

Der Euro als Ankerwährung und als Kern eines Währungsblockes

Das Weltwährungssystem ist durch eine Vielzahl von Wechselkursarrangements gekennzeichnet. Sie reichen von flexiblen Wechselkursen über mehr oder weniger feste Wechselkursbindungen bis hin zur Verwendung einer gemeinsamen Währung, beispielsweise in einer Währungsunion. Dabei entspricht das offizielle Wechselkursregime nicht immer dem tatsächlich praktizierten.

Im Weltwährungssystem haben sich zwei wichtige Währungsblöcke herausgebildet. Neben dem US-Dollar ist es vor allem der Euro, der in vielen Ländern als gesetzliches Zahlungsmittel oder Ankerwährung verwendet wird. Beiden Währungsblöcken gehören eine ähnliche Anzahl von Staaten und abhängigen Gebieten an (ungefähr 60); der Euro-Block ist aber gemessen am Bruttoinlandsprodukt etwas kleiner. Allerdings erweist sich der Euro-Block im Hinblick auf seine Zusammensetzung als ausgesprochen stabil.

Der vorliegende Aufsatz gibt eine Übersicht über die gebräuchlichen Wechselkurssysteme und diskutiert einige der mit der Wahl eines konkreten Regimes verbundenen Konsequenzen. Er untersucht ferner, welche ökonomischen Bestimmungsfaktoren für die Zugehörigkeit zum Euro-Block (und zum US-Dollar-Block) maßgeblich sind. In diesem Zusammenhang wird auch die Frage gestellt, ob die Wirtschaftsstruktur eines Landes die Aufgabe eines bestehenden währungspolitischen Regimes nahelegt. Es zeigt sich, dass dies für kein europäisches Land aus dem Euro-Block der Fall ist. Die grundsätzliche strukturelle Eignung für eine Verwendung des Euro beziehungsweise eine Bindung an den Euro kann allerdings allein eine reibungslose Aufrechterhaltung des Wechselkursregimes nicht sicherstellen. Diese erfordert vielmehr die strikte Anpassung der nationalen Wirtschaftspolitiken an die Bedingungen eines Fixkurssystems beziehungsweise der Währungsunion.

Übersicht über alternative Wechselkurssysteme

Klassifikations-schemata von Wechselkurssystemen

Nach den Statuten des Internationalen Währungsfonds (IWF) ist den Mitgliedsländern seit Ende der siebziger Jahre die Wahl des Wechselkurssystems freigestellt. Es besteht jedoch eine jährliche Mitteilungspflicht. In verschiedenen Studien hat sich allerdings herausgestellt, dass bei diesen Mitteilungen in vielen Fällen eine Diskrepanz zwischen offiziell angegebenem und tatsächlich praktiziertem Wechselkursregime besteht.¹⁾ Seither sind verschiedene Klassifikationsschemata für Wechselkurssysteme entwickelt worden, die sich an den tatsächlichen Gegebenheiten statt an den diesbezüglichen Mitteilungen der einzelnen Länder orientieren.²⁾ Der IWF unterscheidet vor diesem Hintergrund zwischen den „de jure“, das heißt von den Mitgliedsländern gemeldeten, und den „de facto“, das heißt tatsächlich praktizierten, Wechselkurssystemen und veröffentlicht seit November 1998 für jedes seiner Mitgliedsländer eine De-facto-Klassifikation seines Regimes.³⁾

Realität durch eine Vielzahl verschiedener Wechselkursregelungen geprägt, ...

Grundsätzlich ist zwischen Systemen fixer Wechselkurse, deren geldpolitische Ausrichtung dem festgelegten Wechselkursziel untergeordnet ist, und Systemen mit flexiblen Wechselkursen, die eine binnenwirtschaftlich orientierte Geldpolitik zulassen, zu unterscheiden. Die strikteste Form eines Regimes fester Wechselkurse bilden Systeme, innerhalb derer auf ein eigenes gesetzliches Zahlungsmittel vollständig verzichtet wird und welche stattdessen die Währung des Ankerlandes übernehmen. Unter den Regimen, bei denen ein eigenes gesetzliches Zahlungsmittel erhalten bleibt, ist die Festkursbindung bei Regelungen in Form eines Currency boards besonders strikt: Per Gesetz wird festgelegt, dass erstens das Austauschverhältnis zur Ankerwährung unwiderruflich fixiert ist und zweitens die monetäre Basis nur im Gleichlauf mit den Devisenreserven variieren kann. Den Gegenpol zu festen Wechselkursen bilden Regime flexibler Wechselkurse, die da-

durch charakterisiert sind, dass der Wechselkurs marktdeterminiert ist.

Zwischen den oben angeführten Randlösungen existiert eine Vielzahl von Wechselkurssystemen, die sich durch den Grad der Wechselkursflexibilität unterscheiden. So richten konventionelle Regelungen mit fixen Wechselkursen zwar ihre Geldpolitik primär auf die Verteidigung der festgelegten Wechselkursparität aus, unter besonderen Umständen – bei fundamentalen Zahlungsbilanzungleichgewichten – wird eine Leitkursanpassung aber zugelassen. Dabei lässt sich zwischen festen Leitkursen mit horizontalen Bandbreiten und ohne diese unterscheiden, wobei die Bandbreitensysteme – wie etwa der Europäische Wechselkursmechanismus (WKM) II (siehe S. 19) – um den fixierten Leitkurs ein Schwankungsintervall für den Wechselkurs und damit eine höhere Wechselkursflexibilität zulassen. Hiervon abzugrenzen sind Wechselkursregime mit gleitenden Leitkursen, in denen Inflationsdifferenzen zwischen den Ländern durch vorab bekannt gegebene systematische Leitkursanpassungen aufgefangen werden sollen.

... die einen unterschiedlichen Grad an Wechselkursflexibilität aufweisen

Von den insgesamt 190 Mitgliedsländern des IWF haben sich nach der letzten Erfassung (Stand: April 2011) 92 für feste Wechselkurse

Internationales Währungssystem und der Euro-Raum

¹ Die diesbezügliche Literatur wurde wesentlich beeinflusst von der Studie G. A. Calvo und C. M. Reinhart (2002), Fear of floating, Quarterly Journal of Economics 117, S. 379–408, die zu dem Schluss kam, dass die „offizielle“ Einstufung vor allem für Länder, die angaben, flexible Wechselkurse zu haben, häufig nicht zutrif.

² Von diesen Klassifikationsschemata erlangten insbesondere die folgenden einen größeren Bekanntheitsgrad: E. Levy-Yeyati und F. Sturzenegger (2003), To float or to fix: evidence on the impact of exchange rate regimes on growth, American Economic Review 93, S. 1173–1193; C. M. Reinhart und K. S. Rogoff (2004), The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation, Quarterly Journal of Economics 119, S. 1–48; J. C. Shambaugh (2004), The effect of fixed exchange rates on monetary policy, Quarterly Journal of Economics 119, S. 301–352.

³ Vgl. z. B.: K. Habermeier, A. Kokenyne, R. Veyrone und H. Anderson, Revised system for the classification of exchange rate arrangements, IMF Working Paper Nr. 09/211.

Fixkursregime, Regime flexibler Wechselkurse und Mischsysteme in Europa *)

Stand: Ende April 2011



Basiskarte: www.kartenwelten.de. * Klassifikation in Anlehnung an IWF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2011 (Fixkursregime umfassen die Kategorien „No separate legal tender“, „Currency board“, „Conventional peg“ sowie „Stabilized arrangement“, Regime flexibler Kurse die Kategorien „Floating“ sowie „Free floating“ und Mischsysteme die Kategorien „Crawl-like arrangement“ und „Other managed arrangement“) und Deutsche Bundesbank, Devisenkursstatistik, Tabellen IV.

Deutsche Bundesbank

entschieden.⁴⁾ Dem stehen 32 Staaten mit verschiedenen Mischsystemen und 66 mit flexiblen Wechselkursen gegenüber. Zu den letztgenannten zählt der IWF auch alle Länder der Europäischen Währungsunion (EWU), die den Euro gegenüber anderen Währungen frei schwanken lassen. Insofern als dies auch auf die übrigen weltweit besonders bedeutenden Währungen wie den US-Dollar und den Yen zutrifft, wird das derzeitige Weltwährungssystem maßgeblich von Regimen flexibler Wechselkurse geprägt. Gleichzeitig unterliegen die Länder des Euro-Raums allerdings untereinander der striktesten Form einer Fixkursbindung, da sie gemeinsam eine Währungsunion bilden.

