

SWP-Studie

Stiftung Wissenschaft und Politik
Deutsches Institut für Internationale
Politik und Sicherheit

Heribert Dieter

Nach den Finanzkrisen

Die ordnungspolitische Gestaltung der Globalisierung

S 16
Mai 2002
Berlin

**Nachweis in öffentlich
zugänglichen Datenbanken
nicht gestattet.**

Abdruck oder vergleichbare
Verwendung von Arbeiten
der Stiftung Wissenschaft
und Politik ist auch in
Auszügen nur mit vorheriger
schriftlicher Genehmigung
der SWP gestattet.

© Stiftung Wissenschaft und
Politik, 2002

SWP

Stiftung Wissenschaft und
Politik
Deutsches Institut für
Internationale Politik und
Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3-4
10719 Berlin
Telefon +49 30 880 07-0
Fax +49 30 880 07-100
www.swp-berlin.org
swp@swp-berlin.org

Inhalt

Problemstellung und Empfehlungen	5
Einleitung: Warum regulieren?	7
Tobin-Steuer und Spahn-Steuer: Wundermittel oder Holzwege?	13
Wechselkursregime: Nur flexible oder dauerhaft fixierte Kurse?	18
Fixierung des Wechselkurses mittels eines »currency board«	19
<i>Die Rolle des »currency board« beim</i>	
<i>Aufstieg und Fall Argentiniens</i>	21
Die zweite Ecklösung: Eignen sich flexible	
Wechselkurse für Entwicklungsländer?	26
<i>Das Phänomen Südafrika: Warum ist der</i>	
<i>Kurs des Rand eingebrochen?</i>	27
Ist Dollarisierung eine vernünftige Option?	30
Intermediäre Wechselkursregime	31
Monetärer Regionalismus: Ein neuer Weg zu	
stabileren Wechselkursen?	35
Gläubigereinbindung und andere Maßnahmen	
zur Stabilisierung der Finanzmärkte	38
Gläubigereinbindung und Rollover-Optionen	38
Anleiheklauseln	40
Krisenfonds privater Gläubiger	41
Kapitalverkehrskontrollen zur Krisenprävention	43
Kapitalverkehrskontrollen in einer Finanzkrise	45
Internationales Insolvenzrecht	46
Reform der Arbeit des Internationalen Währungsfonds	49
Krisenprävention	50
Auflagenpolitik des IWF	51
Krisenmanagement: Gründe für einen »lender-of-last-resort«	52
Ergänzt das Forum für Finanzmarktstabilität die	
Arbeit des IWF und nationaler Aufsichtsbehörden?	56
Fazit: Die ordnungspolitische Gestaltung	
der Globalisierung tut not	61
Anhang	63
Literaturverzeichnis	63
Abkürzungen	66

Nach den Finanzkrisen.

Die ordnungspolitische Gestaltung der Globalisierung

Auch zu Beginn des 21. Jahrhunderts werden die internationalen Finanzmärkte von Krisen geschüttelt. Nach den Finanzkrisen der 1990er Jahre, unter anderem in Mexiko, Asien, Brasilien und Rußland, ist heute Argentinien schwer betroffen. Dieses Land, das noch vor kurzem vom Internationalen Währungsfonds als Musterökonomie gepriesen wurde, steht vor bestenfalls mittelfristig lösbaren Problemen. Es ist zu erwarten, daß Argentinien entweder erhebliche Teile seiner Außenverschuldung nicht begleichen oder in einen lange anhaltenden Stagnationsprozeß geraten wird.

Die Häufung der Finanzkrisen ist kein Zufall. Die bisherige, liberale Ordnung der Finanzmärkte geht mit erheblicher Instabilität einher. Die liberalisierten Finanzmärkte erweisen sich phasenweise als instabil, Turbulenzen können oft nicht prognostiziert werden.

Zugleich hat die Kritik an der heutigen Form der Globalisierung neue Dimensionen erreicht. Die Protestbewegungen gegen eine ungezügelter Liberalisierung und Deregulierung haben deutlich an Gewicht gewonnen. Es hat sich eine neue Nachdenklichkeit hinsichtlich der heutigen Weltwirtschaftsordnung entwickelt. Ein Ausdruck des wiederaufkeimenden Willens zur politischen Gestaltung ist die lebhafteste Diskussion in Europa über die Vor- und Nachteile einer Devisenumsatzsteuer, der Tobin-Steuer.

Die Politik ist gefordert, auf die Globalisierung der Wirtschaft und insbesondere der Finanzmärkte zu reagieren. Unangemessen ist dabei der Ruf nach Maßnahmen zur weitgehenden Abschottung von Volkswirtschaften, sei es im Güterhandel oder im internationalen Kapitalverkehr. Vielmehr verlangt die Globalisierung geradezu nach einer Renaissance staatlicher Ordnungspolitik, die anders als in der Vergangenheit aber eine internationale Ordnungspolitik sein muß. Im Zeitalter globaler Finanzmärkte versprechen nationale Maßnahmen allein keinen Erfolg.

Eine stabilitätsfördernde internationale Ordnungspolitik sichert die Vorteile der Globalisierung. Die Geschichte lehrt, daß Globalisierung keineswegs irreversibel ist. Finanzkrisen können zur Ablehnung internationaler wirtschaftlicher Zusammenarbeit führen.

Anders als die Asienkrise haben die Ereignisse in Argentinien keine Turbulenzen in der Weltwirtschaft verursacht. Dennoch kann von dem südamerikanischen Land ein sogenannter Ansteckungseffekt ausgehen: Gerade weil die dortige Regierung die Rezepte des IWF weitgehend befolgte und in den 90er Jahren umfassend deregulierte und liberalisierte, wird heute zu Recht gefragt, ob diese wirtschaftspolitischen Konzepte einem Entwicklungsland per Saldo mehr schaden als nutzen.

In den vergangenen vier Jahren wurde in vielen Teilen der Welt eine intensive Diskussion um die Neuordnung der Finanzmärkte geführt.

Durchschlagende Veränderungen der internationalen Finanzordnung sind bislang allerdings nicht zu verzeichnen, weder auf einzelnen Politikfeldern noch bei für die Finanzmärkte wichtigen Institutionen. Die Argentinienkrise liefert einen weiteren Anlaß, den Debatten der letzten Jahre Taten folgen zu lassen.

In dieser Studie wird untersucht, in welchen Bereichen Verbesserungen der internationalen Finanzordnung möglich und sinnvoll sind. Es werden Einzelmaßnahmen diskutiert, die sich aber auch zu einem Bündel zusammenfassen lassen.

Vorgeschlagen wird kein festes Set von Maßnahmen. Vielmehr werden eine Reihe von Punkten vorgeschlagen, die stabilitätsfördernd wirken, ohne daß sie gleichzeitig implementiert werden müssen. Ziel ist die Stabilisierung sowohl von Wechselkursen als auch von Kapitalmärkten. Zu den möglichen Bausteinen einer stabileren Finanzordnung gehören:

- ▶ Die bisherigen Empfehlungen des IWF hinsichtlich der Gestaltung von Wechselkursregimen müssen überdacht werden. Weder ein sogenanntes »currency board« noch völlig flexible Wechselkurse eignen sich für alle Entwicklungs- und Schwellenländer. Andere, zwischen diesen Ecklösungen liegende Wechselkursregime sind für viele dieser Länder besser geeignet, bedürfen aber der Flankierung durch selektive Kapitalverkehrsbeschränkungen.
- ▶ Es muß ein Maßnahmenpaket entwickelt werden, mit dem private Gläubiger bei der Lösung von Schuldenkrisen obligatorisch eingebunden werden. Anders als in der Vergangenheit sollen Gläubiger künftig selbst die Konsequenzen eigener Fehlkalkulationen tragen.
- ▶ Die Arbeit des IWF soll durch ein internationales Insolvenzgericht ergänzt werden. Für die Entschuldung überschuldeter Staaten würde damit ein an Regeln gebundenes Verfahren geschaffen.
- ▶ Die Kampagne der OECD gegen unregulierte Offshore-Finanzplätze soll fortgesetzt werden. Die Existenz von Finanzplätzen, die keiner Aufsicht unterliegen, erschwert sowohl den Kampf gegen Geldwäsche als auch gegen Kapitalflucht.
- ▶ Zur Krisenprävention sollten die meisten Entwicklungs- und Schwellenländer regelmäßig Kapitalverkehrskontrollen einsetzen dürfen, um sich vor nur kurzfristig gebundenem Kapital zu schützen.
- ▶ Die Schaffung globaler Finanzmärkte erfordert globale Finanzinstitutionen, insbesondere einen sogenannten Geldgeber der letzten Instanz. Obwohl die Liberalisierung der Kapitalmärkte weitgehend vollzogen ist, fehlt dieser wichtige Baustein einer globalen Finanzarchitektur nach wie vor. Deshalb sollte der Internationale Währungsfonds zu einem internationalen »lender-of-last-resort« ausgebaut werden.

Einleitung: Warum regulieren?

Die Finanzkrisen der vergangenen acht Jahre haben zu einer Debatte über eine neue internationale Finanzarchitektur geführt. Seit der Mexiko-Krise in den Jahren 1994 und 1995 sind die Finanzmärkte immer wieder von Krisen geschüttelt worden. In keinem Jahrzehnt nach dem Zweiten Weltkrieg waren sie so zahlreich wie in den 1990er Jahren. Davon betroffen waren auch solche Länder, die jahrelang als Musterländer galten.¹

Besonders einschneidend war die Asienkrise, die nicht nur eine einzelne Volkswirtschaft, sondern eine ganze Region betraf und nahezu ohne Warnungen eintrat. Sowohl die Unfähigkeit zur Krisenprognose als auch die Dimension dieser größten Wirtschaftskrise seit dem Zweiten Weltkrieg (Bill Clinton) gaben schon damals Anlaß zur Sorge. Aber auch nach ihr wurden Entwicklungs-, Transformations- und Schwellenländer von zahlreichen weiteren Krisen erfaßt. Die Rußlandkrise 1998, die Krise Brasiliens 1999, die Türkeikrise im Jahre 2001 und die Zahlungsunfähigkeit Argentiniens belegen, daß die internationalen Finanzmärkte kaum noch zur Ruhe kommen. Das Beispiel Argentiniens zeigt zudem sehr deutlich, daß die Empfehlungen des IWF zur Schaffung eines festen Wechselkurses mittels eines sogenannten »currency board« eine Volkswirtschaft in eine ausweglose Lage bringen können.

Für Entwicklungs- und Schwellenländer ist besonders problematisch, daß die Kapitalströme sehr volatil geworden sind. Während 1996 privates Kapital in Höhe von 234 Mrd. US-Dollar (netto) in solche Länder floß, war im Jahr 2000 lediglich ein Nettozufluß von 0,5 Mrd. US-Dollar zu verzeichnen.² Noch problematischer ist die Lage bei privaten Bankkrediten: Während 1996 neue Kredite in Höhe von 26,7 Mrd. US-Dollar (netto) an Entwicklungs- und Schwellenländer vergeben wurden, zogen Banken im Jahr 2000 in großem Maßstab Kapital aus diesen Ländern ab. Deren Ökonomien mußten per Saldo die Rückzahlung von Krediten in Höhe von 148,3 Mrd. US-Dollar verkraften. Vor allem 1997 und 1998 nahmen öffentliche Kredite zu, ersetzten also zum Teil das ausbleibende private Kapital.

Für Entwicklungs- und Schwellenländer sind diese Entwicklungen brisant. Dabei sind es nicht nur Kapitalabflüsse, die wirtschaftspolitische Probleme bereiten. Der Zufluß ausländischen Kapitals trägt regelmäßig zu einer unerwünschten Überhitzung der Ökonomie bei. Nachdem die Kapitalverkehrskontrollen in vielen Entwicklungs- und Schwellenländern abgeschafft wurden, befinden sich die jeweiligen Zentralbanken in einem Dilemma: Einerseits wären Zinserhöhungen erforderlich, um die Überhitzung der Ökonomien zu dämpfen. Andererseits kann die Anhebung des inländischen Zinsniveaus bei offenen Kapitalmärkten dazu führen, daß Unternehmen und Banken ihre Kreditaufnahme im Ausland verstärken.

¹ Vgl. *Deutscher Bundestag*, Zwischenbericht der Enquete-Kommission Globalisierung der Weltwirtschaft – Herausforderungen und Antworten, Drucksache 14/6910, S. 11.

² Vgl. IMF World Economic Outlook, Oktober 2001, S. 9.

Dies erhöht wiederum, insbesondere bei nur kurzen Kreditlaufzeiten, die Verwundbarkeit der betroffenen Volkswirtschaft.

Noch problematischer ist freilich der Abzug von Kapital in Krisenzeiten. Banken, Unternehmen und die nationale Wirtschaftspolitik können die Probleme, die aus dem massiven Abzug von Kapital resultieren, kaum bewältigen. In solchen Situationen rächt sich bitter, daß häufig sehr kurze Kreditlaufzeiten vereinbart wurden, um die Kredite billiger zu halten. An dieser Situation waren die OECD-Länder allerdings nicht unschuldig: Im Baseler Akkord von 1988 wurden kurzfristige Interbankenkredite lediglich mit einem Risikofaktor von 20% gewichtet³ und damit im Vergleich zu langfristigen Krediten als risikoärmer eingestuft – eine Bewertung, die sehr einseitig aus der Gläubigerperspektive vorgenommen wurde.

Tabelle 1
Kapitalströme in Entwicklungs- und Schwellenländer, 1993–2002

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Privatkapital insgesamt, netto	139,1	147,5	205,5	234,4	119,1	69,1	58,6	0,5	-1,4	71,0
Direktinvestitionen, netto	57,6	81,4	97,5	120,0	145,8	155,9	153,1	147,3	162,7	158,2
Portfolioinvestitionen, netto	87,6	112,8	43,8	87,8	48,1	-2,0	31,7	1,5	-0,2	24,0
Bankkredite, netto	-6,1	-46,8	64,2	26,7	-74,8	-84,9	-126,2	-148,3	-163,9	-111,2
Öffentliche Kapitalflüsse, netto	50,3	5,5	24,1	0,1	62,2	55,4	9,5	1,4	19,6	-3,5

Quelle: IMF World Economic Outlook, Oktober 2001, S. 9. Werte für 2001 und 2002 sind Schätzungen des IWF. Ein Minuszeichen bezeichnet Kapitalabflüsse.

In instabilen Situationen reagieren Gläubiger regelmäßig panisch mit massivem Kapitalabzug. Dies hat auch Auswirkungen auf den Wechselkurs: Inländische Kreditnehmer sind gezwungen, ihre Schulden in Fremdwährung zurückzuzahlen; die starke Nachfrage nach Devisen schwächt den Wechselkurs der einheimischen Währung.

Demgegenüber hatten die Befürworter einer weitgehenden Liberalisierung von Finanzmärkten eine andere, positivere Prognose gestellt. Von der Liberalisierung der Kapitalmärkte wurden nennenswerte Vorteile erwartet. Die Finanzierungskosten für Unternehmen in Entwicklungs- und Schwellenländern sollten durch den Rückgriff auf ausländische Ersparnis sinken und dadurch die Konkurrenzfähigkeit der Unternehmen steigen. Statt dessen wurden Phasen größerer Effizienz rasch abgelöst von schweren Finanzkrisen. Per Saldo sind die Kosten des gegenwärtigen Systems für Entwicklungs- und Schwellenländer vermutlich höher als der Nutzen.

Allerdings muß nach Art der Kapitalflüsse differenziert werden: Während ausländische Kredite, insbesondere solche mit kurzer Laufzeit, mit hohen Risiken verbunden sind, haben sich langfristige Kredite mit Lauf-

³ Vgl. Peter Nunnenkamp, Umbaupläne und Reparaturarbeiten an der internationalen Finanzarchitektur: Eine Zwischenbilanz aus deutscher Perspektive, Kiel: Institut für Weltwirtschaft, Oktober 2001 (Kieler Arbeitspapiere No. 1078), S. 24.

zeiten von mehreren Jahren und ausländische Direktinvestitionen als wesentlich unproblematischer erwiesen.⁴

Gerne wird bei der Analyse von Finanzkrisen in Entwicklungsländern das Argument angeführt, die betroffenen Länder hätten die Krise durch eine verfehlte Wirtschaftspolitik selbst verursacht. Zweifellos trifft dies – etwa in Mexiko, Brasilien oder Südkorea – teilweise zu. Aber diese Fehler wiegen weniger schwer als die Schwachstellen der Finanzmärkte. Wäre aber die einheimische Wirtschaftspolitik für die Finanzkrise weitgehend allein verantwortlich, müsste man erklären, warum die gleiche Politik zunächst für einen anhaltenden Aufschwung sorgen konnte. Die Finanzkrisen der letzten Jahre trafen ja häufig gerade diejenigen Länder, die vor der Krise als besonders erfolgreiche Ökonomien galten.

Besonders deutlich wird dies bei der Betrachtung der Asienkrise. Vor 1997 waren kaum Zweifel an der Solidität und ökonomischen Nachhaltigkeit der wirtschaftlichen Entwicklung in Südost- und Ostasien zu hören. Wenn überhaupt, wurden Vorbehalte nur in wissenschaftlichen Kreisen geäußert. Aber selbst in diesen Kreisen kann heute niemand ernsthaft behaupten, die Asienkrise prognostiziert zu haben. Noch naiver als die Wissenschaftler waren aber die Akteure auf den Finanzmärkten. Im Rückblick fällt es leicht, Warnsignale zu benennen, aber damals wollte sie niemand zur Kenntnis nehmen. Noch im Frühjahr 1997 dominierte Optimismus. Banken drängten sich asiatischen Kreditnehmern förmlich auf. Als die Stimmung kippte, versuchten sämtliche Gläubiger gleichzeitig ihre Engagements zurückzufahren. Gewinner von gestern wurden die Verlierer von heute. Die gleichen Faktoren, die zuvor das rasante Wachstum ausgelöst haben sollten, wurden in der Krise für die wirtschaftliche Talfahrt verantwortlich gemacht.

Besonders kritisiert wurde die angebliche Vetternwirtschaft in asiatischen Ländern. Galten vor der Krise enge Verbindungen zwischen Banken und Kreditnehmern als besonders effizient, wurde die Zusammenarbeit in der Krise gezeißelt, die Rede war vom Kumpel-Kapitalismus (crony capitalism). Diese Strukturen an sich erklären jedoch weder den wirtschaftlichen Aufschwung noch den Niedergang, zumal ähnliche Verflechtungen auch in anderen Ökonomien bedauerlicherweise weit verbreitet sind, wie jüngst der Fall Enron, aber auch die Bankgesellschaft Berlin wieder deutlich gezeigt haben.

Das Verhalten der Akteure im Geschäft mit asiatischen Ländern läßt sich wohl am ehesten mit demjenigen der Investoren vergleichen, die für die spekulative Blase bei Internetaktien sorgten. Auch hier gab es frühzeitig Warnsignale, die aber von den Anlegern nicht beachtet wurden. Rationale Erwägungen spielten offenbar keine Rolle. Bei aller Ähnlichkeit gibt es jedoch einen wesentlichen Unterschied zwischen den beiden Ereignissen: Das Platzen der spekulativen Blase auf dem Internetsektor hat vielen Spekulanten Unbill bereitet, aber keinen echten ökonomischen Schaden

⁴ Vgl. hierzu Stephany Griffith-Jones, *Global Capital Flows: Should They Be Regulated?*, Houndmills/Basingstoke: Palgrave, 1998, S. 38f.

angerichtet. Anders bei den Finanzkrisen in Entwicklungs- und Schwellenländern: Dort waren Massenarbeitslosigkeit und in manchen Fällen, wie etwa in Indonesien, Hungerkrisen und Staatsverfall die Folgen.

Angesichts solcher Krisen wurde nicht nur auf die negativen Konsequenzen für die betroffenen Länder hingewiesen, es wurde auch häufig zu Recht die prominente Rolle staatlich finanzierter Akteure bei der Krisenbewältigung kritisiert. Wenn private Schuldner und private Gläubiger eine Finanzkrise verursachen, dann ist nicht einzusehen, warum staatliche Akteure die daraus resultierenden Probleme lösen sollen. Es müssen vielmehr ordnungspolitische Strukturen entwickelt werden, die private Akteure zur eigenständigen Krisenprävention bzw. -bewältigung zwingen.

