehnung etwa an die Unabhängigkeit des Europäischen Zentralbankensystems – ein von den nationalen Regierungen unabhängiges Gremium sein, das nur den IWF-Statuten verpflichtet ist und periodisch an das IMFC berichtet.
- *Neue Finanzierungsquellen*: Um Finanzierungsengpässen vorzubeugen, sollte der IWF nicht nur auf Quotenerhöhungen der Mitglieder, denen oft jahrelange Diskussionen vorausgehen, angewiesen sein, sondern auch Mittel auf den Finanzmärkten aufnehmen können. In der laufenden Quotendiskussion wendet sich die USA gegen eine allgemeine Quotenerhöhung und gegen eine Reduktion ihres Stimmenanteils von derzeit 17,08% (dies sichert der USA als einzigem Mitgliedstaat ein Vetorecht bei Quotenentscheidungen, für die eine 85%-Mehrheit erforderlich ist).

Truman (2006) sieht raschen Handlungsbedarf vor allem in den ersten drei der genannten Punkte, damit der IWF seine Kernfunktionen als globale Finanzinstitution wahrnehmen könne und nicht allmählich zu Bedeutungslosigkeit (als eine von vielen Entwicklungsorganisationen) herabsinke. Als Ausgangspunkt der Reform müsse der IWF seine "Mission" in den Bereichen Maximierung eines nachhaltigen globalen Wirtschaftswachstums und Schaffung der Voraussetzungen für internationale monetäre Stabilität neu definieren. In diesem Sinne wird dem IWF nach wie vor eine bedeutende Rolle in der Vermeidung (durch rechtzeitige Überwachung) und Bewältigung (durch Finanzierung) von Krisen zugebilligt (vgl. hierzu die Zusammenfassung verschiedener Berichte durch Williamson 2000).

---

jenem Board-Direktor vertreten, der das Land mit der EU-Präsidentschaft repräsentiert, unterstützt durch einen Vertreter der EU-Kommission.

<sup>19</sup> Das "International Monetary and Financial Committee" löste 1999 das 1974 eingerichtete "Interim Committee" des IWF ab und bereitet wie dieses die Vollversammlung des IWF vor. Das IMFC tagt zweimal im Jahr, seine 24 Mitglieder setzen sich aus IWF-Governors zusammen.

### *Hat Mundells "Intor" eine Chance?*

Über das Konzept der (regionalen) OCA weit hinaus gehen jene Überlegungen, die eine *einheitliche Weltwährung* befürworten. Nobelpreisträger Robert Mundell, der schon Anfang der 1960er Jahre den Grundstein zur OCA-Theorie legte (Mundell 1961), vertritt heute das Modell fixer Wechselkurse zwischen den drei großen Währungsblöcken – im Extremfall eine einheitliche Weltwährung. Warum sollte es nicht möglich sein – wie am Beispiel des Euro, nur im größeren Maßstab –, Dollar, Euro und Yen über fixe Wechselkurse unter ein gemeinsames Dach zu bringen und sie schließlich zur Einheitswährung "Intor" zusammenzuschließen? Dies würde die Weltwirtschaft auf die erwünschte stabile monetäre Basis stellen.

In diesem Sinne stellte Mundell der auf seinem toskanischen Wohnsitz 2003 organisierten 10. Santa-Colomba-Konferenz die Frage, "Does the Global Economy Need a Global Currency?", die von den Teilnehmern (u.a. der frühere Federal Reserve Chairman Paul Volcker und der frühere Gouverneur der israelischen Zentralbank Jacob Frenkel) eindeutig mit Ja beantwortet wurde. Mundell (2003, 2005) schlägt sechs Stufen auf dem Weg zur Welt-Einheitswährung vor, und zwar (i) zunächst die Einführung eines einheitlichen Preisindex, (ii) gefolgt von einem gemeinsamen Inflationsziel und (iii) verbindlichen Bandbreiten für die Wechselkurse, (iv) Errichtung eines Währungskomitees zur Festlegung der gemeinsamen Geldpolitik, (v) Vereinbarung über die Verteilung der Seigniorage und (vi) Beseitigung der Bandbreiten für die Wechselkurse. Auf dieser Basis könnte dann die Korbwährung "DEY" (für Dollar, Euro und Yen) geschaffen werden, sie würde den monetären Anker für die spätere folgende Einheitswährung "Intor" bilden.<sup>20</sup>