Während also die EWU als Ganzes mit dem Euro als frei schwankender Währung das eine Ende des Spektrums von Wechselkurssystemen besetzt, ist für die Mitgliedsländer untereinander mit der Aufgabe nationaler Währungen und der Vergemeinschaftung der Geldpolitik das andere Ende des Spektrums maßgeblich.

4 Für die Zählung wurden die Kategorien „No separate legal tender“, „Currency board“, „Conventional peg“, „Stabilized arrangement“ sowie „Pegged exchange rate within horizontal bands“ des IWF zur Gruppe der Fixkurssysteme zusammengefasst und die Kategorien „Floating“ und „Free floating“ zur Gruppe der Regime mit flexiblen Wechselkursen. Vgl.: IWF (2011), Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions.

Zu den Implikationen alternativer Wechselkursregime

Nach dem Trilemma der Währungspolitik, das mit dem Zusammenbruch des globalen Festkurssystems von Bretton Woods deutlich wurde, können feste Wechselkurse, freier Kapitalverkehr und eine autonome Geldpolitik nicht beliebig miteinander kombiniert werden. Letztlich sind feste Wechselkursregime bei freiem Kapitalverkehr nur dann funktionsfähig, wenn im Konfliktfall auf eine binnenwirtschaftlich orientierte Geldpolitik verzichtet und stattdessen die Geldpolitik des Ankerwährungslandes übernommen wird.

Eine außenwirtschaftliche Ausrichtung der Geldpolitik und der damit verbundene Autonomieverlust lassen sich aber rechtfertigen, wenn die Wirksamkeit einer binnenwirtschaftlich orientierten Geldpolitik begrenzt ist und sich die Preisstabilität des Ankerwährungslandes durch eine Wechselkursbindung importieren lässt. Ein weiterer wesentlicher Vorteil fester Wechselkurse wird in dem Rückgang der Wechselkursunsicherheit und -volatilität gesehen. Dies setzt aber voraus, dass die Geldpolitik auf die Verteidigung des Wechselkurszieles ausgerichtet ist und die Festkurse glaubwürdig sind. So hat etwa Krugman modelltheoretisch gezeigt,¹⁾ dass sich allein die glaubwürdige Ankündigung eines Wechselkurszieles wechselkursstabilisierend auswirken kann. Dahinter steht die Vorstellung, dass der Wechselkurs nicht nur von Fundamentalfaktoren und zufälligen Schwankungen, sondern auch durch Wechselkursänderungserwartungen bestimmt wird. Diese wirken dann – über einsetzende Spekulation – destabilisierend, wenn die Devisenmarktinterventionen der Notenbank nicht glaubwürdig sind und eine Anpassung der Festkurse oder ein Regimewechsel hin zu

höherer Wechselkursflexibilität erwartet wird.

Durch die enge gesetzlich geregelte Bindung an eine international akzeptierte Ankerwährung wird in einem Currency board unmittelbar Reputation in der Geldpolitik aufgebaut, weshalb es über ein relativ hohes Maß an Glaubwürdigkeit verfügt. In Regimen mit einer weniger strikten Wechselkursbindung ist die Glaubwürdigkeit der Wechselkursziele dagegen begrenzt, und das Wechselkursrisiko kann nicht vollständig ausgeschaltet werden. So ist die Option einer Leitkursanpassung einerseits mit dem Vorteil verbunden, dass fundamentale makroökonomische Ungleichgewichte über eine Wechselkursanpassung abgebaut werden können. Gleichzeitig wird aber auch die Verteidigung des Leitkurses unglaubwürdiger. Wird zusätzlich ein Wechselkursband um die Zentralparität errichtet, innerhalb dessen der Wechselkurs frei schwankt, kann die Zentralbank zwar in Grenzen eine autonome Geldpolitik betreiben. Die Sicherung der Regimeglaubwürdigkeit erfordert aber, dass der geldpolitische Spielraum zur Stabilisierung der Inflationserwartungen genutzt wird. Das Gelingen einer solchen Politik hängt letztlich von der Reputation der nationalen Notenbank ab. Schließlich können Regime mit gleitenden Leitkursen für eine Übergangszeit, in der die Inflationsdifferenzen zwischen den Ländern sehr groß sind, geeignet sein, um den realen Wechselkurs und damit die preisliche Wettbewerbsposition zu stabilisieren.

¹⁾ Vgl.: P.R. Krugman (1991), Target zones and exchange rate dynamics, Quarterly Journal of Economics 106, S. 669–682.

Überlegenheit eines Wechselkursystems nicht per se, sondern abhängig von den Rahmenbedingungen

Insgesamt legt die große Palette von existierenden Wechselkursregelungen nahe, dass keines der Regime den anderen per se überlegen ist. Darauf deutet auch hin, dass viele Länder im Zeitverlauf verschiedene Wechselkurssysteme gewählt haben. Ob sich die gesamtwirtschaftlichen Ziele Preisniveaustabilität, hoher Beschäftigungsstand, angemessenes und stetiges Wirtschaftswachstum sowie außenwirtschaftliches Gleichgewicht eher bei festen oder flexiblen Wechselkursen realisieren lassen, hängt von verschiedenen Rahmenbedingungen ab, die sich im Zeitablauf ändern können. So zeigen Klein und Shambaugh,⁵⁾ die Wechselkurssysteme von insgesamt 125 Ländern im Zeitraum von 1973 bis 2004 untersucht haben, dass diese Länder bereits nach einer durchschnittlichen Verweildauer von fünf Jahren einen Regimewechsel durchgeführt haben. Dabei war nach Eichengreen in den achtziger Jahren und Anfang der neunziger Jahre die Tendenz zu beobachten, dass Regime mit anpassungsfähigen Festkursen und Wechselkursbandbreitensysteme zugunsten unwiderruflich fester oder frei schwankender Wechselkurse aufgegeben wurden.⁶⁾ Mit dem Hinweis auf die vorangegangenen Krisen des Europäischen Währungssystems und auf die Gefahr destabilisierender Spekulation wird diese Entwicklung von ihm ausdrücklich begrüßt. Demgegenüber vertritt Frankel die Auffassung, dass Systeme, die ein gewisses, aber geringes Maß an Wechselkursflexibilität zulassen, bei hinreichender Konvergenz und Glaubwürdigkeit durchaus eine sinnvolle Alternative darstellen und auch die währungspolitischen Extreme durch Spekulation unter Druck gebracht werden können.⁷⁾

■ Der Euro-Block

Als Euro-Block kann man die Gesamtheit aller Staaten und Gebiete bezeichnen, in denen der Euro als gesetzliches Zahlungsmittel verwendet wird oder deren Währungen ihm gegenüber fixiert sind. Er ist auf den beiden Karten auf den Seiten 20 und 21 abgebildet. Den Kern des Euro-Blocks bilden die 17 Staaten, die der EWU

angehören: Belgien, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich einschließlich einiger französischer Überseegebiete⁸⁾, Griechenland, Irland, Italien, Luxemburg, Malta, die Niederlande, Österreich, Portugal, die Slowakei, Slowenien, Spanien und Zypern. Als gesetzliches Zahlungsmittel wird der Euro darüber hinaus in vier europäischen Mikrostaaten und drei weiteren französischen Überseegebieten verwendet.⁹⁾ Gleiches gilt für Montenegro und das Kosovo, die sich für eine unilaterale Euroisierung entschieden haben. Sie verzichten also zugunsten des Euro auf die Ausgabe einer eigenen Währung, ohne dass das Eurosystem eine Verpflichtung ihnen gegenüber eingegangen ist.

Mit Dänemark,¹⁰⁾ Lettland und Litauen nehmen derzeit drei Länder am WKM II teil.¹¹⁾ Mitglieder des WKM II haben ihre Währungen gegenüber dem Euro fixiert. Durch eine stabilitätsorientierte Geldpolitik und – bei Bedarf – mithilfe von Devisenmarktinterventionen verhindern ihre Notenbanken gemeinsam mit dem Eurosystem, dass der bilaterale Wechselkurs ihrer Währungen gegenüber dem Euro eine festgelegte Bandbreite um den jeweiligen Leitkurs verlässt. Diese Bandbreite wurde für die dänische Krone auf $\pm 2,25\%$, für die übrigen Währungen auf $\pm 15\%$ festgesetzt. Sowohl die let-

Mitglieder im WKM II

5 Vgl.: M.W. Klein und J.C. Shambaugh (2010), *Exchange Rate Regimes in the Modern Era*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

6 Vgl.: B. Eichengreen (1994), *International Monetary Arrangements for the 21st Century*, Washington, DC, The Brookings Institution.