Ein weiterer Kritikpunkt ist die Asymmetrie. Entwicklungs- und Schwellenländer wurden dazu gezwungen, ihre Märkte sowohl für Industriegüter als auch für Banken und andere Finanzdienstleister aus OECD-Ländern zu öffnen, während letztere zugleich ihre Märkte nach wie vor gerade in solchen Bereichen schützen, in denen die Entwicklungsländer wettbewerbsfähig sind. Erinnerung sei hier nur an den Agrarsektor der meisten OECD-Länder. Umgekehrt, so der frühere Chefökonom der Weltbank Joseph Stiglitz, haben die USA im Finanzsektor einen erheblichen Wettbewerbsvorteil und drängen deshalb auf die Liberalisierung nationaler Finanzmärkte.⁵

Die im folgenden erörterten Vorschläge zur Neuordnung der internationalen Finanzmärkte zielen auf die Schaffung einer globalen Ordnungs- und Strukturpolitik in einem Sektor, dem der internationalen Finanzmärkte. Diese brauchen einen soliden ordnungspolitischen Rahmen, wie er auf nationaler Ebene seit langem verwirklicht ist. Sämtliche nationalen Finanzmärkte der OECD-Länder sind hochgradig reguliert. So gibt es beispielsweise festgelegte Konkursverfahren, die jeden Gläubiger zu einer angemessenen Beteiligung an der Überwindung eines Konkurses zwingen. Darüber hinaus gibt es in den nationalen Finanzsystemen der Industrieländer einen mächtigen Gläubiger der letzten Instanz, die Zentralbank, die in Krisenfällen gemeinsam mit den anderen Akteuren für die Bereitstellung zusätzlicher Liquidität sorgt.⁶

Entwicklungs- und Schwellenländer haben keine entwickelten, differenzierten Finanzmärkte. Deshalb müssen sie im Ausland Kredite aufnehmen. Doch das gegenwärtige System bietet diesen Ländern im Krisenfall keine ausreichende Unterstützung. Im Gegenteil: In der Vergangenheit wurden Finanzkrisen regelmäßig dazu mißbraucht, Maßnahmen zu implementieren, die für die Finanzsektoren der Industrieländer vorteilhaft waren, aber nicht im Interesse der Entwicklungs- und Schwellenländer lagen.

⁵ Vgl. Joseph Stiglitz, Failure of the Fund. Rethinking the IMF Response, in: Harvard International Review, (Sommer 2001), S. 14–18.

⁶ Z.B. versorgten die Federal Reserve Bank und die Europäische Zentralbank die Finanzmärkte unmittelbar nach den Ereignissen des 11. September mit Liquidität. Am 11.9. stellte die Fed mehr als 80 Mrd. US-Dollar durch Offenmarktoperationen sowie durch das Diskontfenster zur Verfügung. Die EZB unterstützte die Fed durch die Bereitstellung von 69,3 Mrd. Euro am 12.9. und 40,5 Mrd. Euro am 13.9. (Financial Times, 1.10.2001, S. 2).

Die jüngsten Debatten um die Tobin-Steuer haben gezeigt, welche ordnungspolitische Herausforderung von den politisch Verantwortlichen bislang noch nicht wahrgenommen wurde. Die Politik muß erkennen, daß hinter dem Ruf nach einer Devisenumsatzsteuer letztlich die Erkenntnis steckt, daß die Regierungen des Westens nach den Finanzkrisen viel versprochen, aber wenig geleistet haben.

Nach den jüngsten Finanzkrisen betonen selbst Vertreter von Großbanken, daß der ordnungspolitische Rahmen von den Regierungen und nicht von der Privatwirtschaft bereitgestellt werden muß. Der Chefvolkswirt der Deutschen Bank stellt hierzu fest: »Staaten haben [...] die Pflicht, ein internationales Regelwerk zu schaffen, das stabile Rahmenbedingungen gewährleistet.«⁷

Auch die heutige liberale Ordnung ist nicht allein durch marktförmige Prozesse ohne staatlichen Einfluß entstanden. Vielmehr haben staatliche und private Akteure gemeinsam die Liberalisierung der Finanzmärkte angestrebt. Die Schaffung globaler Finanzmärkte war die Strategie einer Allianz von Akteuren. Private Präferenzen prägten die staatliche Politik zur Liberalisierung von Finanzmärkten.⁸

Im Vergleich zu dem von 1945 bis 1971 angewendeten System von Bretton Woods läßt das heutige Finanzsystem einen Wandel der Prioritäten erkennen. In Bretton Woods wurde versucht, private Finanzinteressen dem gesellschaftlichen Interesse an einer stabilen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung unterzuordnen.⁹ Die Liberalisierung der internationalen Finanzmärkte seit Beginn der 70er Jahre diente nicht allein der Steigerung der ökonomischen Effizienz, sondern reflektierte einen gewachsenen politischen Einfluß des Finanzsektors und ein abnehmendes Interesse an einer stetigen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

Angesichts der heutigen Situation und den damit verbundenen Problemen sollen im Anschluß Einzelmaßnahmen diskutiert werden, die auf drei Ziele ausgerichtet sind: (a) Die Häufigkeit und Schärfe von Währungs- und Finanzkrisen muß reduziert werden. (b) Gläubiger müssen systematisch an der Prävention und Bewältigung von Krisen beteiligt werden. (c) Die Finanzsektoren der Entwicklungs- und Schwellenländer müssen gestärkt werden, damit auf eine Kreditaufnahme im Ausland mittel- und langfristig verzichtet werden kann.

Die Erreichung dieser Ziele würde dazu beitragen, die Weltwirtschaft stabiler zu gestalten. Unterbleibt diese Stabilisierung, könnte die heutige liberale Weltwirtschaftsordnung in Gefahr geraten. Ähnlich wie in der Großen Depression wären davon vermutlich nicht nur die Finanzmärkte betroffen: Die partielle Abschottung zahlreicher Ökonomien vom Weltmarkt und der Zusammenbruch der multilateralen Handelsordnung

⁷ Norbert Walter, Prävention statt Krise. Zukunftsentwürfe für eine globale Finanzarchitektur, in: Internationale Politik, 54 (1999) 12, S. 26.

⁸ Vgl. Geoffrey Underhill, State, Markets and Governance: Private Interests, the Public Good and the Democratic Process. Inaugural Lecture delivered on 21 September 2001 at the Universiteit van Amsterdam, Amsterdam: Vossiuspers, 2001.

⁹ Ebd.

könnten die Folge von weiterhin ungenügend regulierten globalen Finanzmärkten sein.¹⁰

Schon unmittelbar nach der Mexikokrise fragten prominente Ökonomen, ob die Liberalisierung der internationalen Finanzmärkte nicht zu rasch und zu weitgehend vollzogen worden sei.¹¹ Es besteht die Gefahr, daß die besonders für ein exportorientiertes Land wie Deutschland viel wichtigere Liberalisierung des internationalen Handels durch die zahlreichen Finanzkrisen in Frage gestellt wird.

In dieser Studie beschäftige ich mich zunächst mit der Frage, inwieweit eine Devisenumsatzsteuer einen Beitrag zur Stabilisierung der Finanzmärkte leisten kann. Anschließend werden verschiedene Wechselkursregime untersucht. Anhand der Erfahrungen der beiden Schwellenländer Argentinien und Südafrika werden die Vor- und Nachteile von festen bzw. völlig flexiblen Wechselkursen untersucht. Es zeigt sich, daß das von Argentinien angewendete »currency board« so rigide war, daß das Land in eine wirtschaftliche Depression geriet. Aber auch flexible Wechselkurse bergen große Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung eines Schwellenlandes, wie das Beispiel Südafrika zeigt. Für diese Länder stehen heute drei Optionen zur Verfügung: Dollarisierung, intermediäre Wechselkursregime und monetärer Regionalismus. Die Vor- und Nachteile dieser Wechselkursregime werden am Ende des Abschnitts analysiert.

Danach sollen Maßnahmen vorgestellt werden, mit denen Gläubiger in die Prävention von Finanzkrisen und in deren Bewältigung eingebunden werden können. Die heutige Finanzordnung hat diese Aspekte vernachlässigt: Die Prüfung von Kreditrisiken durch private Gläubiger war in vielen Fällen ungenügend. Noch problematischer ist, daß es bislang keine systematische Verpflichtung von Gläubigern gab, an der Lösung von Schuldenkrisen mitzuwirken. Insbesondere Rollover-Optionen und Klauseln in Anleiheverträgen können aber zur Eindämmung einer Kreditkrise wesentliche Beiträge leisten.

Zum Schluß betrachte ich zwei Institutionen, die für die Regulierung der Finanzmärkte Bedeutung haben. Die wichtigste Institution für die globale Finanzordnung bleibt der Internationale Währungsfonds, der nicht nur im Krisenmanagement, sondern zunehmend in der Krisenprävention tätig ist. Ich werde unter anderem der Frage nachgehen, ob der IWF zu einem internationalen Gläubiger der letzten Instanz ausgebaut werden sollte, womit er eine ähnliche Funktion wie die Zentralbank in einer Volkswirtschaft hätte. Die Arbeit des Fonds wird durch die Tätigkeit des Forums für Finanzmarktstabilität (FSF) ergänzt. Dort diskutieren wichtige Akteure über ordnungspolitische Maßnahmen zur Regulierung von Finanzmärkten und geben Empfehlungen, die von nationalen Regierungen und Aufsichtsbehörden implementiert werden.

¹⁰ Vgl. Harold James, *The End of Globalization*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 2001.

¹¹ Vgl. Griffith-Jones, *Global Capital Flows*, S. 188.

Tobin-Steuer und Spahn-Steuer: Wundermittel oder Holzwege?

In jüngster Zeit hat ein Vorschlag des amerikanischen Ökonomen James Tobin zur Einführung einer weltweit zu erhebenden Devisenumsatzsteuer besonderes Interesse gefunden. Zahlreiche Globalisierungskritiker erhoffen sich von der sogenannten Tobin-Steuer die Stabilisierung von Devisenmärkten sowie eine ergiebige Quelle zur Finanzierung entwicklungspolitischer Projekte.

Nach dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods hatte Tobin eine geringfügige Steuer auf Devisentransaktionen gefordert. Die Idee war, Währungsspekulation durch Erhöhung der Transaktionskosten unattraktiver zu machen. Tobin griff damit Überlegungen von John Maynard Keynes auf, der Spekulation in Finanzmärkten durch steuerliche Maßnahmen dämpfen wollte. 2001 haben sowohl der französische Premierminister Lionel Jospin als auch Bundeskanzler Gerhard Schröder die sorgfältige Prüfung dieses Konzeptes angeregt. Viele Nichtregierungsorganisationen, etwa WEED und Attac, haben die Einführung einer Tobin-Steuer zur zentralen Forderung erhoben. Nach genauer Prüfung bleiben jedoch erhebliche Zweifel an den Erfolgsaussichten dieser Steuer.

Die zentrale Schwachstelle der Tobin-Steuer besteht darin, daß implizit alle internationalen Kapitalströme als problematisch angesehen werden. Tausende von nützlichen und vollkommen ungefährlichen Transaktionen werden mit den wirklich destruktiven spekulativen Kapitalströmen in einen Topf geworfen.¹² Dies ist falsch und führt zur unnötigen Verteuerung beispielsweise des internationalen Handels.

Darüber hinaus ist fraglich, ob die Tobin-Steuer ihr vorrangiges Ziel erreichen kann, nämlich einen nennenswerten Beitrag zur Vermeidung schwerer Währungskrisen zu leisten. Die Antwort ist, daß Spekulanten, die einen festen Wechselkurs attackieren wollen, von einer Steuer in Höhe von 0,1 bis 0,25% des Umsatzes nicht abgeschreckt werden können. Wenn Profite von 30% und mehr locken, ist mit einer derartig geringfügigen Steuer kaum etwas auszurichten.¹³ Zu diesem Ergebnis kommen auch zwei neue Studien der Europäischen Kommission und des Bundesministeriums für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (BMZ): Die Tobin-Steuer trägt weder zur Stabilisierung von Wechselkursen bei, noch verhindert sie spekulative Attacken gegen einzelne Währungen.¹⁴

¹² Vgl. Heiner *Flassbeck*/Claus *Noé*, Abkehr vom Unilateralismus, in: *Blätter für deutsche und internationale Politik*, 46 (2001) 11, S. 1367.

¹³ Vgl. *Nunnenkamp*, Umbaupläne, S. 16; Michael *Frenkel*/Lukas *Menkhoff*, *Stabile Weltfinanzen? Die Debatte um eine neue internationale Finanzarchitektur*, Berlin/Heidelberg: Springer, 2000, S. 66. Verfechter der Tobin-Steuer gehen aber davon aus, daß damit große Spekulationswellen verhindert werden können und die Tobin-Steuer präventiv wirken könne. Vgl. hierzu das Zusatzvotum der PDS-Fraktion, *Zwischenbericht der Enquete-Kommission*, S. 196.

¹⁴ Vgl. *Commission of the European Communities*, *Responses to the Challenges of Globalisation: A Study on the International Monetary and Financial System and on Financing for*

Zudem ist grundsätzlich unklar, ob die Erhöhung von Transaktionskosten ein erfolversprechendes Mittel gegen Spekulation ist. So dürfte es dieser Annahme zufolge auf Immobilienmärkten mit ihren sehr hohen Transaktionskosten kaum zu spekulativen Übertreibungen kommen. Es gibt aber keinen empirischen Befund, der diese Einschätzung belegt.¹⁵

Auch Wertpapiermärkte mit höheren Transaktionskosten weisen keine geringere Volatilität auf als solche, wo diese Kosten niedriger sind.¹⁶ Ein Beispiel für eine Börse mit vergleichsweise hohen Transaktionskosten ist, überraschenderweise, die London Stock Exchange. Dort wird seit immerhin 1694 eine »stamp duty« erhoben. Diese älteste in England erhobene Steuer beträgt 0,5% des Umsatzes und ist vom Käufer einer Aktie zu tragen. Die Einnahmen aus dieser Steuer sind beträchtlich: 1999–2000 nahm der britische Finanzminister mehr als 5 Mrd. Euro aus dieser Steuer ein, mehr als das Vierfache der Einnahmen des Fiskaljahres 1994–1995. Gleichwohl hat sich die Londoner Börse nicht weniger volatil gezeigt als andere Börsenplätze. Die Steuerungsfunktion einer Börsenumsatzsteuer, das heißt die Dämpfung spekulativer Tendenzen, kann am Londoner Beispiel nicht nachgewiesen werden.¹⁷

Schaden würde die Tobin-Steuer in erster Linie denjenigen, die auf kleine Ausschläge der Wechselkurse wetten. Aber diese kleinen Ausschläge sind kein Problem. Sie schädigen die reale Ökonomie nicht, man kann im Gegenteil nicht ohne weiteres auf sie verzichten. Diese Arbitrage-Funktion sichert einheitliche Preise und sorgt für liquide Märkte. Eine geringfügige Steuer könnte daher sogar destabilisierende Auswirkungen auf die Devisenmärkte haben. Eine Senkung des Liquiditätsniveaus durch die Reduzierung der Umsätze könnte statt dessen dazu führen, daß die Volatilität der Wechselkurse steigt.¹⁸ Dies gilt insbesondere bei Währungen von Entwicklungs- und Schwellenländern, bei denen die Liquidität und die Umsätze ohnehin recht niedrig sind.¹⁹ Ein aktuelles Beispiel für die negativen Konsequenzen, die aus der Verknappung von Liquidität in Devisenmärkten resultieren können, liefert Südafrika: Die dort im Oktober 2001 verfügten Maßnahmen zur Beschränkung des Devisenhandels trugen zum Einbrechen des Wechselkurses bei.²⁰

Schließlich kann die Tobin-Steuer vermutlich nur dann erfolgreich implementiert werden, wenn sie mehr oder weniger überall auf der Welt

Development. Working document from the Commission Services, Brüssel, 13.2.2002, DOC/02/04, S. 44; Paul Bernd Spahn, Zur Durchführbarkeit einer Devisentransaktionssteuer, Gutachten im Auftrag des BMZ, Frankfurt a.M., Februar 2002, S. 4.

¹⁵ Vgl. Robert Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton: Princeton University Press, 2000, S. 227.

¹⁶ Ebd.

¹⁷ Vgl. die Internetseite der Gegner dieser Steuer: <<http://www.StampOutStampDuty.co.uk>> (eingesehen am 2.11.2001).

¹⁸ Vgl. Karl-Heinz Paqué, Kein Bedarf an Sand im Getriebe, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ)*, 20.10.2001.

¹⁹ Vgl. *Commission of the European Communities*, Responses to the Challenges of Globalisation, S. 44.

²⁰ Vgl. hierzu den Abschnitt zu Wechselkursregimen.

erhoben wird. Falls sich auch nur ein Finanzzentrum nicht daran beteiligen würde, hätte dies Kostennachteile für die übrigen Handelsplätze zur Folge und könnte zur Verlagerung des Devisenhandels in die Finanzzentren mit niedrigeren Transaktionskosten führen.²¹

Die dauerhafte Einführung der Tobin-Steuer erfordert also einen multilateralen Ansatz.²² Es bestehen jedoch berechnete Zweifel, ob die amerikanische Regierung ein solches Konzept in absehbarer Zeit unterstützen wird. Ohne die Amerikaner wird dieses Konzept aber wiederum keine durchschlagende Wirkung erzielen.²³

Einschränkend muß hier allerdings auf die Erfahrungen des Finanzplatzes London verwiesen werden. Die dort erhobene »stamp duty« hat zwar nicht zu mehr Stabilität, aber auch nicht zur Verlagerung von Geschäften geführt. Eine auf die EU beschränkte Tobin-Steuer könnte ähnlich geringe Folgen haben. Devisenmärkte würden zwar nicht stabilisiert, aber der Devisenhandel würde auch nicht auf andere Finanzplätze verlagert. Im wesentlichen hängt die Frage der Verlagerung des Devisenhandels von der Höhe des Steuersatzes ab: Bei einer geringfügigen Steuer übersteigen die Kosten der Verlegung die Höhe der Abgaben. Ist der Steuersatz hoch, wird die Abwanderung an steuerfreie Finanzplätze rentabel.

Obwohl also eine Reihe von konzeptionellen und politischen Gründen gegen die Tobin-Steuer sprechen, ist die Debatte darüber nützlich. Regierungen haben eine Verantwortung für die Gestaltung der Globalisierung, und es bestehen Chancen zur Regulierung von Finanzmärkten. Die Globalisierung hat keine machtlosen Regierungen hervorgebracht. Vielmehr haben Politiker lange ihre Verantwortung für die Gestaltung der Märkte ignoriert und auf die Selbstregulierung der Märkte vertraut. Der wachsende Widerstand gegen deregulierte und liberalisierte Finanzmärkte sowie die Diskussion um die Tobin-Steuer regen die Regierungen der OECD-Länder an, die politischen und ökonomischen Vorteile einer stärkeren Regulierung genau zu prüfen.²⁴

Allerdings kann sich die Debatte um die Tobin-Steuer auch nachteilig auswirken, lenkt sie doch von den eigentlichen Problemen der internationalen Finanzmärkte ab. Darüber hinaus dämpft sie – sowohl in der Politik als auch bei den Globalisierungskritikern – die Bereitschaft, sich mit komplexen ökonomischen Zusammenhängen zu beschäftigen.²⁵ Die Verlockung erscheint groß: Mit Hilfe eines vermeintlichen Wundermittels

²¹ Nunnenkamp weist darauf hin, daß die Verlagerung des Devisenhandels in Offshore-Finanzplätze allerdings auch erhebliche Kosten verursachen würde. Vgl. *Nunnenkamp, Umbaupläne*, S. 15.

²² Vgl. *Commission of the European Communities, Responses to the Challenges of Globalisation*, S. 91.

²³ Auch an dieser Stelle sehen die Befürworter der Tobin-Steuer einen größeren Spielraum. Vgl. hierzu das Zusatzvotum der PDS-Fraktion, *Zwischenbericht der Enquete-Kommission*, S. 196.

²⁴ Liberale Ökonomen wie Paqué betonen, daß die Ablehnung der Tobin-Steuer nicht den Ausschluß jedweder Kapitalverkehrsbeschränkungen bedeutet. Vgl. *Paqué, Kein Sand im Getriebe*, sowie den Abschnitt zu Kapitalverkehrsbeschränkungen.