Insgesamt ist die Intor-Idee zwar interessant, aber unrealistisch, weil in jedem Währungsblock zunächst eine Strategie stabiler interner Preise verfolgt werden müsste. Einer der vielen Vorschläge, wie man Preisstabilität sichern könnte, zielt auf eine Wiederbelebung des Goldstandards, doch spielt diese Idee angesichts ihrer Nachteile eine eher untergeordnete Rolle. Zu bedenken ist vor allem, dass die Preise im Goldstandard nur stabil bleiben, wenn der Goldpreis gegenüber einem repräsentativen Güterbündel stabil ist.

Mundell (2003) selbst erwartet sich keine Unterstützung des Intor-Gedankens aus den Reservewährungsländern, weil diese in einer einheitlichen Weltwährung eine Konkurrenz zur eigenen Währung erblicken. Angesichts der Hegemoniebestrebungen der USA, der Aufholdoktrin der EU mit der Lis-

---

<sup>20</sup> Skepsis gegenüber der baldigen Einführung einer Weltwährung äußert etwa Rogoff (2001). Wie schon weiter oben erwähnt, sieht Rose (2007) sogar eine deutliche Entwicklung hin zu einem Weltwährungssystem mit flexiblen Wechselkursen und direkter Inflationssteuerung.

sabon-Agenda und der Strukturprobleme Japans ist wohl davon auszugehen, dass ein gewaltiger äußerer Druck erforderlich wäre, um diese Unterschiede zu übertönen. Ob die aufstrebenden Wirtschaftsmächte China und Indien einst einen solchen Druck auszuüben imstande sind, muss dahin gestellt bleiben.

## **6. Zusammenfassende Bemerkungen**

Aus der Darstellung des Entstehens und der Entwicklung sowohl des Systems von Bretton Woods als auch der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion wird ein gemeinsamer Grundgedanke deutlich: Für die zwischenstaatlichen Wirtschaftsbeziehungen sind fixe Wechselkurse vorteilhafter als flexible Kurse. Fixe Wechselkurse sind aber auf Dauer nur zu wahren, wenn der internationale Kapitalverkehr kontrolliert wird und die beteiligten Länder flexible Wirtschaftsstrukturen aufweisen und sich ähnlich entwickeln. Daher müssen diese Länder entweder ihre Wirtschaftspolitik koordinieren oder von Zeit zu Zeit Wechselkursanpassungen zulassen. Im BWS war beides vorgesehen, in der WWU sind Wechselkursanpassungen ausgeschlossen, sodass hier der Politikkoordination eine umso größere Rolle zukommt. Die Lehren aus dem Zusammenbruch des BWS und aus den seither pragmatisch weiter entwickelten internationalen Währungsbeziehungen sind in die WWU eingeflossen – dass es nämlich für Länder mit ähnlichem Entwicklungsstand vorteilhaft sein kann, sich zu einer Währungszone zusammenzuschließen. Diese sollte konsequenterweise nicht nur mit festen Wechselkursen ausgestattet sein, sondern im Endausbau über eine Einheitswährung verfügen. Eichengreen (2000) folgert aus der Globalisierung der finanziellen Beziehungen zwischen den Staaten, dass "der Euro, so umstritten er auch bleiben mag, eine zwingende Logik besitzt" (S.13). Die politische Demokratisierung und die Liberalisierung des Kapitalverkehrs legten die Vermutung nahe, dass der europäischen Währungsunion schon bald weitere Zusammenschlüsse dieser Art auch in anderen Teilen der Welt folgen würden. Daher werden heute auch Überlegungen angestellt, einige Erfahrungen aus der Eurozone in die Reform des Weltwährungssystems aufzunehmen. Einen Vorschlag bringt Williamson (2000), der die fiskalischen Maastricht-Kriterien als gutes Beispiel für allfällige Präqualifizierungskriterien ins Spiel bringt.