7 Vgl.: J.A. Frankel (1999), *No single currency regime is right for all countries or at all times*, NBER Working Paper, Nr. 7338.

8 Französisch-Guayana, Guadeloupe, Martinique, Mayotte, Réunion.

9 Im ersten Fall handelt es sich dabei um Andorra, Monaco, San Marino und die Vatikanstadt, im zweiten um Saint Barthélemy, Saint Martin sowie Saint Pierre und Miquelon. Zur rechtlichen Stellung des Euro in den verschiedenen französischen Überseegebieten vgl.: N. de Sèze, A. Marchand und R. Bardy (2011), *French overseas territories and the euro*, *Banque de France Quarterly Selection of Articles*, Nr. 24, S. 101–124.

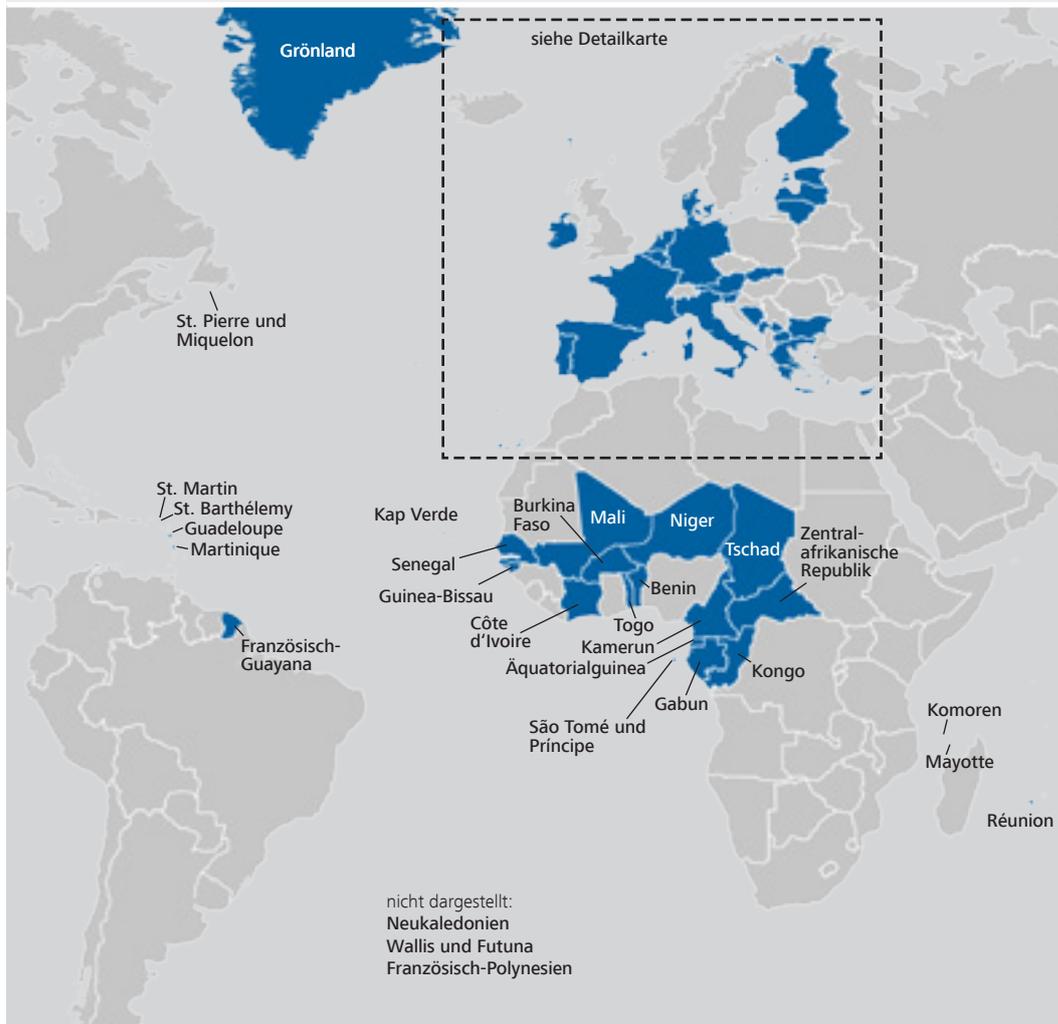
10 Da in Färöer und Grönland die dänische Krone gesetzliches Zahlungsmittel ist, gehören auch sie dem Euro-Block an.

11 Der WKM II wird eingehender beschrieben in: Deutsche Bundesbank (2008), *Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion*, Frankfurt am Main, S. 73–82.

Der Euro als gesetzliches Zahlungsmittel

Der Euro-Block: Staaten und Gebiete, die den Euro als gesetzliches Zahlungsmittel verwenden oder ihre Währung ihm gegenüber fixiert haben

Stand: Ende April 2011



Quellen: IWF, EZB und Deutsche Bundesbank, Devisenkursstatistik. Basiskarte: www.kartenwelten.de. Deutsche Bundesbank

tischen als auch die litauischen Behörden haben sich jedoch einseitig auf eine weit striktere Anbindung an den Euro verpflichtet, die der EZB keine zusätzlichen Pflichten auferlegt. So hält Lettland den Wechselkurs zum Euro in einer Schwankungsbreite von $\pm 1\%$ um den Leitkurs. Die Notenbank Litauens stabilisiert den Leitkurs ihrer Währung zum Euro im Rahmen einer Currency-board-Regelung.

fixieren etliche afrikanische Staaten¹²⁾ sowie die französischen Gebiete der CFP-Franc-Zone¹³⁾ ihre Währungen gegenüber dem Euro. Während die ehemalige jugoslawische Republik Mazedonien formal den Wechselkurs ihrer Währung frei schwanken lässt, wird er de facto ebenfalls zum Euro fix gehalten.

Weitere gegen-
über dem Euro
verankerte
Währungen

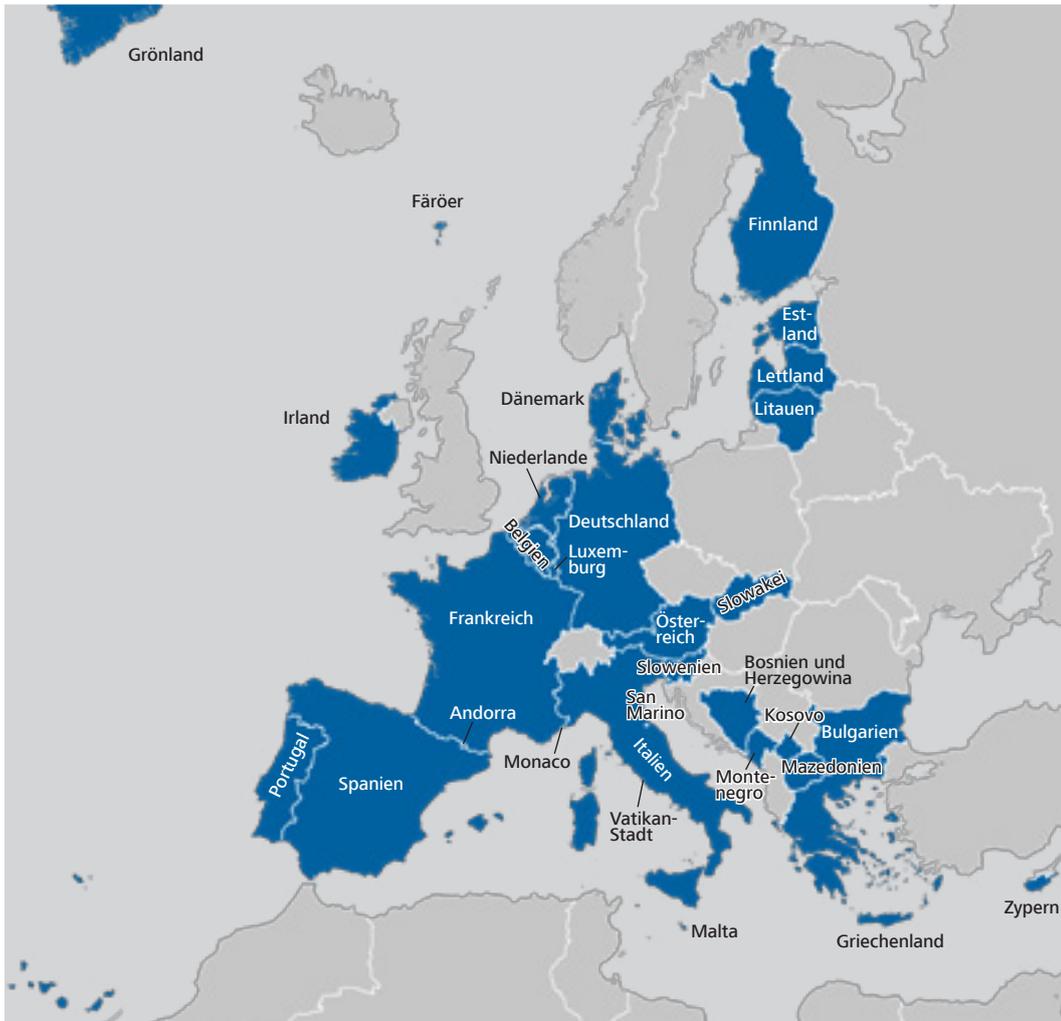
Außerhalb des WKMI haben mit Bosnien und Herzegowina sowie Bulgarien zwei weitere Länder ihre Währungen über ein Currency-board-System an den Euro gebunden. Im Rahmen eines konventionellen Festkurssystems