²⁵ Vgl. *Flassbeck/Noé, Abkehr vom Unilateralismus*, S. 1368.

werden sowohl die Finanzmärkte stabilisiert als auch eine ergiebige Quelle zur Finanzierung von Entwicklungspolitik erschlossen. Weder das eine noch das andere wird aber mit der Tobin-Steuer erreicht werden können; insbesondere zur Finanzierung von entwicklungs- und umweltpolitischen Projekten sind andere Steuern, etwa auf Flugbenzin, weitaus geeigneter.²⁶

Schließlich ist zu bedenken, daß die Tobin-Steuer Modellcharakter für die Regulierung von Finanzmärkten haben würde. Mit der Einführung der Tobin-Steuer würde der Versuch gestartet, die internationalen Finanzmärkte stärker als in der Vergangenheit zu regulieren. Damit kommt aber dem Erfolg oder Mißerfolg dieser Maßnahme besondere Bedeutung zu. Falls die europa- oder weltweite Einführung einer Tobin-Steuer weder zur Stabilisierung von Wechselkursen noch zur leichteren Finanzierung von entwicklungspolitischen Vorhaben führen würde, wäre der Schaden größer als der Nutzen, weil die Regulierung von Finanzmärkten vermutlich diskreditiert wäre.

Angesichts der eklatanten Schwächen der Tobin-Steuer wird inzwischen über modifizierte Varianten nachgedacht. Der Frankfurter Ökonom und Gutachter des BMZ, Paul Bernd Spahn, hat eine zweistufige Devisentransaktionssteuer vorgeschlagen. Die erste Stufe erfaßt alle Wechselkurstransaktionen und gleicht hier der Tobin-Steuer. Allerdings soll der Steuersatz sehr niedrig sein und sich zwischen 0,005% und 0,02% bewegen. Damit würden zwar nicht die Wechselkurse stabilisiert, aber Steuern eingenommen. Die Stabilisierung der Wechselkurse soll durch eine zweite Stufe erfolgen. Spahn zufolge soll ein Land den Wechselkurs seiner Währung innerhalb einer Bandbreite festlegen. Um den administrativ festgelegten Wechselkurs herum können die Kurse im Rahmen von beispielsweise $\pm 3\%$ frei schwanken. Außerhalb des Wechselkurskorridors würde aber eine hohe Steuer von 50 bis 100% greifen.²⁷ Diese Spahn-Steuer sollte unilateral von Transformations-, Schwellen- und Entwicklungsländern sowie von außerhalb der großen Währungsräume gelegenen Industrieländern eingeführt werden.²⁸

Die Spahn-Steuer verspricht umfassende Vorteile. Entwicklungs- und Schwellenländer müssen nur noch zwei Instrumente implementieren: die Wechselkurszielzone und die Spahn-Steuer. Von der Steuer betroffen sind ausschließlich spekulative Attacken außerhalb der Zielzone. Der Warenhandel und der zur Bereitstellung von Liquidität notwendige Arbitragehandel werden also nicht belastet.

Auf den ersten Blick hat es den Anschein, als habe Spahn ein überzeugendes Konzept vorgelegt. Bei etwas genauerer Betrachtung wird hingegen deutlich, daß die Spahn-Steuer nicht funktionieren kann.

Der Knackpunkt ist die Reichweite der Steuer. Die Währung eines Landes wird nicht nur an den Finanzplätzen des eigenen Staates, sondern auch an anderen Finanzplätzen und, das ist besonders wichtig, an Off-

²⁶ Vgl. *Commission of the European Communities, Responses to the Challenges of Globalisation*, S. 91.

²⁷ *Spahn, Zur Durchführbarkeit einer Devisentransaktionssteuer*, S. 21–28.

²⁸ *Ebd.*, S. 27.

shore-Finanzplätzen gehandelt. Um nun zu verhindern, daß spekulative Attacken gegen eine Währung stattfinden, muß der Handel auf die landeseigenen Finanzplätze beschränkt werden. Nur hier kann die Spahn-Steuer erhoben werden, nicht jedoch auf anderen Finanzplätzen und schon gar nicht an unregulierten Offshore-Finanzplätzen. Die Spahn-Steuer funktioniert also nur mit Kapitalverkehrskontrollen. Wenn aber ein Land Kapitalverkehrskontrollen erläßt, braucht es keine Spahn-Steuer, da dann ohnehin nicht gegen die Währung des Landes spekuliert werden kann. Mit anderen Worten: Ohne Kapitalverkehrskontrollen funktioniert die Spahn-Steuer nicht, mit Kapitalverkehrskontrollen aber braucht man sie nicht.

Da die Tobin-Steuer auch in modifizierter Form keinen entscheidenden Beitrag zur Stabilisierung der Devisenmärkte leisten wird, gilt es zu klären, in welcher Weise dann Wechselkurse vor allem in Entwicklungs- und Schwellenländern stabilisiert werden können.

Wechselkursregime: Nur flexible oder dauerhaft fixierte Kurse?

Durch die schwere Wirtschaftskrise in Argentinien ist die Frage nach dem für Entwicklungs- und Schwellenländer angemessenen Wechselkursregime wieder einmal in das Zentrum der wirtschaftspolitischen Debatte gerückt. 1991 hatte Argentinien die Landeswährung Peso fest an den US-Dollar gebunden und dazu ein sogenanntes »currency board« genutzt. Nach anfänglichen Erfolgen geriet die argentinische Wirtschaftspolitik seit 1998 in eine Sackgasse: Das Wechselkursregime erlaubte keine Anpassung an das durch die Asienkrise und die Abwertung der brasilianischen Währung dramatisch veränderte wirtschaftliche Umfeld. Zweifellos ist das Wechselkursregime nicht der alleinige Grund für die katastrophale Wirtschaftskrise, aber seine mangelnde Flexibilität verhinderte eine angemessene wirtschaftspolitische Reaktion auf externe Schocks, wie die Krisen 1997/98 in Asien und 1999 in Brasilien.

Nach den Finanz- und Währungskrisen der späten 1990er Jahre empfahlen der Internationale Währungsfonds und viele renommierte Ökonomen den Entwicklungs- und Schwellenländern zwei Ecklösungen: Diese Ökonomien sollten sich entweder für ein »currency board« oder einen flexiblen Wechselkurs entscheiden, sämtliche Zwischenlösungen wurden als zu risikoreich verworfen.

Heute steht dieser »bipolar view« nun selbst auf dem Prüfstand.²⁹ Denn nicht nur das starre Wechselkursregime Argentiniens muß seit Anfang des Jahres 2002 als gescheitert gelten. Auch die andere Ecklösung, ein voll flexibler Wechselkurs, erweist sich für fortgeschrittene Entwicklungsländer gegenwärtig als sehr gefährlich, wie das Beispiel Südafrikas zeigt. Vom 2. August 2001 bis zum 2. Januar 2002 fiel der Rand gegenüber dem Euro von Zar 7,22 auf Zar 11,10 pro Euro.³⁰ Damit wurde der Rand innerhalb von fünf Monaten um mehr als die Hälfte abgewertet, ohne daß es dafür eine plausible ökonomische Erklärung gäbe. Die makroökonomischen Daten Südafrikas geben jedenfalls keinen Anlaß für eine drastische Abwertung des Rand. Die Folgen einer derartigen Abwertung sind hingegen beträchtlich: Verschuldung in fremder Währung kann nur unter großen Mühen bedient werden, und die Gefahr einer sogenannten importierten Inflation steigt rapide, um nur zwei Konsequenzen zu nennen.

In der wirtschaftspolitischen Praxis weisen demnach beide Ecklösungen erhebliche Schwächen auf. Es fragt sich also, welchen Weg die Wirtschaftspolitik statt dessen beschreiten kann. Drei Lösungen bieten sich an: Erstens können Entwicklungsländer, wie dies auch im Falle Argentiniens vorgeschlagen wurde, völlig auf eine eigene Währung verzichten und sich

²⁹ Vgl. Stanley Fischer, Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?, January 2001, <<http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.htm>> (eingesehen am 23.1.2002).

³⁰ Deutsche Bundesbank, Zeitreihe WT 5648, <<http://www.bundesbank.de/de/statistik/zeitreihen/html/wt5648.htm>> (eingesehen am 23.1.2002).

– in Form der Dollarisierung oder auch Euroisierung – einem anderen Währungsraum anschließen. Zweitens können Wechselkursregime gewählt werden, die zwischen »currency board« und flexiblem Wechselkurs angesiedelt sind. In diese Richtung zielen jüngst veröffentlichte Vorschläge der OECD. Diese intermediären Regime folgen der OECD-Empfehlung »Don't fix, don't float«.³¹ Drittens ist ein monetärer Regionalismus denkbar: Ähnlich wie die Staaten der Eurozone können Ländergruppen eine regionale Währungsunion anstreben.

Im folgenden werden zuerst die beiden Ecklösungen kritisch analysiert und danach die drei genannten Alternativen vorgestellt.

Fixierung des Wechselkurses mittels eines »currency board«

Charakteristisch für ein »currency board« sind drei Elemente: Erstens ein fester Wechselkurs gegenüber einer Ankerwährung, zum Beispiel dem britischen Pfund oder dem Dollar. Zweitens die unbeschränkte Konvertibilität der Landeswährung in die Ankerwährung. Drittens die vollständige Deckung der inländischen Geldmenge durch Währungsreserven.³²

Die Konzeption dieses Wechselkursregimes ist nicht neu, sondern über 90 Jahre alt. Die Idee zur Schaffung eines »currency board« stammt von der britischen Kolonialregierung. 1912 führten die Briten das »West African Currency Board« für die Kolonien Gambia, Goldküste (Ghana), Nigeria und Sierra Leone ein. Später wurde das Modell auf andere Kolonien übertragen. Durch die Garantie eines festen Wechselkurses wurde nicht nur der Warenhandel mit den Kolonien auf eine stabile Kalkulationsbasis gestellt, sondern auch der Kapitalverkehr erleichtert und die Finanzinstitute der Kolonien in das britische Bankensystem integriert. Britische Banken konnten überseeische Gebiete so behandeln, als seien sie ein Teil Großbritanniens.³³

Das in der Kolonialzeit entstandene Währungsregime verlor in der Phase der Dekolonisierung nach dem Zweiten Weltkrieg rasch an Bedeutung. Der Vorteil der monetären Stabilität trat in den Hintergrund. »Currency boards« wurden als Symbol der Unterdrückung von Entwicklungsländern geächtet. Außer in der langjährigen britischen Kronkolonie Hongkong gab es keine »currency boards« mehr. Sie galten als Relikte einer vergangenen Epoche. Erst mit der Einführung in Argentinien 1991, Estland 1992 und Litauen 1994 begann die Renaissance dieses Wechselkursregimes.³⁴

³¹ Vgl. Jorge Braga de Macedo/Daniel Cohen/Helmut Reisen (Hg.), *Don't Fix, Don't Float. The Exchange Rate in Emerging Markets, Transition Economies and Developing Countries*, Paris: OECD, 2001.

³² Vgl. Benjamin J. Cohen, *The Geography of Money*, Ithaka/London: Cornell University Press, 1998, S. 52.

³³ Vgl. ebd., S. 52f.

³⁴ Vgl. ebd., S. 53. Propagiert wurden »currency boards« vom IWF und dem amerikanischen Finanzministerium. Vgl. Jorge Braga de Macedo/Daniel Cohen/Helmut Reisen, *Monetary Integration for Sustained Convergence: Earning Rather than Importing Credibility*, in: *dies.* (Hg.), *Don't Fix, Don't Float*, S. 11–53.

Die Befürworter betonen, daß »currency boards« für Glaubwürdigkeit, Transparenz, niedrige Inflationsraten sowie für monetäre und fiskalische Stabilität sorgen. Da die Spekulation gegen die Währung ausgeschlossen und Abwertungsrisiken eliminiert seien, könnten im Inland zudem sehr niedrige Zinssätze realisiert werden, was die wirtschaftliche Entwicklung fördere.³⁵

Es trifft zu, daß ein solches Wechselkursregime zeitweise stabilisierend wirken kann, der Preis dafür ist aber beträchtlich:

- ▶ Mit einem »currency board« verzichtet ein Land auf eine eigene, unabhängige Geldpolitik.
- ▶ Die jeweilige Notenbank hat in einem »currency board« keine Instrumente zu Beeinflussung der wirtschaftlichen Entwicklung. Sie hat keinen Einfluß auf die Höhe der inländischen Zinssätze.
- ▶ In einem Land mit einem »currency board« sind die Zinsen stets höher als im Ankerwährungsland, weil es für Investoren sonst keinen Grund gäbe, die inländische Währung und nicht die Ankerwährung zu halten. Die Zinsen sind aber nicht nur grundsätzlich höher als im Ankerwährungsland, sie können gerade dann noch steigen, wenn dies aus konjunkturellen Gründen völlig unerwünscht ist. Boomt im Ankerwährungsland die Ökonomie, steigen dort die Zinsen. Falls sich die inländische Konjunktur gleichzeitig in einer Rezession befindet, wird diese durch die hohen Zinsen verschärft.
- ▶ Die Notenbank hat zudem keinen Einfluß auf die Versorgung der Ökonomie mit Liquidität, da die inländische Geldmenge nicht erhöht werden kann, wenn der Zentralbank nicht neue Devisenreserven zufließen.³⁶ Dies hat zwei Folgen: Zum einen kann die Zentralbank in Krisenzeiten das inländische Finanzsystem nicht zur großzügigen Vergabe von Krediten anregen. Zum anderen kann sie nicht als Gläubiger der letzten Instanz (lender-of-last-resort) fungieren und somit keinen Beitrag zur Bewältigung einer Bankenkrise leisten.
- ▶ Auf externe Schocks kann nicht mit einer Anpassung des Wechselkurses reagiert werden. Wird aber die Währung eines wichtigen Handelspartners gegenüber der Ankerwährung abgewertet, verschlechtert sich die Wettbewerbsposition der inländischen Unternehmen. Um die Wettbewerbsposition zu stärken, müssen die Preise und damit auch die Löhne auf ein niedrigeres Niveau als vor dem externen Schock sinken. Die Absenkung des Lohnniveaus in einer Volkswirtschaft ist aber ein schwieriger und vor allem sehr langwieriger Prozeß.
- ▶ Bei der Auswahl der Ankerwährung müssen Handelsströme berücksichtigt werden: Die Landeswährung sollte an die Währung des größten Handelspartners gebunden werden.

³⁵ Vgl. Sebastian *Edwards*, Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention. Paper prepared for the National Bureau of Economic Research Conference on Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies, Woodstock, Oktober 2000, S. 27.

³⁶ Ein »currency board« hat damit die gleiche Schwäche wie der Goldstandard. Vgl. Barry *Eichengreen*, Vom Goldstandard zum Euro. Die Geschichte des internationalen Währungssystems, Berlin: Wagenbach 2000, S. 239.

Da die Notenbank nicht als nationaler »lender-of-last-resort« auftreten kann, sind Maßnahmen notwendig, um im Krisenfall Liquidität bereitzustellen. Argentinien ist diesem Problem auf dreifache Weise begegnet. Erstens mußten die Banken eine sehr hohe Mindestreserve halten, das heißt 21% aller Einlagen in internationalen Reservewährungen entweder bei der argentinischen Zentralbank oder bei der New Yorker Niederlassung der Deutschen Bank hinterlegen.³⁷ Zweitens hatte die Zentralbank mit ausländischen Geschäftsbanken eine beträchtliche Liquiditätskreditlinie vereinbart.³⁸ Drittens wurde durch die Liberalisierung des Finanzsektors der Einfluß ausländischer Banken gestärkt, die auf Liquidität ihrer Muttergesellschaften zurückgreifen können. Sieben der acht größten Geschäftsbanken Argentiniens gehören internationalen Großbanken.³⁹

Ein »currency board« muß also durch aufwendige Maßnahmen abgesichert werden. Allerdings weist es gegenüber der noch weitergehenden Alternative, der Übernahme der Währung eines anderen Landes durch Dollarisierung oder Euroisierung, Vorteile auf: Der symbolische Wert einer eigenen Währung bleibt erhalten, und das Land muß nicht auf den Münzgewinn, die sogenannte Seignorage, verzichten.⁴⁰

Die Rolle des »currency board« beim Aufstieg und Fall Argentiniens

Im März 1991 hatte Argentinien unter dem damaligen Finanzminister Domingo Cavallo ein »currency board« eingeführt. Nach jahrelanger Hyperinflation erschien nicht nur der argentinischen Regierung, sondern auch vielen Ökonomen ein rigides Wechselkursregime erforderlich, um damit Stabilität zu importieren.

Nach der Hyperinflation der 1980er Jahre verfügte Argentinien kaum noch über realistische Optionen zur Stabilisierung der Ökonomie. Der »convertibility plan« reduzierte die Inflation von 5000% p.a. im Jahr 1989 auf 4% im Jahr 1994. Trotz der heutigen Probleme war es also 1991 richtig, die Geldpolitik mittels des »currency board« durchgreifend zu stabilisieren. Die hohen Wachstumsraten der Jahre 1993 und 1994 bestätigen, daß monetäre Stabilität einen wichtigen Beitrag zur wirtschaftlichen Entwicklung leistet.

Die Phase der Prosperität währte indes nur kurz. Bereits 1995 hatte Argentinien den ersten externen Schock zu verkraften. Schon damals wurde deutlich, daß die mangelnde Flexibilität eines »currency board« keine angemessene geldpolitische Reaktion auf Veränderungen des wirt-

³⁷ Vgl. *Braga de Macedo/Cohen/Reisen*, Monetary Integration, S. 24.

³⁸ Diese Liquiditätslinie machte 10% der gesamten Einlagen im argentinischen Finanzsektor aus. Vgl. ebd., S. 24.

³⁹ Vgl. *Edwards*, Exchange Rate Regimes, S. 30.

⁴⁰ Der Münzgewinn entsteht durch die unverzinste Ausgabe von Bargeld und kann bis zu 0,5% des Bruttoinlandsprodukts ausmachen. Vgl. *B. J. Cohen*, The Geography of Money, S. 54.

Tabelle 2
Inflation und Wachstum in Argentinien, 1983–2000

	1983-92	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Veränderung der Konsumentenpreise p.a. (in %)	346,3	10,7	4,2	3,4	0,2	0,5	0,9	-1,2	-0,9
Reales Bruttoinlandsprodukt (in %)	1,7	6,3	5,8	-2,8	5,5	8,1	3,8	-3,4	-0,5

Quelle: *International Monetary Fund*, Economic Outlook, Oktober 2001.

schaftlichen Umfelds erlaubt. Die im Dezember 1994 ausgebrochene Krise in Mexiko, in deren Verlauf das mittelamerikanische Land den festen Wechselkurs zum US-Dollar aufgeben mußte, weitete sich rasch zu der ganz Lateinamerika erfassenden »Tequila-Krise« aus. Die fehlende Flexibilität des »currency board« erwies sich aus den oben genannten Gründen als Bürde. Obwohl der Handel zwischen Argentinien und Mexiko ein relativ geringes Gewicht hat, wurde die argentinische Ökonomie von den Turbulenzen erfaßt. Mit anderen Worten: Auf diesen externen Schock konnte die argentinische Wirtschaftspolitik nicht reagieren.

Nach dieser Erfahrung hätte schon 1995 darüber nachgedacht werden müssen, welche Folgen eine Veränderung des Wechselkursregimes im Nachbarland Brasilien haben könnte. Daß dies nicht geschah, lag auch daran, daß sich die Wirtschaft 1996 zügig erholte. Gleichwohl hätten langfristig denkende Ökonomen und der IWF erkennen müssen, daß der Zeitpunkt des Ausstiegs aus dem »currency board« gekommen war, um so mehr, als der Handel mit Brasilien sprunghaft zugenommen hatte.

Tabelle 3
Argentiniens Außenhandel, 1992–2000 (in Mrd. US-Dollar)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Exporte	12,2	13,1	15,7	21,0	23,8	26,4	26,4	23,3	26,3
Importe	14,9	16,8	21,5	20,1	23,8	30,5	31,4	25,5	25,1
Exporte nach Brasilien	1,7	2,8	3,7	5,3	6,6	7,8	7,8	5,6	6,8
Exporte in die USA	1,3	1,3	1,7	1,5	2,0	2,0	2,0	2,6	3,0
Exporte in die EU	3,8	3,7	4,1	4,3	4,6	4,0	4,6	4,7	4,6

Quelle: *International Monetary Fund*, Directions of Trade Statistics Yearbook 1992–1998 and 2001.