Ob sich allerdings aus dem Zusammenbruch des BWS und dem Erfolg des Euro die Mundell-Idee einer einheitlichen Weltwährung "Intor" ableiten lässt, ist angesichts der unterschiedlichen politischen und wirtschaftlichen Zielsetzungen der nunmehrigen Währungsblöcke mehr als fraglich. Verstärkt wird diese Skepsis noch durch das Aufkommen neuer Wirtschaftsblöcke wie China und In-

dien, die in ihrem zunehmenden nationalen Selbstbewusstsein wohl auch ihre eigenen Strategien verfolgen werden. Ökonomisch sinnvoll wären feste Wechselkurse bestenfalls zwischen den Währungsblöcken der großen Industriestaaten, sofern sie auch politisch am selben Strang zu ziehen bereit sind.

## Literatur

- Baldwin, Richard, Charles Wyplosz (2004), "The Economics of European Integration", Maidenhead, Berkshire (McGraw-Hill).
- Betz, Thomas (2002), "Keynes 'International Clearing Union': Modell für den Markt von morgen", Vortragsmanuskript, Juni. <<http://userpage.fu-berlin.de/~roehrigw/betz/be453.htm>>.
- Bordo, Michael D. (1993), "The Bretton Woods international monetary system: A historical overview", in: Michael D. Bordo – Barry Eichengreen (eds.), A retrospective on the Bretton Woods system, Chicago – London (The University of Chicago Press): 3-98.
- Boughton, James M. (1998), "Harry Dexter White and the International Monetary Fund", Finance & Development 35(3), September.
- Boughton, James M. (2002), "Why White, not Keynes? Inventing the postwar international monetary system", International Monetary Fund, Working Paper WP/02/52.
- Chinn, Menzie, Jeffrey Frankel (2005), "Will the euro eventually surpass the dollar as leading international reserve currency?" Harvard University, John F. Kennedy School of Government, Faculty Research Working Paper Series, RWP05-064, December (NBER Working Paper 11510), <<http://ksghnotes1.harvard.edu/Research/wpaper.nsf/rwp/RWP05-064>>.
- Cohen, Daniel, Richard Portes (2004), "Towards a lender of first resort", Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper 4615, September.
- Eichengreen, Barry (2000), "Vom Goldstandard zum EURO: Die Geschichte des internationalen Währungssystems", Berlin (Wagenbach).
- Friedman, Milton (1953), "The case for flexible exchange rates", in: ders., *Essays in positive economics*, Chicago (University of Chicago Press): 157-203.
- Gesell, Silvio (1916), "Die natürliche Wirtschaftsordnung durch Freiland und Freigeld", Bern <<http://www.geokey.de/literatur/doc/nwo.pdf>>
- Handler, Heinz (2007), "Vom EWS zum Euro: DM und Schilling Hand in Hand", in: Michael Gehler, Ingrid Böhler (Hsg.), *Verschiedene europäische Wege im Vergleich: Österreich und die Bundesrepublik Deutschland 1945/49 bis zur Gegenwart*, Festschrift für Rolf Steininger zum 65. Geburtstag, Innsbruck-Wien-Bozen (Studien Verlag): 285-304.
- IMF (2006a), "Annual Report on exchange arrangements and exchange restrictions, 2006", International Monetary Fund, Washington, D.C., September.
- IMF (2006b), "Report of the Managing Director to the International Monetary and Financial Committee on IMF quota and voice reform", International Monetary Fund, Washington, D.C., 14. September.
- Iwamoto, Takekazu (1997), "The Keynes Plan for an International Clearing Union reconsidered", *The Kyoto University Economic Review* 65(2), March: 27-42. <<http://hdl.handle.net/2433/44279>>
- Keynes, John Maynard (1913), "Indian currency and finance", London (Macmillan).
- Keynes, John Maynard (1923), "A tract on monetary reform", London (Macmillan).
- Keynes, John Maynard (1930), "A treatise on money", London (Macmillan).