12 Es handelt sich dabei um die der CFA-Franc-Zone angehörenden Staaten aquatorialguinea, Benin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Gabun, Guinea-Bissau, Kamerun, Kongo, Mali, Niger, Senegal, Togo, Tschad und Zentralafrikanische Republik sowie die nicht der CFA-Franc-Zone zugehörigen Länder Kap Verde, Komoren und Sao Tomé und Principe.

13 Die CFP-Franc-Zone umfasst Neukaledonien, Französisch-Polynesien sowie Wallis und Futuna.

Der Euro-Block: Staaten und Gebiete, die den Euro als gesetzliches Zahlungsmittel verwenden oder ihre Währung ihm gegenüber fixiert haben; Detailkarte Europa

Stand: Ende April 2011



Quellen: IWF, EZB und Deutsche Bundesbank, Devisenkursstatistik. Basiskarte: www.kartenwelten.de
 Deutsche Bundesbank

Kroatien und die Schweiz als Sonderfälle

Die Währungspolitik zweier weiterer Länder orientiert sich weniger strikt am Euro, weshalb sie nicht eigentlich zum Euro-Block gerechnet werden können und auch nicht in die abgebildeten Karten aufgenommen wurden:¹⁴⁾ Kroatien hat zeitweise seine Währung gegenüber dem Euro stabilisiert, in anderen Phasen aber auch eine graduelle Wertverschiebung ihm gegenüber zugelassen. Der IWF klassifizierte das kroatische Wechselkursregime zuletzt als an einem gleitenden Leitkurs orientiert („Crawl-like arrangement“).¹⁵⁾ Die Schweizerische Nationalbank legte Anfang September 2011 für den Schweizer Franken einen Mindestkurs gegenüber dem Euro fest, nachdem sich der

Franken im Zuge der Schuldenkrise einiger Länder des Euro-Raums und den daraus resultierenden Kapitalzuflüssen in das Alpenland beträchtlich aufgewertet hatte. Zur Verteidigung des Mindestkurses kündigte sie an, unbe-

¹⁴ Daneben spielt der Wechselkurs zum Euro auch für die Währungspolitik derjenigen Länder eine gewisse Rolle, die ihre Währungen gegenüber einem Währungskorb fixiert haben, in dem auch der Euro enthalten ist. Letzteres trifft soweit bekannt auf alle derzeit verwendeten Währungskörbe bis auf den von Tonga zu. Da die Geldpolitik dieser Länder aber auch von den Kursen gegenüber anderen Währungen als dem Euro beeinflusst wird, können sie keinem Währungsblock zugerechnet werden. Länder dieser Gruppe werden aufgeführt in: EZB, The International Role of the Euro, Juli 2011, S. 16.

¹⁵ Vgl.: IWF, a. a. O., S. 740.

Wechselkurs des Euro gegenüber dem Schweizer Franken

1 € = ... sfr; Tageswerte, log. Maßstab



Deutsche Bundesbank

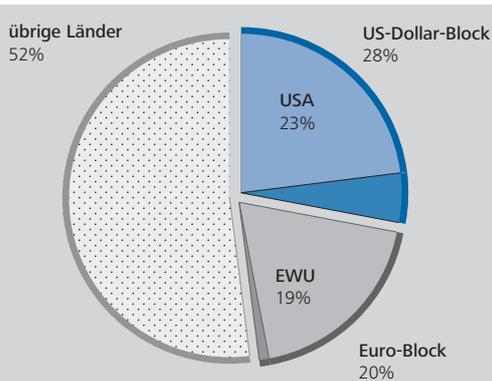
Wechselkurs des Euro gegenüber der Kuna (Kroatien)

1 € = ... K; Tageswerte, log. Maßstab



Deutsche Bundesbank

Anteile der zwei großen Währungsblöcke an der globalen Wertschöpfung



Quelle: Eigene Berechnung auf Basis von Daten der Weltbank (WDI).

Deutsche Bundesbank

schränkt Devisen zu kaufen. Im laufenden Jahr lag der Wechselkurs immer in der Nähe dieses Mindestkurses. So verharrte der Euro-Referenzkurs der EZB zwischen dem Mindestkurs von 1,20 Franken und 1,22 Franken.

Der oben abgegrenzte Euro-Block umfasst 59 Staaten und Gebiete. Sein wirtschaftlicher Schwerpunkt liegt in Europa, doch gehören ihm vor allem in Afrika auch etliche Staaten und Gebiete an, die bis in die zweite Hälfte des zwanzigsten Jahrhunderts politisch von heutigen EWU-Mitgliedern oder Dänemark abhängig waren oder es derzeit noch sind. Im Jahr 2010 erwirtschaftete der Euro-Block ein Fünftel der globalen Wertschöpfung, gerechnet in Kaufkraftparitäten war es ein Sechstel.¹⁶⁾

Der Euro-Block ...

Neben dem Euro spielt vor allem der US-Dollar eine bedeutende Rolle als Ankerwährung.¹⁷⁾ Bei einer zum Euro-Block vergleichbaren Abgrenzung umfasste der US-Dollar-Block Ende April 2011 insgesamt 63 Staaten und Gebiete.¹⁸⁾ Obwohl diese Anzahl nur unwesentlich von der des Euro-Blocks abweicht, war das aggregierte Bruttoinlandsprodukt (BIP) des US-Dollar-Blocks um ein Drittel, in Kaufkraftparitäten gerechnet gar um die Hälfte größer. Bei einem solchen Vergleich ist zum einen zu berücksichtigen, dass die Wirtschaftsleistung des US-Dollar-Blocks zu einem erheblichen Teil in einem einzigen Land, den USA, erbracht wird, deren BIP bereits alleine das des Euro-Blocks übersteigt. Der Euro-Block wird zwar in ähnlicher Weise

... im Vergleich zum US-Dollar-Block

¹⁶ Eigene Berechnungen auf Basis von WDI-Daten der Weltbank.

¹⁷ Alle anderen Währungen sind aktuell als Ankerwährungen unbedeutend. Das Pfund Sterling wird als Anker von einigen vom Vereinigten Königreich abhängigen Gebieten verwendet, der Neuseeland-Dollar auf von Neuseeland abhängigen pazifischen Inseln, der australische Dollar in drei kleinen Pazifikstaaten, der südafrikanische Rand in den Nachbarländern Namibia, Swasiland und Lesotho, die indische Rupie in Nepal und Bhutan, der Singapur-Dollar in Brunei und der Schweizer Franken in Liechtenstein.