Das Wechselkursregime trug zur deutlichen Ausweitung des argentinischen Außenhandels ab 1992 bei. Von 1992 bis 1997 wuchs der Export auf mehr als das Doppelte an. Die Warenausfuhr nach Brasilien stieg besonders stark und verfünffachte sich in dieser Zeit nahezu. Während ihr Anteil an den gesamten Exporten Argentiniens 1992 nur 13,9% betrug, waren es 1997 bereits 29,5%. Der zunehmende Handel zwischen Argentinien und Brasilien resultierte direkt aus der Gründung des Mercosur, der 1991 geschaffenen Zollunion zwischen den beiden großen Ökonomien des südlichen Lateinamerika sowie Paraguay und Uruguay.

Die Exporte in die USA stiegen dagegen nur mäßig und betrugen im Jahr 2000 wenig mehr als 10% des Gesamtvolumens. Der stabile Wechselkurs zwischen Peso und Dollar nutzte dem argentinischen Außenhandel offensichtlich wenig. Dagegen konnten relativ hohe Exporte in die Europäische Union realisiert werden. Die Stagnation der Exporte nach Europa ab 1996 korreliert mit dem Anstieg des Wechselkurses des Dollar gegenüber den europäischen Währungen bzw. dem Euro.

Der zweite externe Schock, dessen Auswirkungen bis heute spürbar sind, war die Asienkrise. In deren Folge gerieten eine Reihe von Schwellenländern in schwieriges Fahrwasser, unter anderem der große Nachbar Brasilien. Anfang 1999 mußte die dortige Regierung den bis dahin an den Dollar gebundenen Wechselkurs des brasilianischen Real freigeben. Dieser verlor daraufhin die Hälfte seines Wertes gegenüber dem Dollar. Damit war der Zünder der jetzt explodierten Bombe aktiviert. Die Dynamik auf dem am schnellsten wachsenden Exportmarkt war gebrochen. Die Abwertung des Real sowie die Schwäche des Euro gegenüber dem Dollar führten die argentinische Exportwirtschaft in die Krise.⁴¹

Nach diesem zweiten externen Schock konnte die Wettbewerbsfähigkeit nur durch eine Senkung der Löhne und Preise wiederhergestellt werden. Die notwendigen Anpassungen wurden zwar tendenziell vorgenommen, aber zu langsam, als daß sie das Land aus seiner schwierigen wirtschaftlichen Lage hätten befreien können. Damit ein »currency board« auf Dauer erfolgreich sein kann, müssen die Arbeitsmärkte sehr flexibel sein. Mit anderen Worten: Die Löhne müssen schnell und drastisch gesenkt werden können. Dies war in Argentinien nicht möglich, weil die dortigen Gewerkschaften eine starke Stellung haben, Entlassungen teuer und die Lohnnebenkosten hoch sind.⁴²

Eine eindeutige Lehre aus diesen Erfahrungen ist, daß bei der Konzeption eines Wechselkursregimes sowohl die jeweiligen Handelsströme als auch die sozio-ökonomischen Bedingungen eines Landes berücksichtigt werden müssen. Im Falle Argentiniens war die rigide Bindung an den Dollar zum einen deshalb schädlich, weil nur ein kleiner Teil der argentinischen Exporte in die USA ging, während ein Großteil der Waren nach Brasilien und in die Europäische Union ausgeführt wurde. Zum anderen sind die Arbeitsmärkte in Argentinien nicht so flexibel, wie sie es für ein funktionierendes »currency board« sein müssen.

Während die Befürworter eines »currency board« davon ausgingen, daß sich die Zinssätze in Argentinien und im Ankerwährungsland USA angleichen würden, betrug der Risikoaufschlag für Argentinien stets mehr als 500 Basispunkte, das heißt mehr als 5%. Häufig lag der Aufschlag bei über 10%, Ende des Jahres 2001 sogar bei 20%.⁴³

Schuld an dem Debakel hat aber nicht nur die argentinische Wirtschaftspolitik und das Festhalten am »currency board«, auch der IWF trägt

⁴¹ Vgl. Manuel Pastor/Carol Wise, From Poster Child to Basket Case, in: Foreign Affairs, 80 (November/Dezember 2001) 6, S. 60–72.

⁴² Vgl. IMF, World Economic Outlook, Oktober 1999, S. 53.

⁴³ Vgl. Braga de Macedo/Cohen/Reisen, Monetary Integration, S. 24.

eine Mitverantwortung. Erstens hat er das Wechselkursregime zu lange unterstützt, anstatt Wege aus der monetären Falle aufzuzeigen, in der sich Argentinien spätestens seit der Abwertung des brasilianischen Real befand. Zweitens verlangte der Fonds eine restriktive Fiskalpolitik, die prozyklisch wirkte. Eine Senkung der Staatsausgaben inmitten einer Rezession ist keine sinnvolle Maßnahme. Auf das Scheitern der Austeritätspolitik antwortete der IWF mit der Forderung nach mehr Austerität.⁴⁴ Der Fonds hat damit den gleichen Fehler begangen wie in der Asienkrise, wo er ebenfalls in der Krise Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen forderte. Die vom IWF durchgesetzte prozyklische Finanzpolitik hat in Asien wie in Argentinien die jeweilige Krise unnötig verschärft.

Von der argentinischen Regierung verlangte der IWF zu einem Zeitpunkt die Senkung der Staatsausgaben, als diese auf den internationalen Märkten schon keine neuen Kredite mehr bekam. Im Jahr 2000 gewährte der Fonds Argentinien Mittel in Höhe von 40 Mrd. US-Dollar, im August 2001 räumte er dem Land eine Kreditlinie im Umfang von 8 Mrd. US-Dollar ein. In dieser Situation war es aber falsch, die Krise durch neue, mit Sparauflagen verbundene Kredite zu verlängern. Entweder hätte der Fonds Kredite zur Ankurbelung der Wirtschaft vergeben sollen, ohne dabei eine prozyklische Fiskalpolitik zu fordern, oder er hätte früher deutlich machen müssen, daß die Krise nur mit tiefen Einschnitten zu überwinden sein würde.

Problematisch ist das »currency board« aber nicht allein wegen der Nachteile für die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes, sondern auch weil der Ausstieg aus diesem Wechselkursregime in einer Wirtschaftskrise immense Kosten verursacht. In dieser Situation hatte die argentinische Regierung nur noch die Wahl zwischen verschiedenen großen Übeln. Eine der Alternativen bestand in der Dollarisierung, das heißt der Aufgabe der eigenen Währung, aber dieser Ansatz hätte nichts zur Ankurbelung der Wirtschaft beigetragen und statt dessen neue Probleme geschaffen.⁴⁵

Die Regierung ging einen anderen Weg und gab die Dollarbindung auf. Zudem wurden Dollarguthaben zwangsweise in Peso gewechselt. Die Umwandlung der Guthaben und Schulden von Dollar in Peso zu gestaffelten Umtauschkursen birgt aber ein bilanztechnisches Problem: Wenn die Schulden entwertet werden, müssen die Forderungen in gleichem Umfang reduziert werden. Geschieht dies nicht, haben die Banken eine Deckungslücke: Den Forderungen der Einleger nach Auszahlung ihrer Ersparnisse in Dollar stehen Zins- und Tilgungszahlungen in (abgewerteten) Peso gegenüber.⁴⁶ Ohne Ausgleichszahlungen würden viele Banken in eine wirtschaftliche Schieflage geraten. Auch die in ausländischem Besitz befindlichen Großbanken wären davon betroffen und würden, sofern sie die Lasten der

⁴⁴ Vgl. Paul Krugman, *Argentina's Crisis Is a U.S. Failure*, in: *International Herald Tribune*, 2.1.2002, S. 6.

⁴⁵ Vgl. hierzu den Abschnitt zur Dollarisierung.

⁴⁶ Der argentinische Präsident Duhalde hat Anfang 2002 diese asymmetrische Umwandlung der Forderungen und Schulden vorgeschlagen, um zu verhindern, daß »Argentinier Opfer des Finanzsystems werden«. Vgl. *FAZ*, 7.1.2002, S. 14.

asymmetrischen Währungsumstellung tragen müßten, frisches Kapital ihrer Muttergesellschaften benötigen.⁴⁷ Gegenwärtig ist der argentinische Staat jedenfalls kaum in der Lage, diese Lücke zu schließen und den Banken ihre durch einseitige Abwertung der Schulden entstandenen Verluste zu ersetzen.

Wenn eine Reduzierung der Schulden erfolgen soll, werden Argentinien's Sparer früher oder später einen Teilverlust ihrer Ersparnisse zu verkraften haben. Für die argentinische Ökonomie stellt dies langfristig eine sehr schwere Hypothek dar. Argentinien's Bürger, die nach der Hyperinflation der 1980er Jahre ein gewisses Vertrauen in die Stabilität der Währung und des gesamten Finanzsystems entwickelt hatten, wurden nun abermals bitter enttäuscht. Es ist nicht zu erwarten, daß dieser Schock schnell überwunden wird. Vielmehr ist damit zu rechnen, daß Argentinien's Bürger versuchen werden, Geldvermögen in andere, stabilere Finanzmärkte zu transferieren. Kapitalflucht wird auf lange Sicht ein zentrales wirtschaftspolitisches Problem Argentinien's bleiben. Das argentinische »currency board« hat daher wahrscheinlich langfristig mehr Vertrauen zerstört als die Inflationen der 80er Jahre. Die Rückkehr zu einer glaubwürdigen Geldpolitik ist kurz- und mittelfristig nicht realistisch.

Auch die Aufhebung des »currency board« zieht weitere geldpolitische Probleme des Landes nach sich. Durch die Freigabe des Wechselkurses ist die Außenverschuldung des Landes noch schwerer zu bedienen als zuvor. Zwar dürften die Exporte Argentinien's infolge der Abwertung wieder ansteigen, aber die Kosten des Schuldendienstes in der Landeswährung Peso sind durch die Abwertung stark gewachsen. Die private und öffentliche Auslandsverschuldung betrug im Jahr 2001 rund 145 Mrd. US-Dollar, was nach damaligem Wechselkurs etwa 54,1% der Wirtschaftsleistung von 268 Mrd. US-Dollar ausmachte. Mit einem Wechselkurs von 2 Peso pro Dollar sieht das Bild aber ganz anders aus: Die Wirtschaftsleistung, in Dollar gerechnet, hat sich halbiert, während die Außenschuld konstant geblieben ist. 145 Mrd. US-Dollar entsprechen nun mehr als 108% der jährlichen Wirtschaftsleistung.⁴⁸

Dennoch darf das argentinische »currency board« angesichts der frühen Erfolge nicht ausschließlich kritisch betrachtet werden. Zunächst hat das Wechselkursregime gut funktioniert und die Hyperinflation beseitigt. Aber durch die Mexikokrise 1995 war deutlich geworden, daß externe Schocks in der spezifischen Situation der argentinischen Ökonomie verheerende Folgen haben können. Die Ungereimtheiten und Widersprüche in der argentinischen Wirtschaftspolitik sind zwar nicht dem »currency board« anzukreiden. Aber es gilt zu beachten, daß ein »currency board« auf Dauer

⁴⁷ Die Finanzminister der Europäischen Union haben Argentinien am 22. Januar 2002 deutlich davor gewarnt, die Banken zu sehr zu belasten. Der Finanzsektor könne nicht einen »unvernünftig großen Teil« der Kosten der Abwertung übernehmen. Vgl. Financial Times, 23.1.2002, S. 6. Drei europäische Banken haben in Argentinien viel investiert: Die spanischen Unternehmen Santander und BBVA sowie die britische HSBC.

⁴⁸ Falls sämtliche Exporte Argentinien's in Dollar abgerechnet würden, hätte sich aber zumindest am Verhältnis von Außenschulden und Exporten nichts geändert.

nur bei sehr flexiblen Löhnen und einer sehr disziplinierten Fiskalpolitik funktionieren kann. Für Entwicklungs- und Schwellenländer ist jedoch ein Wechselkursregime, das so hohe Anforderungen an die Wirtschaftspolitik stellt, nicht geeignet.

Die zweite Ecklösung: Eignen sich flexible Wechselkurse für Entwicklungsländer?

Der Fall Argentinens zeigt, daß feste Wechselkurse selbst in einem »currency board« nicht dauerhaft Stabilität garantieren können. Das gleiche gilt für alle anderen Formen mehr oder weniger stabiler Wechselkursregime, zum Beispiel in einem System mit regelmäßigen Korrekturen des festen Wechselkurses, einem sogenannten »crawling peg«. In nahezu allen Finanzkrisen der letzten Jahre spielten feste Wechselkurse, die im Laufe der Krise freigegeben werden mußten, eine zentrale Rolle. Dies gilt für die Mexikokrise 1994/95 ebenso wie für Thailand, Indonesien und Südkorea, die im Zentrum der Asienkrise 1997/98 standen. Auch Brasiliens jüngste Finanzkrise im Jahr 1999 endete mit der Freigabe des Wechselkurses des zuvor fest an den Dollar gebundenen Real.

Die von vielen Ökonomen und dem IWF vertretene Forderung nach einer Entscheidung zwischen den beiden Ecklösungen »currency board« und flexibler Wechselkurs wird damit begründet, daß sich andere Wechselkursregime als krisenanfällig und instabil erwiesen haben.⁴⁹ Aber wie krisenanfällig und instabil sind flexible Wechselkurse?

Vor einer Bewertung von flexiblen Wechselkursen ist zu klären, welche wirtschaftspolitischen Ziele durch ein Wechselkursregime erreicht werden sollen. Das wichtigste Ziel ist die Förderung des internationalen Handels; Im- und Export von Waren und Dienstleistungen sollen unterstützt werden. Das zweite Ziel sind günstige Rahmenbedingungen für Investitionen. Dabei geht es sowohl um die Förderung von ausländischen Direktinvestitionen als auch um die Finanzierung von inländischen Investitionen durch Kreditaufnahme im Ausland. Das dritte Ziel ist die makroökonomische Stabilität, insbesondere die des nationalen Geldes, die durch das Wechselkursregime nicht unterminiert werden soll. Mit anderen Worten: Das Wechselkursregime soll zu einer mäßigen Inflationsrate beitragen.

Im Hinblick auf diese Ziele wird rasch deutlich, daß flexible Wechselkurse für Entwicklungs- und Schwellenländer große Risiken bergen. Das gilt zunächst für den Warenhandel. Wenn der Wechselkurs einer Währung stark schwankt, müssen Exporteure und Importeure entweder stark schwankende Kurse hinnehmen oder Wechselkurssicherungsgeschäfte tätigen. Bei letzteren wird Wechselkursstabilität von privaten Anbietern gekauft, in der Regel von international operierenden Großbanken. Diese Wechselkurssicherungsgeschäfte stellen für Exporteure und Importeure

⁴⁹ Der langjährige Stellvertretende Direktor des IWF, Stanley Fischer, sieht keine realistische Chance dafür, daß in Ländern, die sich in internationale Kapitalmärkte integriert haben, erfolgreich Wechselkurse implementiert werden können, bei denen es sich um andere als jene der beiden Ecklösungen handelt. Vgl. *Fischer, Exchange Rate Regimes*, S. 7.

Kosten dar. Je stärker der Wechselkurs schwankt, desto teurer ist die Absicherung.

Man kann dieses Problem auch anders betrachten: Die Stabilität des Wechselkurses ist ein öffentliches Gut, das eigentlich von der staatlichen Wirtschaftspolitik bereitgestellt werden soll. Bei flexiblen Kursen werden die Kosten der Stabilisierung des Wechselkurses von einzelnen privaten Exporteuren und Importeuren übernommen. Diese Akteure müssen sich durch Wechselkurssicherungsgeschäfte vor schwankenden Kursen schützen. In entwickelten Ländern mit leistungsfähigen Unternehmen ist dies nicht problematisch, wohl aber in Entwicklungs- und Schwellenländern. Die Integration von Unternehmen aus diesen Ländern in den Weltmarkt wird durch flexible, stark schwankende Wechselkurse erschwert.

Auch hinsichtlich der Außenverschuldung von Entwicklungs- und Schwellenländern werfen flexible Wechselkurse Probleme auf. Ein wesentliches Merkmal weniger entwickelter Länder ist die Knappheit von Kapital im Inland. Investitionen müssen daher häufig durch den Einsatz externer Ersparnisse finanziert werden. Geschieht dies durch ausländische Direktinvestitionen, trägt der Investor das Kursrisiko: Sinkt der Wechselkurs, fallen die Erträge der Investitionen, in Dollar oder Euro gerechnet, niedriger aus. Wird hingegen auf ausländische Direktkredite oder Anleihen im Ausland zurückgegriffen, die in der Regel in Dollar oder Euro denominiert sind, trägt allein der Schuldner das Wechselkursrisiko. Fällt der Kurs der Landeswährung im Vergleich zum Dollar oder Euro, steigt der Schuldendienst in Landeswährung.

Darüber hinaus gefährden stark schwankende Kurse die makroökonomische Stabilität einer Volkswirtschaft. Wird eine Währung drastisch abgewertet, droht nämlich eine sogenannte importierte Inflation. Dabei steigt das inländische Preisniveau, weil Importwaren infolge der Abwertung teurer werden. Durch abwertungsinduzierte importierte Inflation werden Stabilisierungserfolge gefährdet.

Das Phänomen Südafrika: Warum ist der Kurs des Rand eingebrochen?

Ein Beispiel für Probleme, die von stark schwankenden flexiblen Wechselkursen verursacht werden, bietet Südafrika. Von 1994 an hat das Land umfassende Maßnahmen zur Liberalisierung der Ökonomie ergriffen und dabei auch den Kapitalverkehr liberalisiert. Noch bestehende Kapitalverkehrsbeschränkungen wurden abgeschafft. Der Wechselkurs des Rand schwankt frei.⁵⁰

Seit etwa einem halben Jahr leidet die Ökonomie Südafrikas nun darunter, daß der Rand gegenüber dem Dollar und dem Euro stark nachgibt. Ein sinkender Wechselkurs ist an sich keine neue Entwicklung: Vor gut zehn Jahren, am 2. Januar 1990, kostete ein US-Dollar noch 2,56 Rand. Seitdem sank der nominale Wechselkurs langsam, aber stetig. Dies war unproblematisch, da Südafrika eine höhere Inflationsrate als die USA aufweist und

⁵⁰ Vgl. IMF Annual Report 2001, S. 125.

der reale Wechselkurs durch die nominale Abwertung relativ stabil gehalten werden konnte. Im Jahr 2001 beschleunigte sich die Abwertung des Rand jedoch erheblich. Am 2. Januar 2001 kostete ein Dollar noch 7,56 Rand, am 2. Juli 8,01 Rand. Am Jahresende notierte der Kurs hingegen bei über 12 Rand pro Dollar.⁵¹

Die makroökonomischen Daten Südafrikas müßten bei einer solch drastischen Abwertung einen Hinweis auf schwere wirtschaftliche Probleme liefern. Dies ist aber nicht der Fall.

Tabelle 4
Daten zur makroökonomischen Entwicklung Südafrikas, 1999–2002

	1999	2000	2001	2002
Wachstum des BIP, real in %	1,9	3,1	3,5	3,0
Konsumentenpreise in % gegenüber Vorjahr	5,3	5,3	5,5	4,3
Haushaltssaldo in % des BIP	-2,3	-2,0	-2,3	-2,0
Leistungsbilanzsaldo in % des BIP	-0,4	-0,1	-0,8	-1,1
Auslandsschulden in % des BIP	29,6	29,4	32,0	34,1
Schuldendienst in % der Exporte	15,8	13,8	12,3	9,1

Quelle: *Deutsche Bank Research*, Perspektiven Südafrika, Februar 2001. Daten für 2000 sind Schätzungen, für 2001 und 2002 Prognosen von DB Research.