- Keynes, John Maynard (1943), "Proposals for an International Clearing Union", H.M.S.O. London, 30 November.
- Krugman, Paul R., Maurice Obstfeld (2006), "International economics: Theory and policy", New York (Addison-Wesley), 7. Aufl.
- Meltzer, Alan H. (2000), "Report of the International Financial Institutions Advisory Commission", Washington, D.C.
- Morgan, John (2007), "Reforming the IMF", The Berkeley Electronic Press, Economists' Voice 4(4), Article 8, October. <<http://www.bepress.com/ev/vol4/iss4/art8>>
- Moussis, Nicholas (2005), "Access to European Union: law, economics, policies", European Study Service, Rixensart 2005 (14. Aufl.).
- Muchlinski, Elke (2004), "Kontroversen in der internationalen Währungspolitik: Retrospektive zu Keynes-White-Boughton & IMF", Freie Universität Berlin, Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft, Nr. 2004/1.
- Mundell, Robert A. (1961), "A theory of optimum currency areas", *American Economic Review* 51: 657-665.
- Mundell, Robert A. (1968), "International economics", New York (Macmillan).
- Mundell, Robert A. (2003), "The international monetary system and the case for a world currency", TIGER Distinguished Lecture Series, Warsaw, October. <<http://www.tiger.edu.pl/publikacje/dist/mundell2.pdf>>
- Mundell, Robert A. (2005), "The case for a world currency", *Journal of Policy Modeling* 27(4): 465-475.
- Padoa-Schioppa, Tommaso, The European Monetary System: A long-term view, in: Francesco Giavazzi, Stefano Micossi, Marcus Miller, The European Monetary System, Cambridge (Cambridge University Press), 1988, 369-384.
- Pandey, Radhika (2006), "The impossible trinity: Robert Mundell's pathbreaking contribution in the field of economics", October 10. <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=951200](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=951200)>
- Pétursson, Thórarinn G. (2005), "Inflation targeting and its effects on macroeconomic performance", Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, SUERF Studies 2005/5.
- Rogoff, Kenneth S. (2001), "Why not a global currency?", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 91(2): 243-247.
- Rose, Andrew K. (2007), "A stable international monetary system emerges: Inflation targeting is Bretton Woods, reversed", *Journal of International Money and Finance* 26(5), September: 663-681. (Verfügbar auch als NBER WP 12711, <<http://www.nber.org/papers/w12711>>)
- Siebert, Horst (2006), "International exchange rate systems – Where do we stand?", Kiel Institute for World Economics, Working Paper No. 1288, August.
- Siebert, Horst (2007), "Zur Reform des Internationalen Währungsfonds", Institut für Weltwirtschaft Kiel, Kieler Diskussionsbeiträge 438, Januar.
- Skidelsky, Robert (2007), "The US current account deficit and the future of the world monetary system", in: Richard Samans, Marc Uzan, Augusto Lopez-Claros (eds.), The international monetary system, the IMF and the G20: A great transformation in the making? World Economic Forum (Palgrave Macmillan).
- Suhr, Dieter, Hugo Godschalk (1986), "Optimale Liquidität: Eine liquiditätstheoretische Analyse und ein kreditwirtschaftliches Wettbewerbskonzept", Frankfurt am Main (Fritz Knapp Verlag).
- Triffin, Robert (1960), "Gold and the dollar crisis: The future of convertibility", New Haven (Yale University Press).
- Truman, Edwin M. (2006), "A strategy for IMF reform", Institute for International Economics, Policy Analyses in International Economics 77, February.

- Werner, P., Baron H. Ansiaux, G. Brouwers, B. Clappier, U. Mosca, J.B. Schöllhorn, G. Stamatii (1970), "Report to the Council and the Commission on the realization by stages of economic and monetary union in the Community", Supplement to Bulletin II-1970 of the European Communities, Brussels.
- Wicksell, Knut (1922), "Vorlesungen über Nationalökonomie auf Grundlage des Marginalprinzipes", Theoretischer Teil, 2. Band: Geld und Kredit, Jena (Gustav Fischer Verlag). Schwedische Erstveröffentlichung: Stockholm 1906.  
<<http://olldownload.libertyfund.org/Home3/Book.php?recordID=1234.02>
- Williamson, John (2000), "The role of the IMF: A guide to the reports", Institute for International Economics (Peterson Institute), Policy Briefs, May.

© 2008 Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung

Medieninhaber (Verleger), Hersteller: Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung • Wien 3, Arsenal, Objekt 20 • A-1103 Wien, Postfach 91 • Tel. (43 1) 798 26 01-0 • Fax (43 1) 798 93 86 • <http://www.wifo.ac.at/> • Verlags- und Herstellungsort: Wien

Die Working Papers geben nicht notwendigerweise die Meinung des WIFO wieder

Kostenloser Download: [http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=31986&typeid=8&display\\_mode=2](http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=31986&typeid=8&display_mode=2)