¹⁸ Der Abgrenzung liegt vor allem die oben erwähnte Defacto-Klassifikation der Währungsregime nach IWF, a. a. O., zugrunde. Einem Währungsblock werden diejenigen Länder zugeordnet, die bezüglich der infrage stehenden Währung in eine der Kategorien fallen, die in Fußnote 4 in der Gruppe der Fixkursysteme zusammengefasst wurden. Daneben wurden selbstverständlich auch die Länder des Euro-Raums als Teil des Euro-Blocks gewertet.

wirtschaftlich vom Euro-Raum dominiert, der Unterschied besteht aber darin, dass dieser im Gegensatz zu den USA aus 17 souveränen Staaten zusammengesetzt ist. Zum zweiten kann ein solcher Vergleich spürbar von der Abgrenzung der Währungsblöcke beeinflusst werden. Für den US-Dollar-Block trifft dies insbesondere auf China zu: Das Währungssystem Chinas wurde wegen der graduellen Aufwertung des Renminbi gegenüber dem US-Dollar im Unterschied zu den Vorjahren zuletzt nicht mehr als Fixkursregime zum US-Dollar klassifiziert. Anderenfalls wäre die Wirtschaftsleistung des US-Dollar-Blocks noch merklich größer.

Gemeinsamkeiten und Unterschiede der geographischen Zusammensetzung

Vergleicht man die geographische Zusammensetzung der beiden Währungsblöcke, fallen zunächst Gemeinsamkeiten auf: Wie der Euro wird zum Beispiel auch der US-Dollar regional stark als Ankerwährung genutzt, so vor allem auf etlichen westindischen Inseln und in Zentralamerika. Im Unterschied zum Euro spielt der US-Dollar aber global für etliche Erdöl exportierende Länder als Währungsanker eine Rolle, was wohl auf die Notierung von Erdöl in US-Dollar zurückzuführen ist. Dies gilt insbesondere für den Nahen Osten und Zentralasien. Daneben fixieren aber weltweit auch andere Länder ihre Währungen gegenüber dem US-Dollar, so zum Beispiel die Staaten Indochinas (Vietnam, Laos, Kambodscha) oder – als derzeit einziger europäischer Staat – die Ukraine.

Zusammensetzung des Euro-Blocks vergleichsweise stabil

In einer Längsschnittsbetrachtung seit 1999 zeigt sich, dass die Zusammensetzung des Euro-Blocks verglichen mit dem US-Dollar-Block ausgesprochen stabil geblieben ist. Legt man die De-facto-Klassifikation des IWF zugrunde, haben seit Gründung der Währungsunion nur Ungarn und Kroatien eine einmal eingegangene Fixierung ihrer Währungen gegenüber dem Euro wieder gelockert. Die Fluktuation bezüglich der Zugehörigkeit zum US-Dollar-Block war demgegenüber erheblich größer. Dies impliziert aber keineswegs, dass der US-Dollar seither als Ankerwährung an Bedeutung verloren hätte. Tatsächlich hat in diesem Zeitraum

die Anzahl der Währungen, die neu gegenüber dem US-Dollar verankert wurden diejenige der entsprechenden Kursflexibilisierungen überstiegen.

Kriterien für die Wahl des Wechselkursregimes

Die wissenschaftliche Literatur begann schon in den sechziger Jahren des vorigen Jahrhunderts Bedingungen herzuleiten, unter denen ein Regime fixer Wechselkurse besonders vorteilhaft ist. Sie geht zurück auf Mundell, McKinnon und Kenen.¹⁹ Diese sogenannte Theorie optimaler Währungsräume vergleicht die Nutzen und Kosten einer Währungsintegration in Abhängigkeit von Strukturmerkmalen der beteiligten Volkswirtschaften. Wesentlicher Nutzenfaktor einer Währungsintegration ist hierbei der Wegfall von Wechselkursunsicherheit und von Transaktionskosten, die beim Umtausch von Währungen, bei der Absicherung gegen Wechselkursrisiken und bei der Informationsbeschaffung über die weitere Wechselkursentwicklung anfallen.

Im Gegensatz zum Nutzen, der erst bei der Einführung einer Einheitswährung voll zum Tragen kommt, fallen die Kosten der Kursbindung auch dann an, wenn die nationalen Währungen erhalten bleiben und ihre Wechselkurse fixiert werden. Die Kosten fester Wechselkurse stehen damit im Zusammenhang, dass das Wechselkursinstrument zur Überwindung externer gesamtwirtschaftlicher Störungen nicht mehr zur Verfügung steht. Dies kann insbesondere dann problematisch sein, wenn die Länder in unterschiedlichem Ausmaß von diesen Störungen betroffen sind. Dabei hängt die Höhe der Kosten dieser sogenannten asymmetrisch

Nutzen der Währungsintegration vor allem durch Wegfall von Wechselkursunsicherheit und Transaktionskosten, ...

... aber auch Kosten durch Verzicht auf den Wechselkurs als Anpassungsinstrument, ...

¹⁹ Vgl.: R.A. Mundell (1961), A theory of optimum currency areas, American Economic Review 51, S. 657–665; R.I. McKinnon (1963), Optimum currency areas, American Economic Review 53, S. 717–725; P.B. Kenen (1969), The theory of optimum currency areas: an eclectic view, in: R.A. Mundell und A.K. Swoboda (Hrsg.), Monetary Problems of the International Economy, Chicago, University of Chicago Press, S. 41–60.

verteilten Schocks von der Verfügbarkeit alternativer Anpassungsmechanismen ab.

... deren Höhe abhängig ist vom Grad der Preisflexibilität und Faktormobilität ...

Länder eines Fixkurssystems oder einer Währungsunion, deren preisliche Wettbewerbsfähigkeit divergiert, können ein sich daraus möglicherweise ergebendes realwirtschaftliches Ungleichgewicht nicht mehr durch eine Anpassung der nominalen Wechselkurse abbauen, solange das Wechselkursziel oder die gemeinsame Währung nicht aufgegeben werden. Statt über eine nominale Wechselkursvariation kann jedoch die Angleichung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit grundsätzlich auch durch eine Anpassung der Löhne und Güterpreise erfolgen. Dies erfordert allerdings eine relativ hohe Lohn- beziehungsweise Preisflexibilität, damit der Anpassungsprozess sich hinreichend rasch vollziehen kann. Alternativ können solche regionalen Ungleichgewichte auch durch eine grenzüberschreitende Wanderung der Produktionsfaktoren, vor allem von Arbeitskräften, ausgeglichen werden. Insgesamt können Länder mit flexiblen Arbeitsmärkten und einer hohen Mobilität der Produktionsfaktoren eher auf das Wechselkursinstrument verzichten und sind mithin für feste Wechselkurse besser geeignet.

... und von der Größe und dem Offenheitsgrad einer Volkswirtschaft ...

In einer kleinen und offenen Volkswirtschaft ist die heimische Preis- und Kostenentwicklung in hohem Maße wechselkursabhängig, sodass die Wirksamkeit des Wechselkursinstruments zur Veränderung der Relativpreise zwischen in- und ausländischen Gütern begrenzt ist. So schlägt sich beispielsweise eine nominale Abwertung der heimischen Währung oft in einem entsprechenden Kosten- und Preisanstieg im Inland nieder, der die Auswirkungen der nominalen Wechselkursvariation auf die grenzüberschreitenden Relativpreise abschwächt. Die Theorie optimaler Währungsräume legt deshalb nahe, dass fixe Wechselkurse eher für sehr offene Volkswirtschaften von Vorteil sind.²⁰ In der Praxis, in der prinzipiell mehrere Währungen als Anker infrage kommen, impliziert dieses Argument, dass diejenige Ankerwährung als besonders sinnvoll erscheint, mit deren

Währungsblock ein Land eine enge Handelsintegration aufweist. Daneben können aufgrund der relativ geringen Tiefe und Breite der Finanzmärkte kleiner Volkswirtschaften größere grenzüberschreitende Kapitalströme zu heftigen Wechselkursbewegungen führen. Dies spricht ebenfalls für feste Wechselkurse.

Stark diversifizierte Volkswirtschaften, die gleichzeitig durch eine hohe Faktormobilität gekennzeichnet sind, weisen eine relativ hohe Anpassungsfähigkeit auf und können sektorspezifische Schocks durch eine interne Produktionsverlagerung relativ gut absorbieren. Die Asymmetrie der Schocks bezieht sich dann lediglich auf Wirtschaftssektoren innerhalb des betreffenden Landes und schlägt sich nicht zwangsläufig in einem außenwirtschaftlichen Ungleichgewicht, das einer Wechselkursanpassung bedürfte, nieder. Daher kann mit steigendem Diversifikationsgrad einer Volkswirtschaft auf Wechselkursflexibilität eher verzichtet werden.

... sowie dem gesamtwirtschaftlichen Diversifikationsgrad ...