Die Daten enthalten keinen Anhaltspunkt für die Schwäche des Rand. Weder beim Wirtschaftswachstum noch bei der Inflationsentwicklung sind Krisenanzeichen auszumachen. Südafrika ist nur mäßig im Ausland verschuldet und weist eine solide Fiskalpolitik auf. Das Haushaltsdefizit liegt sogar unter den strengen Grenzsätzen der Eurozone. Der südafrikanische Präsident Thabo Mbeki wies deshalb Anfang des Jahres 2002 auch zu Recht darauf hin, daß die Entwicklung des Rand nichts mit realwirtschaftlichen Problemen zu tun habe.⁵²

Ökonomen stehen vor einem Rätsel. Gewiß hat Südafrika große wirtschaftliche und soziale Probleme, insbesondere die AIDS-Pandemie belastet die Ökonomie. Darüber hinaus gilt die gesamte Region südliches Afrika als instabil, und die politischen Turbulenzen im wichtigen Nachbarland Simbabwe nehmen zu.⁵³ Aber diese Probleme sind keineswegs neu, sondern seit langem bekannt.

Es muß also andere Gründe für den Einbruch der südafrikanischen Währung geben. Erstens könnte die Schwäche des Rand darauf zurückzuführen sein, daß Investoren schlagartig und gemeinsam das Vertrauen in die weitere positive Entwicklung Südafrikas und der gesamten Region

⁵¹ Daten von der Federal Reserve Bank der USA, <http://www.federalreserve.gov/releases/H10/hist/dat96_sf.txt> (eingesehen am 23.01.2002).

⁵² Vgl. *Financial Times*, 11.1.2002, S. 13.

⁵³ Vgl. zur Entwicklung der regionalen Kooperation im südlichen Afrika: Heribert Dieter/Henning Melber/Guy Lamb, Prospects for Regional Co-operation in Southern Africa, in: *Regionalism and Regional Integration in Africa*, Nordiska Afrikainstitutet, Discussion Paper 11 (2001), S. 54–74.

verloren haben. Insbesondere die Infragestellung freier und fairer Wahlen in Simbabwe könnte zur Schwäche des Rand geführt haben. Die Flucht der Investoren aus Südafrika und die damit verbundene Schwäche des Rand hätten dann weniger mit der makroökonomischen Situation Südafrikas zu tun als vielmehr mit der kollektiven Skepsis von Investoren hinsichtlich der weiteren Entwicklung in Südafrika und den Nachbarländern. Die Währung wäre also zum Barometer für die Empfindungen von Investoren gegenüber der Region südliches Afrika geworden.⁵⁴

Diese Erklärung ist plausibel, stimmt aber nachdenklich. Südafrikas Regierung hat keinen entscheidenden Einfluß auf die Entwicklungen in Simbabwe. Die relativ solide makroökonomische Politik in Südafrika wäre demnach weniger wichtig als die innenpolitische Entwicklung im Nachbarland. Das würde bedeuten, daß Entwicklungs- und Schwellenländer nicht nur für solides Regierungshandeln (good governance) im eigenen Land sorgen müssen, sondern auch für Fehlentwicklungen in der Nachbarschaft in Haftung genommen werden.

Ein zweiter Erklärungsansatz ist ebenfalls einleuchtend. Im Oktober 2001 versuchte die südafrikanische Zentralbank, die Währungsspekulation gegen den Rand zu erschweren. Die Maßnahmen erwiesen sich als Fehlschlag: Die Handelsvolumina sanken, aber gerade dadurch wurde der Wechselkurs anfälliger gegenüber Verkaufswellen. Aufgrund der Beschränkung des Devisenhandels zogen Exporteure es vor, ihre Devisenerlöse vorerst nicht in Rand umzuwechseln, so daß die den Kurs stabilisierende Nachfrage nach Rand ausblieb.⁵⁵ Vermutlich haben beide genannten Faktoren gemeinsam zur Schwäche des Rand geführt. Dies macht die Konsequenzen der Abwertung allerdings nicht weniger problematisch.

Der Rand ist heute höchstwahrscheinlich stark unterbewertet.⁵⁶ Die Folgen für die südafrikanische Wirtschaft sind gravierender, als es den Anschein hat. Sollte der Wechselkurs auf dem gegenwärtigen Niveau verharren, drohen vor allem die folgenden drei Konsequenzen. Erstens wird die Bedienung von in fremder Währung denominierter Außenschuld erschwert. Schuldner müssen einen größeren Betrag in Rand erwirtschaften, um Zins und Tilgung zahlen zu können. Zweitens steigen die Gewinnanforderungen an Tochterunternehmen ausländischer Unternehmen, die Investitionen zu niedrigeren Wechselkursen getätigt haben. Um nun eine bestimmte Kapitalrendite in fremder Währung zu erwirtschaften, muß der Gewinn in Landeswährung steigen. Steigt er nicht, könnte die Bereitschaft ausländischer Anleger, in Südafrika zu investieren, weiter sinken. Drittens zieht eine solch massive Abwertung in der Regel eine sogenannte importierte Inflation nach sich, weil mit den Importpreisen das inländische Preisniveau insgesamt steigt. Dies kann die Stabilisierungsbemühungen der südafrikanischen Wirtschaftspolitik zunichte machen.

⁵⁴ Vgl. Financial Times, 11.1.2002, S. 13.

⁵⁵ Vgl. ebd.

⁵⁶ Der Economist verwendet zur Feststellung der Über- und Unterbewertung den sogenannten Big Mac-Index. Gemäß dieses erstaunlich präzisen Index ist der Rand gegenwärtig um 68% unterbewertet. Vgl. The Economist, 22.12.2001, S. 134.

Allerdings weist eine unterbewertete Währung zwei wichtige Vorzüge auf: Die Exportchancen steigen deutlich, und die Unternehmen können auch auf dem Binnenmarkt gegenüber Wettbewerbern aus anderen Ländern preislich besser konkurrieren.

Das Beispiel Südafrikas zeigt, daß flexible Wechselkurse den Entwicklungs- und Schwellenländern eine Reihe von Problemen bereiten. Diese wiegen zwar weniger schwer als die Nachteile eines »currency board«, aber bei beiden Wechselkursregimen hat die jeweilige Regierung keine Möglichkeit, eine autonome Geldpolitik zu realisieren. Statt dessen sind die nationalen Ökonomen externen Einflüssen unterworfen, ob das nun die Abwertung der Währung eines wichtigen Handelspartners ist (wie im Falle Argentiniens) oder ob es sich dabei um politische Turbulenzen in einem Nachbarland handelt (wie bei Südafrika). Für die Wechselkursregime von Entwicklungs- und Schwellenländern sind daher weder flexible Wechselkurse noch »currency boards« als Standardlösung geeignet.

Ist Dollarisierung eine vernunftige Option?

Nach dem Scheitern des »currency board« in Argentinien schlugen einige Ökonomen den völligen Verzicht auf eine eigene Währung und die Einführung des Dollar oder Euro als gesetzliches Zahlungsmittel vor,⁵⁷ um das Wechselkursrisiko völlig zu eliminieren. Eine Reihe von Ländern haben sich schon vor langer Zeit für diesen Weg entschieden: Panama verwendet den US-Dollar, Liechtenstein den Schweizer Franken, Monaco wechselte vom französischen Franc zum Euro; Andorra nutzte bis 2002 sowohl den Franc als auch die Pesete. In jüngerer Vergangenheit haben Ecuador und El Salvador ihre nationalen Währungen aufgegeben und den US-Dollar zum alleinigen Zahlungsmittel erklärt. Im Kosovo und in Mazedonien ist der Euro das gesetzliche Zahlungsmittel. Allerdings handelt es sich in allen Fällen um kleine, ökonomisch unbedeutende Länder. Für größere Staaten gibt es gute Gründe, nicht auf eine eigene Währung zu verzichten:

- ▶ Eine eigene Währung schafft ein Gemeinschaftsgefühl, das zur politischen Stabilisierung beitragen kann.
- ▶ Nur bei einer eigenen Währung fällt der Münzgewinn an. Der sogenannte Seignorage-Vorteil verschafft dem Staat neben den Steuern zusätzliche Einnahmequellen,⁵⁸ die im Falle Argentiniens auf etwa 780 Mio. US-Dollar pro Jahr geschätzt werden.⁵⁹
- ▶ Ohne eine eigene Währung ist die Beeinflussung der makroökonomischen Entwicklung sehr schwer.

⁵⁷ Etwa die US-Ökonomen Kurt Schuler/Steve H. Hanke, *How to Dollarize Argentina Now*, <<http://www.cato.org/pubs/papers/schuler-hanke011231.pdf>> (eingesehen am 23.1.2002).

⁵⁸ Seignorage wird heute als der Vorteil definiert, der aus der Ausgabe unverzinster Banknoten entsteht.

⁵⁹ Vgl. *Deutscher Bundestag*, Zwischenbericht der Enquete-Kommission Globalisierung der Weltwirtschaft – Herausforderungen und Antworten, Drucksache 14/6910, S. 30.

- ▶ Nur mit einer eigenen Währung kann eine monetäre Grenze geschaffen werden, ohne die eine Regierung ihre wirtschaftspolitische Linie nicht autonom formulieren und implementieren kann.
 - ▶ Durch Übernahme einer fremden Währung macht sich eine Regierung erpreßbar, weil die Versorgung mit dieser Währung nicht sichergestellt ist. So entsteht etwa im Falle der Dollarisierung eine Abhängigkeit von der amerikanischen Regierung. Panama mußte 1988 erfahren, wie gefährlich eine solche Abhängigkeit ist.⁶⁰
- Die Schlußfolgerung ist eindeutig: Politische Autonomie ist nur mit einer eigenen Währung möglich.

Intermediäre Wechselkursregime

Die Debatte um ein für Entwicklungs- und Schwellenländer geeignetes Wechselkursregime hat durch den Zusammenbruch des »currency board« in Argentinien an Brisanz gewonnen. Bevor ich die aus heutiger Sicht sinnvoll erscheinenden Wechselkursregime diskutiere, möchte ich auf die Probleme aufmerksam machen, die die starken Kursschwankungen zwischen Dollar, Euro und Yen in der Peripherie der Weltwirtschaft hervorrufen. In mehreren großen Wirtschaftskrisen der jüngeren Vergangenheit, insbesondere der Asien- und der Argentinienkrise, spielten Kursschwankungen zwischen diesen Währungen eine bedeutende Rolle. So waren die Ökonomien der asiatischen Krisenländer, die ihre Währung an den US-Dollar gebunden hatten, durch dessen Aufwertung gegenüber dem Yen und anderen Währungen in eine schlechtere Wettbewerbsposition geraten. In Argentinien reduzierte die Aufwertung des Dollar ebenfalls die Exportchancen der Unternehmen. Ohne einen Mechanismus zur Stabilisierung der Wechselkurse zwischen Dollar, Euro und Yen werden die Entwicklungs- und Schwellenländer nicht in der Lage sein, ihrerseits für stabile Wechselkurse der eigenen Währung zu sorgen. Allerdings findet die Forderung nach einem Zielzonensystem zumindest zwischen Dollar und Euro gegenwärtig wenig Unterstützung diesseits und jenseits des Atlantiks.⁶¹

⁶⁰ Die Regierung Reagan verfügte, daß Panamas Guthaben bei US-Banken eingefroren werden, ein Transfer von Dollar nach Panama wurde untersagt. Der Schock war heftig: Die meisten panamesischen Banken mußten schließen, die gesamte Ökonomie litt unter akuten Liquiditätsengpässen. Die Regierung scheiterte mit der kurzfristigen Einführung einer Ersatzwährung. Die Volkswirtschaft wurde demonetisiert. Binnen eines Jahres fiel die Wirtschaftsleistung um 20%. Vgl. B. J. Cohen, *The Geography of Money*, S. 45.

⁶¹ Allerdings sprachen sich 11 von 29 Experten einer Arbeitsgruppe des U.S. Council on Foreign Relations für ein Zielzonensystem aus. Die Stabilisierung der Wechselkurse befürworteten u.a. der Ökonom Fred C. Bergsten, Paul Volcker, der Vorgänger von Alan Greenspan als Notenbankchef, und der Hedgefonds-Manager und erfolgreiche Spekulant George Soros. Diese Experten stellten fest, daß die Reform der internationalen Finanzarchitektur ohne ein Zielzonensystem unvollständig sei, und forderten die G 3-Länder zu raschem Handeln auf. Vgl. *Council on Foreign Relations, Safeguarding Prosperity in a Global Financial System. The Future International Financial Architecture*, New York 1999, S. 129.

Tabelle 5
Wechselkursregime Anfang 2002

Typ	Merkmale	Wichtige Vorteile	Wichtige Nachteile	Beispiele
(1) <i>Ohne eigene Währung/ Dollarisierung</i>	Vollständige Übernahme einer fremden Währung	Monetäre Stabilität	Verzicht auf geldpolitische Autonomie, Verlust von Seignorage	Ecuador, Panama, Palau
(2) <i>»Currency board«</i>	Fixkurssystem, vollständige Konvertibilität in Ankerwährung, Deckung der inländischen Geldmenge durch Devisenreserven	Monetäre Stabilität, Erhalt des Seignorage-Vorteils	Verzicht auf geldpolitische Autonomie	Argentinien (1991–2002), Bosnien, Brunei, Bulgarien, Hongkong, Estland, Litauen
(3) <i>Fixkurssystem mit einer Ankerwährung</i>	Bindung an eine Währung mit engen Bandbreiten und seltenen Anpassungen	Erhalt geldpolitischer Autonomie sowie des Seignorage-Vorteils	Ohne Kapitalverkehrskontrollen Gefahr der Instabilität, Aufwertung der Ankerwährung hat negative Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit	China, Iran, Malaysia, Namibia, Trinidad
(4) <i>Fixkurssystem mit einem Währungskorb</i>	Bindung an einen Währungskorb	Stabiler realer Wechselkurs kann erhalten werden	Ohne Kapitalverkehrskontrollen Gefahr der Instabilität	Botswana, Marokko, Lettland, Tonga
(5) <i>Fixkurssystem mit Bandbreiten</i>	Kooperatives Regime mit Zielzonen	Stabile Wechselkurse mit Anpassungsmöglichkeiten innerhalb des Systems, Flexibilität gegenüber Dritten	Ohne Kapitalverkehrskontrollen Gefahr der Instabilität	Europäisches Währungssystem (bis 1998), Dänemark
(6) <i>»Crawling Pegs«</i>	Regelmäßige Anpassung eines Wechselkurses aufgrund der Veränderung eines Indikators, z.B. der unterschiedlichen Inflationsentwicklung zwischen Inland und Ankerwährungsland	Stabiler realer Wechselkurs kann erhalten werden	Ohne Kapitalverkehrskontrollen Gefahr der Instabilität, hohes Maß an makroökonomischer Disziplin erforderlich	Bolivien, Nicaragua, Simbabwe

Typ	Merkmale	Wichtige Vorteile	Wichtige Nachteile	Beispiele
(7) »Crawling bands«	Zielzonensystem mit regelmäßiger Anpassung	Stabiler realer Wechselkurs kann erhalten werden	Ohne Kapitalverkehrs-kontrollen Gefahr der Instabilität, hohes Maß an makroökonomischer Disziplin erforderlich	Israel, Uruguay
(8) »Managed Floating«	Zentralbank versucht den Wechselkurs zu steuern, ohne auf festgelegte Indikatoren zurückzugreifen	Stabiler realer Wechselkurs kann erhalten werden	Ohne Kapitalverkehrs-kontrollen Gefahr der Instabilität, hohes Maß an makroökonomischer Disziplin erforderlich	Jamaika, Slowenien, Tschechien, Norwegen
(9) Flexibler Wechselkurs	Zentralbank verfolgt passiv die Wechselkursentwicklung	Märkte bestimmen die Entwicklung des Wechselkurses, keine Gefahr der vergeblichen Verteidigung eines Wechselkurses	Hohe Kosten für die Wechselkurs-sicherung für Außenhandel treibende Unternehmen	Australien, Brasilien, Eurozone, Chile, Indonesien, USA

Quelle (für Beispiele): IMF Annual Report 2001, S. 124f.

Unabhängig davon sind zwischen den beiden Ecklösungen Dollarisierung bzw. »currency board« und flexibler Wechselkurs eine ganze Reihe von Zwischenschritten denkbar. Beiden Ecklösungen ist gemeinsam, daß den Zentralbanken nur eine passive Rolle zukommt. Im Unterschied dazu übernimmt die Notenbank bei den anderen Regimen eine mehr oder minder aktive Rolle bei der Stabilisierung des Wechselkurses.

Die sieben intermediären Wechselkursregime zwischen den Ecklösungen weisen einen gemeinsamen Nachteil auf: Unter den Bedingungen liberalisierter Kapitalmärkte funktionieren sie schlecht. Bei hohen, volatilen Kapitalzu- und -abflüssen haben die Zentralbanken in allen Fällen große Probleme, den Wechselkurs zu stabilisieren. Das wird besonders deutlich, wenn man sich das Theorem des Trilemmas internationaler Finanzpolitik (the impossible trinity of international finance) vergegenwärtigt. Geldpolitik versucht, gleichzeitig drei Ziele zu erreichen: Geldpolitische Autonomie, unbehinderte Transaktionen von Kapital und stabile Wechselkurse. Gemäß Theorem können jedoch nur maximal zwei dieser drei Ziele gleichzeitig erreicht werden:⁶²

- ▶ entweder ein fester Wechselkurs und eine unabhängige nationale Geldpolitik; dies setzt Kapitalverkehrskontrollen voraus;

⁶² Vgl. Frenkel/Menkhoﬀ, Stabile Weltfinanzen?, S. 11ff; Fischer, Exchange Rate Regimes, S. 8.

- ▶ oder unbeschränkter Kapitalverkehr und geldpolitische Autonomie; die Konsequenz ist ein flexibler Wechselkurs;
- ▶ oder unbeschränkter Kapitalverkehr und ein fester Wechselkurs; in diesem Fall verzichtet die Notenbank auf eine unabhängige Geldpolitik und räumt einem stabilen Wechselkurs Priorität ein.

Die erste dieser drei Optionen beschreibt das System von Bretton Woods. Dabei werden Kapitalverkehrskontrollen angewendet, um etwa bei Senkung der inländischen Zinsen Kapitalabflüsse zu verhindern. Bretton Woods bewährte sich mehr als 20 Jahre als stabiles System, mit dessen Hilfe die Weltwirtschaft ausgesprochen hohe Wachstumsraten erzielen konnte. Ein weiteres Beispiel für ein solches Wechselkursregime ist China, das ebenfalls über einen langen Zeitraum sehr hohe Wachstumsraten vorweisen kann. Wegen der strikten Kapitalverkehrskontrollen konnte China seinen festen Wechselkurs zum Dollar auch während der schweren Turbulenzen der Asienkrise beibehalten.

Der zweite Fall beschreibt unser heutiges System im OECD-Bereich außerhalb der EU. Die Wechselkurse schwanken, aber der Kapitalverkehr ist mehr oder weniger unbehindert, und die nationale Geldpolitik verfügt, zumindest in den größeren OECD-Ländern, über eine gewisse Autonomie.

Die dritte Variante gilt heute als ökonomisch sinnvoll, aber politisch nicht durchsetzbar. Der Grund ist, daß die Geldpolitik der Stabilisierung des Wechselkurses absolute Priorität einräumen muß. In der Konsequenz muß die Notenbank unter Umständen auch dann das Zinsniveau deutlich erhöhen, wenn dies aus konjunkturellen Gründen nicht opportun ist, also zum Beispiel in einer Rezession. In demokratischen Gesellschaften unterstützen nur wenige Interessengruppen eine solche Politik. Weder Gewerkschaften noch Unternehmerverbände akzeptieren die Stabilisierung des Wechselkurses als oberstes Ziel der Geldpolitik. Zudem sind viele Sektoren einer Volkswirtschaft von Wechselkursschwankungen kaum betroffen und daher nicht bereit, die Nachteile einer solchen Geldpolitik zu tragen.

Realisiert wurde diese Politik zur Zeit des Goldstandards vor dem Ersten Weltkrieg. Die teilnehmenden Länder räumten der Herstellung von Konvertibilität zu festen Wechselkursen absolute Priorität ein. In England, Frankreich und Deutschland, den drei wichtigsten Ländern des Goldstandards, stand außer Zweifel, daß die politisch Verantwortlichen alles tun würden, um die Goldreserven der Zentralbank zu verteidigen und die Konvertibilität zu festem Kurs zu erhalten.⁶³

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß in der heutigen Situation stabile Wechselkurse und eine unabhängige nationale Geldpolitik nur mit Kapitalverkehrskontrollen zu erreichen sind.⁶⁴ Aus Sicht von Entwicklungs- und Schwellenländern gibt es vor dem Hintergrund der jüngsten

⁶³ Vgl. *Eichengreen*, Vom Goldstandard zum Euro, S. 51.