Sind die Verhaltensweisen der Wirtschaftsteilnehmer oder deren wirtschaftspolitische Präferenzen heterogen, können auch symmetrische Schocks asymmetrische Lohn- und Preisanpassungen nach sich ziehen. So kann beispielsweise eine grenzüberschreitende Nachfrageschwäche eine stärkere Lohnzurückhaltung in einem Land zur Folge haben als in anderen. Dies könnte über eine Wechselkursanpassung ausgeglichen werden. Ein ähnlicher Fall liegt vor, wenn aufgrund heterogener Inflationspräferenzen unterschiedliche Inflationsraten angestrebt werden. Hieraus folgt, dass feste Wechselkurse ähnliche Wirtschaftsstrukturen und Präferenzen der beteiligten Länder voraussetzen.

... und der Symmetrie der Wirtschaftsstrukturen und der Homogenität der Präferenzen

²⁰ Nach F. Breedon, T. G. Pétursson und A. K. Rose (2012), Exchange rate policy in small rich economies, *Open Economies Review* 23, S. 421–445, z. B. verursachen flexible Wechselkurse in kleinen, wohlhabenden Volkswirtschaften eine steigende Wechselkursvolatilität, ohne dass sie als Anpassungsinstrument die Volatilität realwirtschaftlicher Variablen signifikant verringern würden.

Eine empirische Untersuchung zur Wahl des Euro als gesetzliches Zahlungsmittel oder Ankerwährung

Empirische Analyse

In einer empirischen Analyse wurden die fundamentalen strukturellen Bestimmungsgründe für die Wahl des Euro als gesetzliches Zahlungsmittel oder als Ankerwährung näher untersucht.²¹⁾ Methodisch wurde für alle Staaten und abhängigen Gebiete jeweils die Wahrscheinlichkeit ermittelt, dass sie dem oben abgegrenzten Euro-Block, dem US-Dollar-Block oder keinem dieser Blöcke angehören.²²⁾ Dabei wurde nicht danach unterschieden, ob ein Land Mitglied der EWU ist, ob es sich unilateral für eine Euroisierung entschieden hat oder ob es den Kurs seiner eigenen Währung gegenüber dem Euro fixiert hält.

Bestimmungsfaktoren gemäß der Theorie optimaler Währungsräume

Dies hängt damit zusammen, dass als Bestimmungsfaktoren Variablen verwendet wurden, die sich aus der oben beschriebenen Theorie optimaler Währungsräume ergeben, welche wiederum für alle Intensitäten der Fixierung einer Währung eine Rolle spielen. Die Bedeutung dieser Kriterien für die Wahl eines Wechselkursregimes ist in zahlreichen Studien untersucht und bestätigt worden.²³⁾ Die konkrete Wahl der Ankerwährung, die den Schwerpunkt des erwähnten Forschungspapiers der Bundesbank bildet, blieb in der Literatur bislang allerdings weitgehend unberücksichtigt.²⁴⁾

Flexible versus fixe Wechselkurse

Die in der Studie beschriebenen Schätzungen kommen zunächst zu dem Ergebnis, dass ein Land, das ein hohes reales BIP aufweist, mit einer vergleichsweise geringen Wahrscheinlichkeit ein Fixkursregime zum Euro oder einer anderen Währung verfolgt. Kleinere Volkswirtschaften sind üblicherweise stärker auf grenzüberschreitenden Handel angewiesen, was in der Regel mit einem höheren Offenheitsgrad einhergeht. Auch sind ihre Möglichkeiten, eine unabhängige Geldpolitik zu betreiben, vergleichsweise gering, sodass die Opportunitätskosten eines Festkurses niedrig sind. Demgegenüber stellte sich aber auch heraus, dass ein

Regime fixierter Wechselkurse umso eher vorherrscht, je wohlhabender das betrachtete Land gemessen am BIP pro Kopf ist.²⁵⁾

Die Wahrscheinlichkeit für eine Zugehörigkeit zum Euro-Block steigt mit zunehmender Handelsintegration eines gegebenen Landes mit den (übrigen) Ländern des Euro-Blocks. Dabei sind nicht notwendigerweise nur die Handelsbeziehungen zum Euro-Raum entscheidend, sondern auch diejenigen zu anderen Ländern, die ihre Währungen ebenfalls an den Euro gebunden haben. Eine geringere Distanz zwischen einem gegebenen Land und dem geldpolitischen Zentrum des Euro-Raums (Frankfurt am Main) erwies sich darüber hinaus als weiterer wichtiger Fundamentalfaktor, der die Zugehörigkeit zum Euro-Block begünstigt. Geringe Distanz wiederum – so ist zu erwarten – geht tendenziell mit einer relativ hohen Faktormobilität, einer höheren Korrelation von Konjunkturzyklen und Verbrauchsgewohnheiten einher. Schließlich weist die Schätzung nach, dass auch solche Länder den Euro besonders häufig als Ankerwährung verwenden, die noch bis mindestens in die sechziger Jahre von einem Staat des heutigen Euro-Blocks abhängig waren.²⁶⁾

Bestimmungsfaktoren für die Zugehörigkeit zum Euro-Block

21 Vgl.: C. Fischer, *Currency blocs in the 21st century*, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Reihe 1, Nr. 12/2011.

22 Zum Schätzansatz siehe die Erläuterungen auf S. 26 f.

23 So zeigten E. Levy-Yeyati, F. Sturzenegger und I. Reggiovanni (2010), *On the endogeneity of exchange rate regimes*, *European Economic Review* 54, S. 659–677, beispielsweise, dass ausschließlich Kriterien, die sich aus der Theorie optimaler Währungsräume ergeben, sowohl im Fall der Industrieländer als auch im Fall anderer Staaten für die Wahl des Wechselkursregimes relevant sind.

24 Eine Ausnahme bilden C. M. Meissner und N. Oomes (2009), *Why do countries peg the way they peg? The determinants of anchor currency choice*, *Journal of International Money and Finance* 28, S. 522–547, die allerdings historische Zeiträume betrachten, in denen der Euro noch nicht eingeführt war.

25 Dieses bereits aus der Literatur bekannte Ergebnis steht insofern im Einklang mit der oben beschriebenen klassischen Theorie optimaler Währungsräume als die Produktions- und Konsumstrukturen in wohlhabenderen Ländern üblicherweise vergleichsweise diversifiziert sind. Vgl. z. B.: M. W. Klein und J. C. Shambaugh, a. a. O.

26 In der Literatur wird ein solches Ergebnis u. a. damit begründet, dass ehemalige Kolonialmächte ihre früheren Kolonien weiterhin mit finanziellen Hilfen unterstützen würden und auf diese Weise Konjunkturschwankungen glätten helfen. Vgl.: M. W. Klein und J. C. Shambaugh, a. a. O.

Ein Schätzansatz zur Ermittlung der Wahrscheinlichkeit für die Zugehörigkeit zu einem Währungsblock

Die Wahl des Wechselkursregimes wird von einer Reihe politischer und ökonomischer Faktoren bestimmt. Mithilfe ökonometrischer Schätzungen lässt sich die Wahrscheinlichkeit dafür ermitteln, dass ein Land den Euro oder den US-Dollar als gesetzliches Zahlungsmittel oder als Ankerwährung verwendet.¹⁾ Dazu wird das Wechselkursregime jedes Landes einer der folgenden vier relativ groben Kategorien zugeordnet: Euro als gesetzliches Zahlungsmittel oder Ankerwährung (Regime 1), US-Dollar als gesetzliches Zahlungsmittel oder Ankerwährung (Regime 2), Fixkurs gegenüber einer dritten Währung oder einem Währungskorb (Regime 3) und Regime flexibler Wechselkurse beziehungsweise Mischsystem (Regime 4). Die Wahl eines der genannten Regime findet auf zwei Entscheidungsebenen statt: Zunächst ist eine Entscheidung über das Wechselkursregime (fixe oder flexible Wechselkurse) zu treffen. Fällt die Entscheidung zugunsten eines Fixkursregimes aus – aber auch nur dann – ist eine Ankerwährung auszuwählen. Eine geeignete Schätzmethode für eine solche hierarchisch aufgebaute Entscheidungssituation ist der sogenannte „nested logit“-Ansatz.

Im Rahmen dieses Ansatzes ist zunächst die Wahrscheinlichkeit p dafür, dass ein Land i ein Fixkursregime P wählt, p_{iP} , von der Wahrscheinlichkeit für ein Regime flexibler Wechselkurse F , $p_{iF} = 1 - p_{iP}$, abzugrenzen. Unter der Bedingung, dass sich das Land für ein Fixkursregime entschieden hat, können je nach Ankerwährung die (bedingten) Wahrscheinlichkeiten $p_{i1|P}$ (Euro), $p_{i2|P}$ (US-Dollar) und $p_{i3|P} = 1 - p_{i1|P} - p_{i2|P}$ (andere Währung) definiert werden. Im Rahmen eines „nested logit“-Ansatzes stellen sich

dann die (unbedingten) Wahrscheinlichkeiten für die oben beschriebenen vier Regime p_{i1} , p_{i2} , p_{i3} und p_{i4} wie folgt dar:

$$p_{i1} = p_{iP} \times p_{i1|P} = \frac{\exp(\mathbf{z}'\boldsymbol{\alpha} + \tau \cdot I)}{1 + \exp(\mathbf{z}'\boldsymbol{\alpha} + \tau \cdot I)} \cdot \frac{\exp(\mathbf{x}'_1\boldsymbol{\beta}_1 / \tau)}{\exp(I)} \quad (1)$$

$$p_{i2} = p_{iP} \times p_{i2|P} = \frac{\exp(\mathbf{z}'\boldsymbol{\alpha} + \tau \cdot I)}{1 + \exp(\mathbf{z}'\boldsymbol{\alpha} + \tau \cdot I)} \cdot \frac{\exp(\mathbf{x}'_2\boldsymbol{\beta}_2 / \tau)}{\exp(I)} \quad (2)$$

$$p_{i3} = p_{iP} \times p_{i3|P} = \frac{\exp(\mathbf{z}'\boldsymbol{\alpha} + \tau \cdot I)}{1 + \exp(\mathbf{z}'\boldsymbol{\alpha} + \tau \cdot I)} \cdot \frac{1}{\exp(I)} \quad (3)$$

$$p_{i4} = p_{iF} = \frac{1}{1 + \exp(\mathbf{z}'\boldsymbol{\alpha} + \tau \cdot I)} \quad (4)$$

In diesen Formeln bezeichnet \mathbf{z} einen Vektor von Bestimmungsfaktoren für die erste Entscheidungsebene, die Wahl zwischen einem Regime fixer und einem flexibler Wechselkurse, \mathbf{x}_1 (\mathbf{x}_2) einen Vektor von Variablen, welche die Wahl des Euro (US-Dollar) als Ankerwährung determinieren und $\boldsymbol{\alpha}$, $\boldsymbol{\beta}_1$ sowie $\boldsymbol{\beta}_2$ die zugehörigen Koeffizientenvektoren.²⁾ Die für die Schätzung verwendeten erklärenden Variablen sind mittelbar oder unmittelbar der im Haupttext beschriebenen Theorie optimaler Währungsräume entnommen. Vektor \mathbf{z} enthält das logarithmierte reale BIP von Land i sowie dessen logarithmiertes reales BIP pro Kopf, Vektor \mathbf{x}_1 ein Maß für die Handelsintegration von Land i mit den (übrigen) Ländern des Euro-Blocks, die Distanz seiner Hauptstadt zum geldpolitischen Zentrum des Euro-Blocks, Frankfurt am Main, sowie eine Dummy-Variablen, die den Wert eins annimmt, wenn das Land noch bis mindestens in die sechziger Jahre von einem Staat des heutigen Euro-Blocks abhängig war. Analog umfasst Vektor \mathbf{x}_2 ein Maß für die Handelsintegra-

¹ Vgl.: C. Fischer, Currency blocs in the 21st century, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Reihe 1, Nr. 12/2011.

² Der griechische Buchstabe τ bezeichnet einen weiteren zu schätzenden Parameter, I einen Term, der Variablen und Koeffizienten enthält.

tion mit den (übrigen) Ländern des US-Dollar-Blocks und die Distanz nach Washington, DC. Der Anteil von Netto-Rohölexporten an den Gesamtexporten des betrachteten Landes wird sowohl in x_1 als auch in x_2 berücksichtigt.

Das ökonometrische Modell kann mithilfe eines „maximum likelihood“-Ansatzes in jeweils einer Querschnittsbetrachtung für verschiedene Jahre oder alternativ mit allen Daten des gesamten Zeitraums („Pool“) geschätzt werden. In diesen Schätzungen erhält man in aller Regel für alle Variablen mit Ausnahme des Ölexportanteils und der Distanz nach Washington, DC, statistisch signifikante Koeffizienten. Da das „nested logit“-Modell nichtlinear ist, ist eine Darstellung der durchschnittlichen marginalen Effekte besser interpretierbar als die der Koeffizienten. Die nebenstehende Tabelle zeigt für jede erklärende Variable, welchen marginalen Einfluss ihre Variation auf die Wahrscheinlichkeit für ein gegebenes Regime beziehungsweise eine gegebene Ankerwährung hat. Da dieser Effekt in einem nichtlinearen Modell für jede der Beobachtungen, im vorliegenden Fall also für jedes Land und jedes Jahr, unterschiedlich groß ausfällt, ist ein Durchschnittswert angegeben.

Die Tabelle verdeutlicht, dass die Vorzeichen der geschätzten durchschnittlichen marginalen Effekte alle mit den theoretischen Erwartungen übereinstimmen. So steigert ein um 1 Prozentpunkt höherer Handelsanteil eines Landes mit dem (übrigen) Euro-Block die Wahrscheinlichkeit, dass es selbst dem Euro-Block angehört, um ½ Prozentpunkt, während die Wahrscheinlichkeit für jedes der drei anderen Regime sinkt. In ähnlicher Weise begünstigt ein hoher Handelsanteil mit dem (übrigen) US-Dollar-Block die Zugehörigkeit des betreffenden Landes zu jenem Block. Liegt die Hauptstadt eines Landes um 1% weiter von Frankfurt am Main

Geschätzter durchschnittlicher marginaler Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit, ein gegebenes Regime auszuwählen

in Prozentpunkten (PP); Grundlage: „Pool“-Schätzung für den Zeitraum 1999 bis 2008

Erklärende Variablen	Fixkurs zum Euro	Fixkurs zum US-Dollar	Fixkurs gegenüber einer dritten Währung	Regime flexibler Wechselkurse
Reales BIP (Anstieg um 1%)	-2,40	-3,01	-1,02	6,43
Reales BIP pro Kopf (Anstieg um 1%)	6,00	7,52	2,56	-16,08
Distanz nach Frankfurt am Main (Anstieg um 1%)	-2,42	0,73	0,49	1,20
Distanz nach Washington, DC (Anstieg um 1%)	0,09	-0,45	0,18	0,18
Anteil Netto-Ölexporte an Gesamtexporten (Anstieg um 1 PP)	-0,08	0,07	0	0,02
Anteil Handel mit Euro-Block an Gesamthandel (Anstieg um 1 PP)	0,51	-0,16	-0,10	-0,25
Anteil Handel mit US-Dollar-Block an Gesamthandel (Anstieg um 1 PP)	-0,08	0,41	-0,16	-0,17
(Ehemals) abhängiges Gebiet („Ja“ statt „Nein“)	33,68	-12,13	-5,19	-16,35

Deutsche Bundesbank

entfernt, verringert sich die Wahrscheinlichkeit für einen Fixkurs zum Euro um knapp 2½%, während sich die Wahrscheinlichkeit für die übrigen Regime erhöht. Der Einfluss der Distanz nach Washington, DC, und des Ölexportanteils erweisen sich als gering. Regime fixer Wechselkurse werden umso wahrscheinlicher, je wohlhabender das betrachtete Land und je geringer sein reales BIP ist. Schließlich steigt die Wahrscheinlichkeit dem Euro-Block anzugehören um mehr als 33 Prozentpunkte, wenn ein sonst identisches Land von einer (ehemaligen) europäischen Kolonialmacht abhängig war oder es noch ist.