⁶⁴ Der langjährige Stellvertretende Vorsitzende des IWF, Stanley Fischer, erkennt diesen Ansatz im Prinzip an und konstatiert, daß Kapitalverkehrskontrollen grundsätzlich dazu beitragen, einen festen Wechselkurs zu etablieren. Das Problem ist nach Fischers Ansicht, daß die Effektivität von Kapitalverkehrskontrollen im Laufe der Zeit sinkt. Vgl. *Fischer*, Exchange Rate Regimes, S. 10.

Finanzkrisen gute Gründe, auf die Vorteile eines vollständig liberalisierten Kapitalverkehrs zugunsten stabilerer Wechselkurse zu verzichten und auf selektive Kapitalverkehrskontrollen zurückzugreifen.⁶⁵

Dabei ist der Verzicht auf liberalisierten Kapitalverkehr nicht gleichzusetzen mit Beschränkungen des freien Handels, im Gegenteil: Der amerikanische Ökonom und entschiedene Verfechter des Freihandels, Jagdish Bhagwati, wies schon kurz nach der Asienkrise darauf hin, daß der freie Handel unter den häufigen Finanzkrisen leidet. Während die Liberalisierung des internationalen Handels eindeutige Vorteile aufweist, kann dies von liberalisierten internationalen Kapitalströmen nicht uneingeschränkt behauptet werden.⁶⁶

Die Einrichtung von Wechselkursregimen, die durch Kapitalverkehrsbeschränkungen gestärkt werden, bedarf aber der Unterstützung durch den Währungsfonds. Nach dem Scheitern des argentinischen Regimes und angesichts der am Beispiel Südafrikas gezeigten Probleme mit flexiblen Wechselkursen ist der IWF aufgefordert, seine Empfehlungen zu Wechselkursregimen zu überdenken.

Monetärer Regionalismus: Ein neuer Weg zu stabileren Wechselkursen?

Die Einführung des Euro hat andere Länder angeregt, über die Vorteile einer monetären Integration auf regionaler Ebene nachzudenken. Die Schaffung einer gemeinsamen Währung eliminiert zwar nur das Wechselkursrisiko zwischen den Mitgliedsländern und nicht gegenüber Drittländern. Aber bereits dieser Stabilitätsgewinn ist so erheblich, daß sowohl in Ostasien als auch im südamerikanischen Mercosur über eine Gemeinschaftswährung nachgedacht wird.

Sowohl die Asienkrise als auch die aktuelle Krise in Argentinien zeigen die Notwendigkeit von regionaler monetärer Kooperation. Vor der Krise hegten viele ostasiatische Wirtschaftspolitiker die Illusion, die Integration in den Weltmarkt und die bereits vorhandenen Verflechtungen im Güterhandel machten eine monetäre Kooperation auf regionaler Ebene überflüssig. Zudem gab es keinen Anlaß, mit einer schweren Wirtschaftskrise und der Notwendigkeit von IWF-Krediten zu rechnen. Dies wird inzwischen anders beurteilt: Heute halten die meisten Akteure eine regionale monetäre Kooperation in Ostasien für sinnvoll, wenngleich die Form einer solchen Zusammenarbeit noch nicht geklärt ist.⁶⁷

⁶⁵ Diese Idee wird auch im Zwischenbericht der Enquete-Kommission unterstützt. Dort wird auf die Strategie der Segmentation von Währungsräumen durch die Erhöhung von Transaktionskosten hingewiesen. Vgl. *Deutscher Bundestag*, Zwischenbericht der Enquete-Kommission, S. 31.

⁶⁶ Vgl. Jagdish Bhagwati, *The Capital Myth. The Difference between Trade in Widgets and Dollars*, in: *Foreign Affairs*, 77 (1998) 3, S. 7–12.

⁶⁷ Vgl. Heribert Dieter/Richard Higgott, *Exploring Alternative Theories of Economic Regionalism: From Trade to Finance in Asian Co-operation*, Warwick: University of Warwick, Januar 2002 (Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation [CSGR], Working Paper 89/02).

Im Mercosur wird hingegen schon seit langem von der Notwendigkeit einer monetären Kooperation gesprochen. Bereits Ende des Jahres 2000 wurden Konvergenzziele beschlossen: Nach dem Vorbild des Maastricht-Vertrages wurden für die Jahre 2002 bis 2005 Höchstwerte für die Inflationsrate (5%), die Staatsverschuldung (maximal 40% des Bruttoinlandsprodukts) und das Haushaltsdefizit (maximal 3% des BIP) festgelegt. Auch die assoziierten Mitglieder Chile und Bolivien haben die Vorgaben übernommen.⁶⁸ Vor dem Hintergrund der aktuellen Krise sind diese Vereinbarungen natürlich hinfällig, aber das Thema einer gemeinsamen Währung steht nach dem Ende des »currency board« ganz oben auf der Tagesordnung. Beim Mercosur-Gipfel im Februar 2002 wurde über Wege zur Schaffung einer gemeinsamen Währung gesprochen.⁶⁹

Die Einführung einer Gemeinschaftswährung ist eine nur langfristig zu bewältigende Herkulesaufgabe. Die Voraussetzungen für die erfolgreiche Implementierung von monetärem Regionalismus sind sehr komplex und können an dieser Stelle nicht ausführlich diskutiert werden. Ich möchte hier nur kurz auf einige wichtige politische Bedingungen hinweisen. Vor allem zwei Faktoren entscheiden über das Schicksal von regionalen monetären Allianzen. Erstens muß ein führender Staat bereit sein, ein regionales monetäres Regime funktionsfähig zu halten und dabei für alle Beteiligten ausreichend attraktiv zu gestalten. Zweitens muß es Institutionen geben, die den Verlust an geldpolitischer Souveränität für alle Beteiligten akzeptabel regeln. Dafür sind nicht-hierarchische Verbindungen und, in einem erweiterten Sinn, ein Gemeinschaftsgefühl bzw. Gruppensolidarität erforderlich.⁷⁰ Ohne diese zwei Faktoren wird monetärer Regionalismus scheitern, sind beide Bedingungen erfüllt, bestehen gute Aussichten auf Erfolg.

Die Anforderungen an regionale monetäre Allianzen sind also sehr hoch. Vor der Einführung einer gemeinsamen Währung sind eine Reihe von Zwischenschritten notwendig: sowohl ökonomische Maßnahmen, mit denen vergleichbare makroökonomische Ausgangsbedingungen in allen Teilnehmerstaaten hergestellt werden sollen, als auch politische Schritte zur Schaffung intra-regionaler Netzwerke.⁷¹ Trotz dieser Hindernisse ist zu erwarten, daß die Zahl der Währungen weltweit durch die Einrichtung von Währungsunionen abnehmen wird.⁷²

Die Frage nach dem angemessenen Wechselkursregime für Entwicklungs- und Schwellenländer muß nach dem Zusammenbruch des »cur-

⁶⁸ Vgl. FAZ, 18.12.2000, S. 18.

⁶⁹ Vgl. Handelsblatt, 21.1.2002, S. 6.

⁷⁰ Vgl. B. J. Cohen, *The Geography of Money*, S. 87.

⁷¹ Vgl. zur Konzeption eines auf klassische Integrationsschritte verzichtenden monetären Regionalismus Heribert Dieter, *Monetary Regionalism: Regional Integration without Financial Crises*, University of Warwick, 2000 (Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation [CSGR], Working Paper 52/00). Vgl. zu Implementierungsproblemen Tae-Jun Kim/Jai-Won Ryou/Yunjong Wang, *Regional Arrangements to Borrow: A Scheme for Preventing Future Asian Liquidity Crises*, Seoul: Korea Institute for International Economic Policy, November 2000 (Policy Analyses 00-01).

⁷² Vgl. Fischer, *Exchange Rate Regimes*, S. 17.

rency board« in Argentinien differenzierter als bisher beantwortet werden. Wenn auf liberalisierten internationalen Kapitalverkehr nicht verzichtet werden soll, bleiben lediglich flexible Wechselkurse als langfristig tragfähige Option. Die Erfahrungen Südafrikas haben aber deutlich gezeigt, daß auch flexible Wechselkurse erhebliche Nachteile für eine Volkswirtschaft mit sich bringen: Die Unsicherheit über den künftigen Wechselkurs erschwert internationalen Handel, verkürzt die Planungshorizonte der Privatwirtschaft und reduziert damit Investitionen und Wachstumschancen.

Wechselkursregime, die durch selektive Kapitalverkehrsbeschränkungen unterstützt werden, sind für viele Entwicklungs- und Schwellenländer gegenwärtig empfehlenswerter als die beiden sogenannten Ecklösungen.⁷³ Wenn allerdings auf die uneingeschränkte Integration in die internationalen Finanzmärkte nicht verzichtet werden soll, sind diese Regime auf Dauer nicht sinnvoll. In diesem Fall müssen regionale monetäre Allianzen gebildet werden, die jedoch nur langfristig zu realisieren sind.

⁷³ Vgl. Braga de Macedo/Cohen/Reisen, *Monetary Integration*, S. 24.

Gläubigereinbindung und andere Maßnahmen zur Stabilisierung der Finanzmärkte

Gläubigereinbindung und Rollover-Optionen

In der jüngeren Vergangenheit haben sich in einigen Fällen Finanz- und Währungskrisen gegenseitig verstärkt. Die Aufkündigung von Kreditverträgen führte zu Kapitalabflüssen und setzte den Wechselkurs unter Druck. Deshalb gehört die Stabilisierung von Schuldner-Gläubiger-Beziehungen unmittelbar zum Thema Wechselkursstabilität.

Seit langem wird die Notwendigkeit gesehen, Gläubiger bei der Konsolidierung von Finanzmärkten stärker einzubinden. Aber die bisherigen Erfahrungen mit dem Management von Verschuldungsfällen sind in dieser Hinsicht unbefriedigend. Häufig bewahrten Umschuldungen viele Gläubiger davor, die Konsequenzen ihrer Handlungen zu tragen. Statt dessen mußten solide wirtschaftende Banken, vor allem aber die ärmsten Bürger der betroffenen Länder unangemessen hohe Lasten tragen.⁷⁴

Die Frage des »bailing-in« von Gläubigern bleibt auch nach den jüngsten Finanzkrisen ungeklärt und wird im IWF lebhaft diskutiert. Die amerikanische Regierung beharrt darauf, fallweise vorzugehen, was letztlich nichts anderes heißt, als daß je nach Interessenlage entschieden werden soll.⁷⁵ Demgegenüber fordern die Europäer ein transparentes System, das auf festen Regeln basiert. Dabei soll bereits bei Abschluß von Kreditverträgen das Verfahren im Krisenfall festgelegt werden.

Der europäische Ansatz entspringt einem ordnungspolitischen Denken, wonach es falsch ist, erst bei Eintritt einer Finanzkrise über die Einbindung von Kreditgebern zu verhandeln. Sinnvoll sind vielmehr Regelungen, die den Schuldnern selbst die Möglichkeit geben, stabilisierende Maßnahmen zu ergreifen. 1999 haben zwei britische Ökonomen einen Lösungsvorschlag mit dem Titel: »Universal Debt-Rollover Options with a Penalty« (UDROP) vorgestellt. Die Idee ist simpel: Schuldner können sich dafür entscheiden, einen Kredit bei Fälligkeit um drei oder sechs Monate zu verlängern, wobei der Preis für die Umschuldung (penalty) bereits bei Abschluß des Kreditvertrages festgesetzt wird. Mit Hilfe der UDROP sollen durch Panik verursachte Liquiditätskrisen verhindert werden.⁷⁶ Schuldner

⁷⁴ Vgl. Vgl. Kunibert Raffer, Applying Chapter 9 Insolvency to International Debts: An Economically Efficient Solution with a Human Face, in: World Development, 18 (1990) 2, S. 301–311 (310).

⁷⁵ Die USA haben auch in der Schuldenkrise der 80er Jahre eine höchst willkürliche Politik verfolgt. Obwohl beispielsweise Argentinien 1988 wiederholt gegen IWF-Auflagen verstieß, verpflichteten die USA den Fonds und die Weltbank im Interesse der Sicherung der Zinszahlungen an amerikanische Geschäftsbanken dazu, neue Kredite an Argentinien zu vergeben. Vgl. Raffer, Applying Chapter 9, S. 308.

⁷⁶ Vgl. Willem Buiter/Anne Sibert, UDROP – A Small Contribution to the New International Financial Architecture, London: Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science, Mai 1999 (Discussion paper series, No. 2138).

sollen bis zur Wiederherstellung geordneter Marktverhältnisse von der Schuldentrückzahlung befreit bleiben, die Schuld also gestundet werden.⁷⁷

UDROP sollen für alle in Fremdwährung denominierten Kredite gelten. Erfasst werden sollen sowohl private als auch staatliche Kreditaufnahmen mit kurzer und langer Laufzeit sowie Überziehungskredite.⁷⁸

Das Konzept weist eine Reihe von Vorzügen auf. Erstens sind UDROP klassische Ordnungspolitik: Der Staat legt Rahmenbedingungen fest und überwacht ihre Einhaltung, ist aber nicht an ihrer Umsetzung beteiligt. Finanzmärkten werden, wie anderen Märkten auch, Regulierungsaufgaben gemacht. Zweitens können UDROP ohne einen globalen Konsens implementiert werden, der gegenwärtig nur schwer zu erzielen ist. Anstatt auf einen globalen »lender-of-last-resort« zu warten, würden UDROP sehr rasch dazu beitragen, daß sich die Wahrscheinlichkeit von Liquiditätskrisen reduziert. Drittens haben UDROP einen stabilisierenden Einfluß auf flexible Wechselkurse, die unter erheblichen Druck geraten können, wenn ausländische Kredite plötzlich fällig gestellt werden und dadurch große Mengen an Devisen abfließen. Wenn aufgrund der Fristverlängerung weniger Kreditnehmer ihre Kredite zum gleichen Zeitpunkt begleichen müssen, besteht die Chance auf einen stabileren Wechselkurs.⁷⁹

Das UDROP-Konzept setzt an einer Schwachstelle unregulierter Märkte an. Im Falle einer Panik auf Finanzmärkten gewinnen Schuldner Zeit – in einer Krise ein wertvolles Gut.

Darüber hinaus zwingt die Vorgabe, daß bereits bei Vertragsabschluß ein Preis für die Umschuldungsoption vereinbart werden muß, Schuldner und Gläubiger dazu, die Risiken eines Kredits gründlich zu bewerten. In der Vergangenheit haben Gläubiger zu oft die Risiken einer Kreditvergabe ignoriert, häufig in der Erwartung, daß im Falle einer Kreditkrise öffentliche Hilfen bereitgestellt würden. Die Einführung von UDROP würde klarstellen, daß zukünftig keine staatlichen Hilfen mehr gewährt werden, die Gläubiger mithin eine angemessene Risikoprüfung durchführen müssen.

Schließlich können diese Rollover-Optionen auch in regionalem Rahmen implementiert werden und somit einen Baustein eines regionalen Integrationsprozesses bilden.⁸⁰

Allerdings sind auch Rollover-Optionen mit nennenswerten Nachteilen verbunden. So können die Kosten für Auslandskredite steigen.⁸¹ Aber selbst das ist nicht nur negativ zu bewerten, da damit Kreditaufnahmen im Inland im Vergleich zu Auslandskrediten billiger werden. Inlandskredite, das heißt in eigener Währung, sind naturgemäß wesentlich weniger ris-

⁷⁷ Vgl. ebd., S. 3.

⁷⁸ Vgl. ebd.

⁷⁹ Dies gilt natürlich analog auch für feste Wechselkurse. Eine Zentralbank kann bei hoher Auslandsverschuldung rasch an die Grenzen ihrer Devisenreserven geraten, wenn infolge einer Panik auf den Märkten in erheblichem Umfang Devisen zur Bedienung der Außenschulden benötigt werden.

⁸⁰ Vgl. zum Konzept eines monetären Integrationsprozesses *Dieter*, Monetary Regionalism.

⁸¹ Langfristig können die Finanzierungskosten allerdings auch sinken, da das Finanzsystem stabilisiert wird und damit die Risikozuschläge abnehmen können.

kant als Fremdwährungskredite. Ein gewichtiger Einwand betrifft die Gefahr, daß Rollover-Optionen zu einer Verschleppung von Problemen führen, falls es sich um eine Solvenz- und nicht um eine Liquiditätskrise handelt. Dieses Argument verliert aber dann an Bedeutung, wenn die Gläubiger eine solide Risikoprüfung vornehmen. Dann kann es zwar in Einzelfällen zur Verschleppung von Insolvenzen kommen, nicht aber in ganzen Volkswirtschaften.

Insgesamt scheinen die Vorteile von UDROP die Nachteile erheblich zu überwiegen. Gewiß sind diese Maßnahmen kein Allzweckmittel zur Verhinderung von Finanzkrisen, aber sie tragen zur Stabilisierung von Finanzmärkten bei, ohne den Akteuren inakzeptable Lasten aufzubürden. Falls es allerdings gelingen sollte, einen internationalen Gläubiger der letzten Instanz zu schaffen, der im Krisenfall ausreichend Liquidität bereitstellt, wären UDROP weniger wichtig.⁸²

Anleiheklauseln

Im internationalen Finanzierungsgeschäft werden Kredite immer mehr von Anleihen verdrängt. Vor den Schuldenkrisen der 1980er Jahren erhielten staatliche Schuldner in Entwicklungs- und Schwellenländern vor allem Kredite mittlerer Laufzeit, die von Bankkonsortien bereitgestellt wurden. 1980 etwa erfolgte nahezu 100% der Neuverschuldung von staatlichen Schuldnern in Form dieser Kredite. Ende der 90er Jahre fiel der Anteil auf weniger als 20%, während Anleihen souveräner Schuldner entsprechend zunahmen.⁸³

Die wachsende Präferenz für Anleihen basierte unter anderem auf der Überlegung, daß diese Schuldentitel nur sehr schwer umzuschulden sein würden und souveräne Schuldner daher eine solche Maßnahme unbedingt vermeiden wollen.⁸⁴ In den 1990er Jahren gewannen schließlich private Anleihen aus Entwicklungs- und Schwellenländern an Bedeutung.

Die Verschiebung hin zu Anleihen schuf neue Probleme bei der Bewältigung von Schuldenkrisen. Gläubiger von staatlichen Schuldnern waren nun in der Regel Tausende von Anleihebesitzern, deren Entscheidungen nur schwer koordiniert werden konnten.

Deshalb ist es wichtig, auch Anleiheverträge krisenfester zu machen. Notwendig sind Klauseln, die die rasche Fälligestellung von Anleihen verhindern. Ohne derartige Klauseln besteht stets die Gefahr, daß Akteure mit besseren Informationen ihre Forderungen geltend machen und damit den Ausbruch einer Finanzkrise befördern. Ungünstige Abstimmungs- und Vertretungsregeln können dafür sorgen, daß aus einer Liquiditätskrise durch voreilige Vollstreckung einzelner Forderungen eine Solvenzkrise wird.⁸⁵ Wenn die Halter von Anleihen zukünftig nicht mehr einstimmig

⁸² Vgl. hierzu den Abschnitt zum IWF.

⁸³ Vgl. Gabrielle *Lipworth*/Jens *Nystedt*, Crisis Resolution and Private Sector Adaptation, in: Finance and Development, 38 (Juni 2001) 2.

⁸⁴ Vgl. ebd.