Vergleich mit dem US-Dollar-Block

Kontrastiert man diese Resultate mit denen für den US-Dollar-Block, so zeigt sich dort zunächst ebenfalls, dass ein Land, dessen Handel relativ stark auf die Staaten und Gebiete des (übrigen) US-Dollar-Blocks ausgerichtet ist, mit höherer Wahrscheinlichkeit selber dem Block angehört. Im Unterschied zum Euro-Block hat hingegen die Distanz zum geldpolitischen Zentrum der USA keinen signifikanten Einfluss auf die Wahl des US-Dollar als Ankerwährung. Eine weitergehende Analyse zeigt jedoch, dass dies ausschließlich auf eine Gruppe von Ländern zurückzuführen ist, die den Wechselkurs ihrer Währung nur vorübergehend gegenüber dem US-Dollar fixieren. Für Länder mit dauerhaften Fixkurssystemen zum US-Dollar spielt die geographische Nähe zu den USA eine ähnlich wichtige Rolle wie für Länder des Euro-Blocks. Die Existenz einer Gruppe von Ländern, die den US-Dollar zeitweise als Ankerwährung nutzen, obwohl sie in der Regel weit von den USA entfernt liegen, unterscheidet den US-Dollar vom Euro-Block. Im Hinblick auf diese Ländergruppe – aber auch nur im Hinblick auf sie – kann der US-Dollar als globale und der Euro als eher regionale Ankerwährung bezeichnet werden.

Eine letzte Variable, deren Einfluss auf die Wahl einer Ankerwährung untersucht wurde, ist der Anteil der Ölexporte an den Gesamtexporten. Da Rohöl auf internationaler Ebene in US-Dollar gehandelt wird, kann vermutet werden, dass Öl exportierende Länder ihre Währungen vorzugsweise gegenüber dem US-Dollar fixieren, um den inländischen Wert der Einnahmen aus dem Ölexport zu stabilisieren. Die Schätzung legt zwar in der Tat einen solchen Zusammenhang nahe, er erweist sich aber als statistisch allenfalls schwach signifikant.

EWU als optimaler Währungsraum?

Da im Rahmen der Studie für jedes Land untersucht wird, inwiefern seine Wirtschaftsstruktur einen Fixkurs zum Euro, einen Fixkurs zum US-Dollar oder ein Regime flexibler Wechselkurse nahelegt, kann sie auch Hinweise darauf geben, ob einem tatsächlich gewählten Regime dem unterstellten Modellrahmen zufolge sinnvolle Alternativen gegenüberstehen. Vor dem

Hintergrund der jüngsten krisenhaften Entwicklungen in Teilen des Euro-Raums wurden derartige Überlegungen zuletzt auch wieder für einzelne Mitgliedstaaten der EWU diskutiert. Die entsprechende wissenschaftliche Literatur zur Optimalität eines gemeinsamen Währungsraumes in Europa reicht jedoch schon bis weit in die neunziger Jahre zurück.²⁷⁾ Darin wird üblicherweise anhand eines einzelnen Kriteriums der Theorie optimaler Währungsräume untersucht, ob die Verhältnisse in Ländern Europas beispielsweise im Vergleich mit denen in anderen großen Währungsräumen wie den USA einen monetären Zusammenschluss begünstigen. Für manche der Kriterien wurde dies bejaht (so z. B. für den Offenheitsgrad und die Diversifikation von Produktion und Verbrauch) und für andere verneint (u. a. die Preis- und Lohnflexibilität sowie die Integration der Arbeitsmärkte).²⁸⁾

Auf Basis des hier vorgestellten Modells und unter Berücksichtigung des Einflusses aller darin enthaltenen Kriterien lässt sich ebenfalls ermitteln, ob möglicherweise ein anderes als das bestehende Währungssystem vorzuziehen wäre.²⁹⁾ Es stellt sich heraus, dass dies für keines der derzeit dem Euro-Raum angehörenden Länder der Fall ist. Die Aussagekraft dieser Resultate ist allerdings insofern zu qualifizieren, als die grundsätzliche strukturelle Eignung allein eine reibungslose Teilnahme an einer Währungsunion nicht sicherstellen kann; vielmehr ist sie unter anderem um eine verantwortungsvolle Wirtschafts- und Finanzpolitik zu ergänzen, die den Erfordernissen einer gemeinsamen Währung und einer einheitlichen Geldpolitik im Euro-Raum hinreichend Rechnung trägt. Nur so kann die zwingend gebotene Vermeidung übermäßiger Spannungen im ge-

Wirtschaftsstruktur aller Mitgliedsländer mit Währungsunion vereinbar, ...

... Mitgliedschaft erfordert jedoch verantwortungsvolle Wirtschafts- und Finanzpolitik

²⁷ Vgl. z. B.: P. de Grauwe (2009), *The Economics of Monetary Union*, Oxford, Oxford University Press, 8. Aufl., dessen erste Auflage, noch unter dem Titel „The economics of monetary integration“, bereits 1992 erschien.

²⁸ Vgl. z. B.: F. P. Mongelli (2002), „New views on the optimum currency area theory: What is EMU telling us?“, ECB Working Paper, Nr. 138.

²⁹ Zur technischen Vorgehensweise sei auf die o. a. Studie verwiesen.

meinsamen Währungsraum gewährleistet werden.

*Ergebnisse für
Länder, die nicht
dem Euro-Raum
angehören*

Ähnlich wie bei den Ländern des Euro-Raums ergibt sich auch für alle anderen europäischen und fast alle übrigen Länder des Euro-Blocks, die nicht der Währungsunion angehören, dass ihrer Wirtschaftsstruktur eine Flexibilisierung ihrer Wechselkurse nicht signifikant entgegenkäme. Für einige europäische Staaten, die ihre Währung derzeit nicht gegenüber dem Euro verankert haben, weisen die Schätzungen hingegen darauf hin, dass ihre Wirtschaftsstruktur eine Fixkursanbindung an den Euro nahelegt. Von den Ländern der Europäischen Union handelt es sich hierbei insbesondere um die Tschechische Republik, aber auch um Schweden. Außerhalb der Union trifft dies vor allem auf die Schweiz, Island, Kroatien und Albanien zu.

*Ansatz zur
Regimewahl
vereinfacht
modelliert*

Bei all diesen Ergebnissen ist freilich zu berücksichtigen, dass sie auf einem vergleichsweise einfachen Ansatz beruhen, der bei Weitem nicht allen Aspekten der Regimewahl Rechnung tragen kann. So werden bei der Entscheidung für eine Ankerwährung beispielsweise auch Erwartungen über deren innere und äußere Stabilität eine Rolle spielen. Eine nachhaltige Verfehlung des Ziels der Preisstabilität würde die Attraktivität einer Ankerwährung merklich beeinträchtigen.³⁰⁾ Darüber hinaus sind die wirtschaftspolitischen Konsequenzen der Intensität der Verankerung, nach der in der Schätzung nicht weiter differenziert werden konnte, keineswegs zu vernachlässigen. Die Verteidigung konventioneller Fixkursbindungen hat sich gerade in Krisenzeiten bei heftigen Kapitalab- oder zuflüssen zeitweise als schwie-

rig erwiesen. Schließlich werden in vielen Fällen politische Überlegungen eine wichtige Rolle für die Entscheidung über ein Wechselkursregime spielen, die ebenfalls in die vorliegende Untersuchung nicht Eingang finden konnten.

■ Fazit

Der Euro fungiert ähnlich wie derzeit sonst nur der US-Dollar als zentrale Währung eines bedeutenden Währungsblocks. Neben den Staaten des Euro-Raums können diesem Währungsblock etliche Länder zugeordnet werden, die den Euro auch als gesetzliches Zahlungsmittel verwenden oder ihre eigene Währung ihm gegenüber fixiert haben. Einer empirischen Untersuchung zufolge kann die Zugehörigkeit zum Euro-Block, sei es inner- oder außerhalb der Währungsunion, gut mit langfristigen Wirtschaftsstrukturmerkmalen der betreffenden Volkswirtschaften erklärt werden. Neben der grundsätzlichen strukturellen Eignung der beteiligten Volkswirtschaften ist allerdings insbesondere auch eine anhaltend verantwortungsvolle Lohn- und Fiskalpolitik für eine spannungsfreie Aufrechterhaltung der Zugehörigkeit zu einem Währungsblock erforderlich. Die gegenwärtige Staatsschuldenkrise in einigen Ländern des gemeinsamen Währungsraumes, der eine Phase sich aufbauender gesamtwirtschaftlicher Ungleichgewichte vorausging, hat dies in aller Nachdrücklichkeit unterstrichen.

³⁰ In einer ökonometrischen Schätzung lässt sich dies allerdings kaum berücksichtigen, weil sich die Ankerwährungen in den letzten Jahrzehnten diesbezüglich nur wenig voneinander unterschieden haben. Vgl.: C. M. Meissner und N. Oomes, a. a. O.