⁸⁵ Vgl. *Nunnenkamp*, Umbaupläne, S. 33.

entscheiden müssen, sondern mehrheitlich beschließen können, werden Umschuldungen im Krisenfall deutlich erleichtert.⁸⁶

In Großbritannien gibt es bereits eine diesbezügliche Regelung. Bei dort emittierten Anleihen können Schuldennachlässe beschlossen werden, wenn mindestens 70% der Anleihebesitzer der Umschuldungsvereinbarung zustimmen. Auch in Luxemburg kommen »collective action clauses« zur Anwendung.⁸⁷

Neben den europäischen Finanzplätzen spielt vor allem New York eine zentrale Rolle, da dort ein großer Teil der Anleihen von Entwicklungs- und Schwellenländern emittiert wird. Wenn die Maßnahmen zur geregelten Einbindung von Gläubigern auf Europa beschränkt würden, bestünde die Gefahr, daß die Plazierung von Anleihen auf europäischen Finanzplätzen schwerer wird als in New York. Zu Kollektivklauseln hat sich der IWF bereits unterstützend geäußert.⁸⁸

Krisenfonds privater Gläubiger

Zur Überwindung von Finanzkrisen könnte auch die Einrichtung privater Krisenfonds beitragen.⁸⁹ Ordnungspolitisch ist die Entwicklung privater Risikovorsorge sinnvoll, denn Kreditgeber und Zeichner von Anleihen gehen mit dieser Handlung ein unternehmerisches Risiko ein. Heute wird bei temporärer Zahlungsunfähigkeit eines Kreditnehmers der IWF, also ein staatlicher Akteur, um Hilfe gebeten. Vordergründig dient die öffentliche Unterstützung dem Schuldnerland, tatsächlich profitieren die Gläubiger mindestens ebenso sehr davon. Es wäre daher sinnvoll, einen privaten Krisensicherungsfonds zu schaffen und den IWF oder auch eine private Agentur im Krisenfall zur Nutzung dieses Fonds zu ermächtigen.

In die gleiche Richtung zielt die Idee, eine private Kreditversicherungsagentur zu schaffen. Diese Organisation sollte Kreditrisiken versichern. Kreditnehmer müßten bestimmte Auflagen erfüllen. Mit der Zahlung einer Versicherungsprämie könnten Gläubiger dann ihre Kreditausfallrisiken reduzieren.⁹⁰

⁸⁶ Vgl. Stanley Fischer, *On the Need for an International Lender of Last Resort*, Princeton, NJ: International Economics Section, Department of Economics, Princeton University, November 2000 (Essays in International Economics, No. 220), S. 22.

⁸⁷ Bei der Umschuldung von drei in Luxemburg emittierten Staatsanleihen der Ukraine Anfang 2000 wurden diese Kollektivklauseln erfolgreich angewendet, d.h. die Umschuldung wurde rasch erreicht. Eine weitere, in Frankfurt emittierte Anleihe ohne Kollektivklausel konnte nur durch den Einsatz der Verkaufsteams von vier Investmentbanken erreicht werden, die in detektivischer Kleinarbeit die einzelnen Kleinanleger aufspüren mußten. Vgl. *International Monetary Fund*, *Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises – Restructuring International Sovereign Bonds*. Policy Development and Review Department, 11.1.2001, im Internet unter <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/series/03/IPS.pdf>> (eingesehen am 4.2.2002).

⁸⁸ Ebd.

⁸⁹ Vgl. Nunnenkamp, *Umbaupläne*, S. 34.

⁹⁰ Vgl. Markus Noland, *The Financial Crisis in Asia*. Statement before the International Relations Committee, United States House of Representatives, 4.2.1998, <<http://www.iie.com>>.

Der Unterschied zwischen einem Risikofonds und einer Versicherung besteht darin, daß letztere einen konkret beschriebenen Versicherungsfall unter bestimmten Bedingungen abdeckt, während ein Fonds eine breitere Absicherung anbieten könnte.

Bei genauerer Betrachtung ist die Realisierung beider Ansätze schwierig, zumindest wenn dies auf freiwilliger Basis geschehen soll. Denn die Akzeptanz solcher Systeme ist nur unmittelbar nach einer Krise hoch. Je länger die Krise zurückliegt, desto weniger sehen Gläubiger ein, warum sie sich zusätzliche Kosten aufbürden sollen, die ihre Gewinne aus dem Kreditgeschäft reduzieren. Darüber hinaus übernehme eine solche Institution Aufgaben, die eigentlich den bankeneigenen Abteilungen zur Bewertung von Risiken zukommen. Dadurch würde sie den Wettbewerb zwischen den Banken behindern: Gerade die Fähigkeit, Kreditrisiken besser bewerten zu können, unterscheidet ja wettbewerbsfähigere Banken von schwächeren Konkurrenten. Eine mögliche Konsequenz bestünde darin, daß nur weniger effiziente Banken den Schutz dieser Versicherungsagentur nutzen würden, was im Endeffekt hohe Versicherungsprämien nach sich zöge.

Wenn sich also die Einrichtung eines privaten Krisenfonds oder einer privaten Kreditausfallversicherung auf freiwilliger Basis als unrealistisch erweist, ist zu überlegen, ob solche Instrumente nicht für alle Akteure verbindlich geschaffen werden sollten. Grundsätzlich ist dies gewiß möglich, es stellt sich allerdings die Frage nach der politischen Durchsetzbarkeit. Es dürfte nur schwer gelingen, die internationale Finanzwirtschaft auf derartige Zwangssicherungssysteme zu verpflichten.

Alle bisher genannten Vorschläge, wie private Gläubiger obligatorisch in die Bewältigung von Finanzkrisen eingebunden werden können, sind nur schwer umzusetzen. Am einfachsten ist die Einführung von Rollover-Optionen zu realisieren, da ein Schuldnerland dafür keine internationale Zustimmung benötigt. Bei Anleiheklauseln ist bereits ein Konsens der großen Industrieländer und deren Finanzplätze notwendig. Noch schwieriger erscheint die Schaffung großer, internationaler Krisenfonds privater Gläubiger.

Vor dem Hintergrund dieser Probleme hat sich die deutsche Bundesbank entschlossen, eine Begrenzung der IWF-Mittel zu fordern.⁹¹ Wenn private Gläubiger nicht bereit sind, die selbst geschaffenen Risiken zu tragen, dann müssen, so die Logik der Bundesbank, die öffentlichen Sicherungssysteme zurückgefahren werden, um den privaten Sektor zu einer Lösung des Problems zu zwingen.

Dieser Weg ist gefährlich, denn in den nächsten Krisen könnte der Krisenfeuerwehr das Löschwasser ausgehen. Der IWF wäre dann kein Gläubiger der letzten Instanz, der die betroffene Volkswirtschaft mit Liquidität versorgen könnte.

Andererseits fordert die Bundesbank zu Recht eine Beteiligung des privaten Sektors. Die Durchsetzung von Regulierungsmaßnahmen zur obligatorischen Einbindung von Gläubigern in die Krisenprävention und -lösung

⁹¹ Vgl. Nunnenkamp, Umbaupläne, S. 50f.

kann aber weder von einzelnen Ländern noch von einzelnen Notenbanken erreicht werden. Es bestünde die Gefahr, daß sich das Kredit- und Anleihegeschäft auf Finanzplätze mit geringerem Schuldnerschutz verlagert. Maßnahmen zur Regulierung müssen daher von allen großen Industrieländern gemeinsam ergriffen werden, am besten im Rahmen der OECD.

Die Enquete-Kommission des Deutschen Bundestages fordert ebenfalls eine Einbindung der Gläubiger, schlägt aber einen anderen Weg vor, nämlich eine spezifische Konditionalität des IWF. Im Zwischenbericht heißt es: »Um zu erreichen, daß Anleger das Risiko ihrer Anlagen korrekt bewerten und in ihre Entscheidungen mit einbeziehen, ist im Prinzip davon auszugehen, daß nicht nur Schuldner, sondern auch Gläubiger in einer Kreditbeziehung Verantwortung tragen. Daher sollen Kreditgeber in ausgehandeltem [...] Maße an den Kosten der Schuldenrestrukturierung beteiligt werden. Der IWF sollte eine Konditionalität nicht nur für Schuldner, sondern auch für Gläubiger entwickeln.«⁹²

Diese Forderung ist nicht falsch, ordnungspolitisch aber problematisch, weil ein staatlicher Akteur, der IWF, mit der Lösung eines Problems beauftragt wird, das er nicht verursacht hat.

Kapitalverkehrskontrollen zur Krisenprävention

Da die Entwicklung stabilerer internationaler Finanzmärkte nur langsam voranschreitet, kommt der Krisenprävention auf nationaler Ebene eine große Bedeutung zu. Als Paradebeispiel wird immer wieder das Vorgehen Chiles genannt.⁹³

Die dort implementierten Maßnahmen zielen darauf ab, den Zufluß von nur kurzfristig gebundenem Kapital zu beschränken. Die Förderung von langfristigen Anlagen soll das Risiko eines panikartigen Kapitalabzugs reduzieren. Nach den schweren Finanzkrisen in den 1970er und 80er Jahren führte Chile 1991 eine umfassende Bardepotpflicht ein. Zunächst 20, später 30% einer Kreditaufnahme im Ausland oder einer im Ausland aufgenommenen Anleihe mußten zinslos bei der Zentralbank hinterlegt werden. Damit wurden zum einen Kapitalzuflüsse verstetigt und zum anderen der inländische Finanzsektor gestärkt. Faktisch wirkt eine Bardepotpflicht wie eine Steuer auf Kreditaufnahmen im Ausland.

Die Ergebnisse der chilenischen Strategie sind überzeugend. Trotz schwerer Turbulenzen, die die Region in den 1990er Jahren erfaßten, gab es in Chile während dieser Zeit keine Finanzkrise.⁹⁴ Ein wesentlicher Grund für die Stabilität war die veränderte Zusammensetzung der Kapitalzuflüsse. Während 1989 nur 5% der im Ausland aufgenommenen Kredite eine Laufzeit von mehr als 12 Monaten hatten, war dieser Anteil acht Jahre

⁹² Vgl. *Deutscher Bundestag*, Zwischenbericht der Enquete-Kommission, S. 32.

⁹³ Slowenien ist ein weiteres, aber weniger bekanntes Beispiel. Vgl. ebd., S. 31.

⁹⁴ Griffith-Jones bemerkt in ihrer Analyse der Mexiko-Krise, daß die Liberalisierung des Kapitalverkehrs dort zu rasch verlief. Die mexikanische Politik hätte den Zufluß von Kapital mit Kapitalverkehrskontrollen dämpfen sollen. Vgl. *Griffith-Jones*, *Global Capital Flows*, S. 101.

später auf 97,2% gewachsen. Dies gelang, ohne Chile von den internationalen Finanzmärkten abzukoppeln. Vielmehr wuchsen die Kapitalzuflüsse von 1,52 Mrd. US-Dollar im Jahr 1989 auf 2,89 Mrd. im Jahr 1997.⁹⁵

Tabelle 6
Entwicklung ausgewählter Kapitalverkehrsbeschränkungen in Chile, 1991–1998

1991	Juni: 20% der Zuflüsse müssen in der Währung des Kredits für ein Jahr zinslos bei der Zentralbank hinterlegt werden. Geltungsbereich: Alle neuen Kredite außer Handelskredite Einführung einer Mindestanlagedauer für ausländische Direktinvestitionen von 3 bis 5 Jahren
1992	Erhöhung des Bardepots auf 30% der Zuflüsse
1995	Hinterlegung des Bardepots nur noch in US-Dollar Verkürzung der Mindestanlagedauer für Direktinvestitionen auf 12 Monate
1996	Dezember: Einführung von Ausnahmen für Kredite unter 200 Mio. US-Dollar
1997	Senkung der Kreditsumme auf 100 Mio. US-Dollar
1998	Juni: Reduzierung der Bardepotpflicht auf 10% September: Reduzierung der Bardepotpflicht auf 0%

Quelle: Francisco *Nadal-De Simone*/Piritta *Sorsa*, A Review of Capital Account Restrictions in the 1990s, Washington, D.C.: IMF, April 1999 (IMF Working Paper 99/52).

Die Bardepotpflicht begünstigt langfristige Kredite, da das Bardepot nach einem Jahr erstattet wird. Je länger also die Laufzeit eines Kredits, desto geringer ist die Belastung durch die Bardepotpflicht.

Dabei war der Umfang der Bardepotpflicht geringer, als man dies auf den ersten Blick erwarten könnte: Erfasst wurden lediglich 40% der Kapitalzuflüsse. Dies liegt zum einen an der Freistellung bestimmter Zuflüsse, zum Beispiel von ausländischen Direktinvestitionen, zum anderen an Lücken in der Regulierung.⁹⁶

Grundsätzlich darf das Mittel der Importkontrollen jedoch nicht überschätzt werden. In Ökonomien mit solider Geld- und Fiskalpolitik können sie erfolgreich eingesetzt werden, aber in Volkswirtschaften mit inkonsistenter und hektischer Wirtschaftspolitik schafft auch eine Bardepotpflicht keine Stabilität.⁹⁷

Dem Magdeburger Ökonomen und Mitglied der Enquete-Kommission Paqué ist zuzustimmen, wenn er Maßnahmen zur Eindämmung der kurzfristigen Kapitalströme befürwortet und fordert, daß der IWF derartige Maßnahmen einer »Politik der makroökonomischen Vorsicht« unterstützen soll. Kapitalverkehrskontrollen zur Dämpfung von Kapitalzuflüssen

⁹⁵ Vgl. *Edwards*, Exchange Rate Regimes.

⁹⁶ Vgl. *Carlos Massad*, The Liberalization of the Capital Account: Chile in the 1990s, Princeton, NJ: International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, Mai 1998 (Essays in International Finance, No. 207), S. 34–46.

⁹⁷ Vgl. *Edwards*, Exchange Rate Regimes, S. 25.

sind eine »zweckmäßige außenwirtschaftliche Flankierung einer konsequenten Stabilitätspolitik«. ⁹⁸ Auch der Chefökonom der Deutschen Bank, Norbert Walter, begrüßt Maßnahmen zur Dämpfung kurzfristiger Kapitalströme als »Instrumente kluger Schuldenpolitik«. ⁹⁹ Der amerikanische Ökonom Barry Eichengreen fordert, daß Kapitalverkehrskontrollen für die große Mehrheit der Entwicklungs- und Schwellenländer der Normalfall sein sollen. Ein vollkommen liberalisierter Kapitalverkehr sollte in diesen Ländern die Ausnahme sein. ¹⁰⁰

Kapitalverkehrskontrollen in einer Finanzkrise

Kapitalzuflußkontrollen werden also von vielen Seiten als wichtiges Mittel zur Krisenprävention und damit zur Stabilisierung der Finanzmärkte in Entwicklungs- und Schwellenländern akzeptiert. Über den Nutzen von Beschränkungen des Kapitalverkehrs bei der Bekämpfung von Finanzkrisen sind die Meinungen jedoch geteilt. Viele Beobachter gehen davon aus, daß die Einführung von Kapitalverkehrsbeschränkungen inmitten einer Krise diese eher verschärfen. In diesem Zusammenhang ist es hilfreich, die Erfahrungen Malaysias im Jahre 1998 genauer zu betrachten.

Am 1. September 1998, also mehr als ein Jahr nach Ausbruch der Asienkrise, erließ die Regierung von Malaysia umfassende Kapitalverkehrskontrollen. Obwohl sich die Situation daraufhin deutlich entspannte, hielten viele Beobachter diese Maßnahmen für überflüssig: Sie seien zu spät eingeführt worden, als die Krise ohnehin schon nahezu überwunden gewesen sei, und das Nachbarland Thailand habe sich auch ohne diese Eingriffe rasch und dauerhaft erholt. Eine neuere Untersuchung kommt hingegen zu einem anderen Ergebnis.

Zunächst wurde die Situation Malaysias vor Einführung der Kapitalverkehrskontrollen untersucht und gefragt, ob die Krise tatsächlich schon überwunden war. Im Gegensatz zur weitverbreiteten Annahme stellen die Autoren in den ersten acht Monaten des Jahres 1998 eine Zunahme der Instabilität fest. Insbesondere die Zinsen, die auf Offshore-Märkten für Kredite in malaysischen Ringgit erhoben wurden, stiegen von 6% im Januar auf 23% im August 1998. ¹⁰¹

Vor diesem Hintergrund, also der meßbaren Zunahme von Instabilitäten auf den Finanzmärkten vor Erlaß der Kapitalverkehrskontrollen, ist das Resultat der Maßnahmen Malaysias positiv zu bewerten. Der Wechselkurs wurde stabilisiert und das inländische Zinsniveau sank weit genug, um inländische Investitionstätigkeit anzuregen. Zudem wurden die Kapi-

⁹⁸ Vgl. Paqué, Kein Bedarf an Sand im Getriebe, S. 15.

⁹⁹ Walter, Prävention statt Krise, S. 23.

¹⁰⁰ Vgl. Barry Eichengreen, Capital Controls: Capital Idea or Capital Folly?, Mimeo, November 1998.

¹⁰¹ Vgl. Ethan Kaplan/Dani Rodrik, Did the Malaysian Capital Controls Work? Paper prepared for an NBER Conference on Currency Crises, Mimeo, Dezember 2000, S. 20.

talverkehrskontrollen so gestaltet, daß weder ausländische Direktinvestitionen noch der Außenhandel davon betroffen waren.¹⁰²

Darüber hinaus wurden die Kapitalverkehrskontrollen nur vorübergehend angewendet. Anders als dies der IWF angenommen hatte, führten die Maßnahmen nicht dazu, daß Malaysia auf Jahre hinaus von den Akteuren der internationalen Finanzmärkte gemieden wurde. Bereits im Mai 1999, also weniger als ein Jahr nach Beginn der Kontrollen, plazierte Malaysia erfolgreich eine Anleihe im Umfang von 1 Mrd. US-Dollar.

Es zeigt sich also, daß vernünftig implementierte Kapitalverkehrskontrollen einen wichtigen Beitrag zur Überwindung von Finanzkrisen leisten können.¹⁰³ Sie sind wesentlich sinnvoller als Programme, die in erster Linie der makroökonomischen Stabilisierung dienen, also die klassischen Austeritätsprogramme. Dies ist eine wichtige Lektion für den IWF, der in den Fällen, wo er aktiv an der Formulierung eines Maßnahmenpakets beteiligt war, stets auf Austeritätspolitik setzte und Kapitalverkehrskontrollen als schädlich ansah. Letztere sollten zukünftig ein zentraler Bestandteil von IWF-Beistandsprogrammen werden.

Internationales Insolvenzrecht

Bei der Liberalisierung des Kapitalverkehrs wurde bislang auf den Aufbau von Strukturen verzichtet, die in nationalen Finanzmärkten als völlig selbstverständlich betrachtet werden. So fehlt zum Beispiel ein internationales Insolvenzrecht, mit dem der Konkurs eines staatlichen Schuldners abgewickelt werden kann.

Dabei ist die Idee keineswegs neu: Bereits Mitte der 1980er Jahre wurde vorgeschlagen, nationales Insolvenzrecht auf die internationale Ebene zu übertragen.¹⁰⁴ Ziel eines Insolvenzverfahrens ist in allen Fällen, dem Schuldner einen wirtschaftlichen Neuanfang zu ermöglichen. Dafür erfolgt in der Regel eine Teilentschuldung, um den Schuldner in die Lage zu versetzen, Zins- und Tilgungszahlungen für den reduzierten Schuldenstand zu leisten.

Als Vorlage für internationale Bestimmungen können amerikanische Regulierungen genutzt werden. In den USA können sich nämlich Gebietskörperschaften für zahlungsunfähig erklären, wenn die Absicht besteht, die vorhandenen Schulden zu bedienen, dies jedoch die finanziellen Möglichkeiten nicht zulassen. Zudem muß entweder die Bereitschaft sämtlicher Gläubiger zur Umschuldung vorliegen, oder es muß erfolglos versucht worden sein, die Gläubiger dazu zu bewegen.¹⁰⁵

Im internationalen Kontext müßte ein neutrales Gericht zur Regelung der Insolvenz berufen werden, dessen Mitglieder zu gleichen Teilen von beiden Parteien benannt werden sollten. Aus den Reihen der Mitglieder

102 Vgl. Kaplan/Rodrik, *Capital Controls*, S. 11.

103 Vgl. dazu auch Eichengreen, *Capital Controls*.

104 Vgl. Raffer, *Applying Chapter 9*.

105 Vgl. ebd., S. 302.

sollte dann ein Vorsitzender gewählt werden, um durch ungerade Stimmzahl eine Mehrheitsbildung zu ermöglichen.¹⁰⁶

Zweifellos ist die Bedeutung von Insolvenzverfahren gesunken, da staatliche Außenverschuldung heute nur noch eine geringe Rolle spielt. Aber zum einen gibt es noch eine Reihe überschuldeter Staaten, vor allem zahlreiche afrikanische Länder sowie Argentinien; zum anderen hat die Existenz eines internationalen Insolvenzrechts disziplinierende Wirkung auf Kreditgeber, die bisher davon ausgehen konnten, daß es kein Konkursverfahren für überschuldete Staaten gibt.¹⁰⁷

Ende November 2001 überraschte die neue Stellvertretende Geschäftsführende Direktorin des IWF, Anne Krueger, mit ihrem Vorschlag, ein Insolvenzverfahren unter Führung des Fonds einzurichten. In ungewöhnlich deutlichen Worten übte Krueger Kritik an Gläubigern, die sich mit aggressiven juristischen Strategien Vorteile verschaffen. Unter anderem geißelte Krueger ein Unternehmen als »Geier-Firma« (vulture company).

Das besagte Unternehmen, Elliott Associates, hatte Anfang 1997 auf dem Sekundärmarkt Forderungen an Peru zum Preis von 20,7 Mio. US-Dollar erworben. Im Oktober 1995 hatte Peru die Umschuldung von Alt-schulden im Rahmen eines vom IWF unterstützten Programms erklärt. Im Zuge dieses Verfahrens wurden die Verbindlichkeiten Perus in Brady Bonds umgetauscht.¹⁰⁸ Elliott Associates verklagte Peru aber auf Zahlung von 56 Mio. US-Dollar und beantragte einen Vollstreckungstitel zur Beschlagnahme peruanischen Vermögens in den USA sowie in Belgien. Elliott wollte Devisen pfänden lassen, die für die Bedienung von Brady Bonds vorgesehen waren. Die peruanische Regierung hatte nicht genügend Zeit, um gegen die bereits erwirkten Vollstreckungstitel gerichtlich vorzugehen, so daß die Gefahr bestand, daß Peru seinen Zahlungsverpflichtungen gegenüber den Besitzern von Brady Bonds nicht hätte nachkommen können. Vor diesem Hintergrund zahlte das Land an Elliott Associates.¹⁰⁹

Kruegers Vorschläge, die die Financial Times zu Recht als Paukenschlag bezeichnete, folgen der Idee eines internationalen Insolvenzverfahrens. Überschuldete Länder sollen demnach in Absprache mit dem Fonds für mehrere Monate die Zahlung von Zinsen und Tilgung einstellen können. In dieser Zeit sollen die Länder auch Kapitalverkehrskontrollen zur Verhinderung von Kapitalflucht erlassen dürfen.

Von diesen Maßnahmen verspricht sich Anne Krueger eine disziplinierende Wirkung auf Gläubiger. Bereits die Existenz eines Insolvenzverfahrens

106 Vgl. ebd., S. 304.

107 Raffer unterstellt, daß es nie eine Schuldenkrise gegeben hätte, wäre bereits in den 1970er Jahren ein internationales Insolvenzrecht eingeführt worden. Vgl. ebd., S. 310.

108 Diese Bonds verdanken ihren Namen Nicholas Brady, dem damaligen US-Finanzminister. Sie entstanden 1989 aus restrukturierten Bankkrediten, die in Wertpapiere umgewandelt, also verbrieft wurden. Brady Bonds haben meist lange Laufzeiten und die verschiedensten Arten der Zinsausschüttung.

109 Vgl. Anne Krueger, International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring. Address given at the American Enterprise Institute, 26.11.2001, <<http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>>; vgl. *International Monetary Fund*, Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises.

rens für überschuldete Staaten könnte zu einem Rückgang der Kapitalströme in Entwicklungs- und Schwellenländer führen: Dies wäre aber nach Ansicht Kruegers ein willkommener Nebeneffekt, insbesondere wenn die Ursache eine genaue Risikoprüfung wäre.¹¹⁰

Der Vorstoß des IWF in der Frage der Gläubigereinbindung ist ebenso überraschend wie begrüßenswert. Nach langem Zögern hat der IWF akzeptiert, daß Maßnahmen notwendig sind, um den privaten Sektor in geordneter Form bei der Überwindung von Schuldenkrisen einzubinden. Dies ist jedoch nur der erste Schritt. Folgende Punkte bedürfen der Beachtung:

- ▶ Krueger selbst räumt ein, das die Beschränkung des Klagerechts für Gläubiger weltweit erfolgen muß. Andernfalls klagen Gläubiger dort, wo dies von Gesetzes wegen erlaubt ist. Das von Krueger vorgeschlagene Verfahren muß in nationales Recht der Mitgliedstaaten übertragen werden. Dies ist keine kleine Hürde.
- ▶ Zu klären ist, welche Form das Insolvenzgericht haben soll. Krueger hält den IWF für die am besten geeignete Institution, aber nicht alle Länder begrüßen eine derartige Kompetenzerweiterung des Fonds.
- ▶ Für einige Diskussionen dürfte auch die Frage sorgen, welche Kriterien erfüllt sein müssen, damit die Zahlungsunfähigkeit erklärt werden kann. So ist zu entscheiden, ob ein einheitlicher Katalog aufgestellt oder ob die Zahlungsunfähigkeit jeweils im Einzelfall festgestellt werden soll.
- ▶ Schließlich müssen während des Schuldenmatoriums Maßnahmen getroffen werden, die eine Wiederholung der prekären Situation verhindern. Hier geht es um das Problem der Konditionalität. Es gilt sich darüber zu einigen, welche Wirtschaftspolitik geeignet ist, eine neuerliche Schuldenkrise zu verhindern.

Die Entwicklung in den kommenden Monaten wird zeigen, ob dieser Vorschlag realisiert werden wird. Anne Krueger selbst betrachtet es als ungewiß, ob die Mitgliedstaaten des Fonds bereit sein werden, das Recht ihrer Bürger zu beschränken, vor landeseigenen Gerichten gegen eine ausländische Regierung zu klagen. Diese Einschränkung wäre nämlich, so Krueger, der Preis für eine stabilere und daher wohlhabendere Weltwirtschaft.¹¹¹

110 Vgl. *Krueger*, International Financial Architecture for 2002.

111 Ebd.

Reform der Arbeit des Internationalen Währungsfonds

Bei der Gestaltung der internationalen Finanzordnung ist der Internationale Währungsfonds nach wie vor die wichtigste multilaterale Organisation. Nicht nur in Finanzkrisen, sondern auch bei der Ordnung der Finanzmärkte hat keine andere Institution eine vergleichbare Bedeutung. Deshalb kann es nicht verwundern, daß zahlreiche Beobachter eine Verbesserung der Arbeitsergebnisse anmahnen. Die vier Hauptgründe dafür sind: (a) Die Bilanz der Arbeit des IWF ist schlecht. Besonders in der Asienkrise hat der Fonds mehr Schaden angerichtet als Nützliches geleistet: Anstatt die Krise zu beseitigen, hat er sie noch verschärft.¹¹² Auch in anderen Teilen der Welt, zum Beispiel in den Transformationsländern, setzten die Empfehlungen des Fonds einseitig auf Liberalisierung und zeitigten dabei bestenfalls mittelmäßige Ergebnisse. Im Vorfeld der Argentinienkrise hat der IWF ebenfalls keine gute Arbeit geleistet. (b) In der Vergangenheit zeichnete sich der IWF durch einen eklatanten Mangel an Transparenz aus. Er galt als undurchsichtige Institution mit obskuren Entscheidungsfindungsprozessen. Weder die Diskussionen im Exekutivrat noch die Vereinbarungen mit den Mitgliedsländern wurden veröffentlicht. (c) Die Arbeit des Fonds wurde von Gläubigerinteressen dominiert, Hauptanliegen war die Sicherung von Kreditrückzahlungen.¹¹³ Der IWF war ein Gläubigerkartell und legte auf die Unterstützung seiner schwächeren Mitglieder nur wenig Wert. (d) Schließlich waren die Auflagen des IWF exzessiv und verlangten den betroffenen Ländern zu viel ab. Der Geschäftsführende Direktor Horst Köhler hat sich selbst sehr kritisch mit der Auflagenpolitik des Fonds auseinandergesetzt.¹¹⁴

Im Jahr 2001 endete eine zeitweise sehr polarisierte Debatte. Heute wird nur noch selten die Abschaffung des Fonds gefordert, und die Gründung einer Art Weltzentralbank wird nicht mehr ernsthaft in Erwägung gezogen. Die Entscheidungsprozesse des Fonds sind erheblich transparenter geworden. Heute können sowohl die Programme des Fonds als auch die internen Diskussionen auf der sehr guten Internetseite des IWF eingesehen werden.

112 Vgl. hierzu Heribert *Dieter*, Die Asienkrise – Ursachen, Konsequenzen und die Rolle des Internationalen Währungsfonds, Marburg: Metropolis-Verlag, 1998; *Stiglitz*, Failure of the Fund; Joseph *Stiglitz*, What I Learned at the World Economic Crisis. The Insider, in: The New Republic, <<http://www.thenewrepublic.com>> (eingesehen am 27.4.2000).

113 *Stiglitz*, Failure of the Fund, S. 14.

114 Horst *Köhler*, Herausforderungen der Globalisierung und die Rolle des IWF. Vortrag im Rahmen einer Veranstaltung des Deutschen Bundestags, 2.4.2001, Berlin.

Krisenprävention

Trotz dieser positiven Entwicklungen steht der IWF noch vor vielen ungelösten Problemen. Dazu gehört die Krisenprävention, die Horst Köhler zukünftig zum zentralen Tätigkeitsfeld des IWF machen will.¹¹⁵ Auf den ersten Blick überzeugt dieser Ansatz. Allerdings dürften die dazu eingesetzten Instrumente kaum ausreichen. Der IWF geht davon aus, daß durch eine genauere Kenntnis von Finanzströmen und Verschuldungsniveaus schwere Finanzkrisen verhindert werden können. Darum glaubt er auch, sich auf eine verbesserte Überwachung der Finanzmärkte beschränken zu können.

Das Problem hierbei ist, daß es keine zuverlässigen Prognosemodelle gibt. Entweder werden sehr viele Krisen vorhergesagt, die dann gar nicht eintreten, oder die Maschen der Prognosemodelle sind so weit, daß problematische Entwicklungen unerkannt bleiben. Solide Vorhersagen, die Wirtschaftspolitiker zu einer verlässlichen Grundlage ihrer Entscheidungen machen können, sind mit den heutigen Modellen nicht möglich.¹¹⁶

Dies hat verschiedene Ursachen. Erstens ist die Prognosekraft der verfügbaren Indikatoren begrenzt. Zweitens entstehen regelmäßig neue Krisentypen, die von den bis zu diesem Zeitpunkt verwendeten Prognosemodellen nicht erfaßt werden können. Drittens schafft jede Krise wiederum neue Bedingungen, die weitere Vorhersagen erschweren.¹¹⁷ Der IWF gelangt in einer Studie aus dem Jahr 2000 zu der Einsicht, daß von den gegenwärtigen Prognosemodellen nicht zu viel erwartet werden darf. Einige von ihnen würden zwar wichtige Erkenntnisse liefern, aber eben oft falschen Alarm auslösen. Daher würden sie nach kurzer Zeit auch nicht mehr verwendet.¹¹⁸

Ein Blick auf die Erfahrungen der Privatwirtschaft verdeutlicht das Problem. Der amerikanische Hedgefonds Long-Term Capital Management (LTCM), der mit Robert Merton und Myron Scholes immerhin zwei Wirtschaftsnobelpreisträger zum Kreis seiner Direktoren zählte, verwendete nicht nur hochkomplexe Modelle zur Spekulation mit sogenannten Derivaten, sondern betrieb auch ein elaboriertes System der Risikokontrolle. Trotz vermeintlich vorsichtiger Annahmen erwies sich das Prognosesystem als ungenügend: Im September 1998 war LTCM zahlungsunfähig.¹¹⁹

Solange keine verlässlichen Prognoseinstrumente vorliegen, kann eine bessere Überwachung der Finanzmärkte keinen wesentlichen Beitrag zur Krisenprävention leisten. Zudem stellt sich die Frage, was der Fonds ange-

¹¹⁵ Ebd.

¹¹⁶ Vgl. *Frenkel/Menkhoff*, *Stabile Weltfinanzen?*, S. 29. Frenkel und Menkhoff weisen darauf hin, daß die Asienkrise selbst mit den elaboriertesten Modellen nicht prognostiziert worden wäre.

¹¹⁷ Vgl. *Frenkel/Menkhoff*, *Stabile Weltfinanzen?*, S. 32f.

¹¹⁸ Vgl. *Andrew Berg/Catherine Patillo*, *The Challenges of Predicting Economic Crises*, in: *IMF Economic Issues*, (Juli 2000) 22. Im Internet unter <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues22/index.htm> (eingesehen am 20.1.2002).

¹¹⁹ Vgl. *Nicolas Dunbar*, *Inventing Money. The Story of Long-Term Capital Management and the Legends behind It*, Chichester: John Wiley and Sons, 2000, S. 190.

sichts einer aufziehenden Finanzkrise täte. Er könnte verschiedene Maßnahmen ergreifen, die aber allesamt problematisch sind.

(a) Der Fonds könnte vor einer bevorstehenden Krise in einem bestimmten Land warnen. Damit würde aber riskiert, daß sich die Akteure panikartig aus dem als gefährdet geltenden Markt zurückziehen. Mit einer frühzeitigen öffentlichen Warnung würde also eine Situation geschaffen, die ohne diese Warnung möglicherweise nie eingetreten wäre.

(b) Der Fonds könnte nicht-öffentlich an die betroffene Regierung appellieren, ihre Wirtschaftspolitik restriktiver zu gestalten. Dann wäre die Frage, welche Instrumente von dieser Regierung genutzt werden sollten. Solange noch keine Krise erkennbar ist, sind Zinssenkungen problematisch. Zinserhöhungen wiederum können das Problem bei offenen Kapitalmärkten durch Steigerung der Kreditaufnahme im Ausland sogar noch verschärfen. Zudem verhallten nicht-öffentliche Warnungen oft ungehört.

(c) Der Fonds könnte bestimmte Marktteilnehmer gezielt auf Risiken hinweisen. Er darf jedoch ökonomisch relevante Informationen nicht auf einen ausgewählten Empfängerkreis beschränken, da diese Akteure damit einen Wettbewerbsvorteil hätten.

(d) Der Fonds könnte regelmäßig Kreditrisiken bewerten und öffentlich machen. Dies wäre eine Änderung des Mandats: Er würde zu einer Rating-Agentur werden. Spätestens dann müßte man die Abschaffung des IWF als staatliche Organisation fordern, da diese Dienstleistungen von privaten Agenturen erbracht werden können.

Die Erfahrungen mit den bislang verfügbaren Prognosemodellen zeigen, wie schwer eine Risikoprognoze ist. Darüber hinaus ist unklar, was zu unternehmen ist, wenn sich Finanzkrisen anbahnen. Es erscheint deshalb wenig sinnvoll, allein auf Frühwarnsysteme zu bauen.

Auflagenpolitik des IWF

In der Vergangenheit machte der IWF den von einer Finanzkrise betroffenen Ländern häufig Auflagen, die nichts mit Finanzkrisen zu tun hatten. Vielmehr nutzten Gläubigerländer die Gunst der Stunde, um Krisenländer zu Zugeständnissen zu zwingen, etwa in Fragen der Marktöffnung, aber auch der Menschenrechte und des Umweltschutzes. Insbesondere der amerikanische Kongreß nutzte »Congressional Directives«, um die Arbeit des Fonds zu beeinflussen. Aber auch Nichtregierungsorganisationen mißbrauchten Finanzkrisen, um ihre Interessen durchzusetzen.

Dies ist äußerst problematisch. Für eine Auflagenpolitik, die auf die Förderung von Demokratie und Menschenrechten abzielt, scheint zu sprechen, daß sie langfristig für Stabilität sorgt. In Einzelfällen mag dies möglich sein, aber generell ist eine Intervention des Fonds zugunsten politischer Ziele außerhalb des Finanzsektors nicht sinnvoll.

Damit würde nämlich eine wichtige Erkenntnis der Weltbank ignoriert werden. Sie hat in letzter Zeit zu Recht betont, wie wichtig es ist, daß Reformen in den betroffenen Ländern verankert sind (country ownership). Das bedeutet, daß jegliche Maßnahmen eines Reformpakets die länder-

spezifischen historischen und gesellschaftlichen Bedingungen berücksichtigen müssen. Die Akteure in den betroffenen Ländern wissen selbst am besten, welche Aspekte dabei besonders wichtig und welche besonders problematisch sein können. Dies gilt sowohl für ökonomische wie für politische Reformen.

Auf diese Einsichten hat der IWF mit einem Wandel der von ihm verhängten Konditionalität reagiert. Seit September 2000 wird der sogenannte Interim Guide on Streamlining Conditionality verwendet. Die Überarbeitung der Auflagenpolitik ist noch nicht abgeschlossen. Es zeichnet sich jedoch ab, daß es künftig keine detaillierte Auflagenpolitik mehr geben wird. Ein sehr einfacher Test könnte die Auswahl von Auflagen erleichtern: Würde ein G-7-Land zu den gleichen Maßnahmen verpflichtet?

Krisenmanagement: Gründe für einen »lender-of-last-resort«

Neben der Krisenprävention gehört das Krisenmanagement zum zentralen Tätigkeitsfeld des IWF. Von erheblicher Bedeutung ist dabei die Bereitstellung von Liquidität. Soll der Fonds in künftigen Finanzkrisen schneller und großzügiger Liquidität zur Verfügung stellen?

Nach der Asienkrise schuf der IWF neue Instrumente, um schneller auf Liquiditätskrisen reagieren zu können. 1997 wurde die Supplemental Reserve Facility (SRF) geschaffen, 1999 folgte die Einrichtung von Contingent Credit Lines (CCL). SRF werden an Mitgliedsländer vergeben, die wegen eines plötzlichen Vertrauensverlustes der Finanzmärkte (a sudden and disruptive loss of market confidence) in Zahlungsbilanzschwierigkeiten geraten sind.¹²⁰ Die CCL soll als finanzielles Schutzschild gegen sogenannte Ansteckungseffekte dienen. Bei Finanzkrisen in Nachbarländern wird vorsorglich Liquidität bereitgestellt. Zwingend ist eine Vorab-Registrierung.¹²¹

Diese Instrumente wurden entwickelt, weil zumindest einige der Finanzkrisen in jüngster Zeit durch Liquiditätsengpässe verursacht wurden. Die betroffenen Volkswirtschaften waren vorübergehend illiquide, aber nicht insolvent. Eine solche Situation lag in Südkorea vor, wo sich die Ökonomie nach der Bereitstellung von Liquidität sehr schnell erholte, die Krise also einen V-förmigen Verlauf nahm. In derartigen Fällen führt die verzögerte Bereitstellung von frischer Liquidität zu einer vermeidbaren Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation. Auch die bereits erwähnten Reaktionen der großen Zentralbanken nach dem 11. September unterstreichen, wie wichtig die rasche Bereitstellung von Liquidität zur Verhinderung einer unangemessenen Panik auf den Finanzmärkten ist.¹²²

120 Die SRF steht nur Ländern zur Verfügung, die Maßnahmen ergreifen, um das Vertrauen der Märkte wiederzugewinnen. Die Laufzeit beträgt 12 bis 30 Monate, die Zinsen entsprechen dem Basissatz des Fonds zuzüglich eines Aufschlags von 3 bis 5%. Vgl. IMF Survey Supplement, 30 (September 2001), S. 12.

121 Die Laufzeit beträgt ebenfalls 12 bis 30 Monate, der Aufschlag auf den Standardzinsatz beträgt zwischen 1,5 und 3,5%. Ebd., S. 12.

122 Vgl. Fn. 6.

Wenn Liquidität rascher als bisher abrufbar sein soll, muß die Form einer solchen Hilfe genauer festgelegt werden. Drei Optionen stehen zur Verfügung: (a) Der IWF könnte, wie in der Vergangenheit, Liquidität in begrenztem Umfang und nur in Verbindung mit Auflagen bereitstellen. (b) Alternativ könnten sich Länder vorab für ebenfalls begrenzte Liquiditätshilfen qualifizieren. Dies entspricht dem Ansatz der CCL, für die sich allerdings noch kein Land beworben hat.¹²³ (c) Schließlich ist es denkbar, den IWF zu einem Gläubiger der letzten Instanz weiterzuentwickeln. Dies würde bedeuten, daß sich Mitgliedsländer beim Fonds ohne Auflagen mit Liquidität versorgen können.¹²⁴

Die dritte Option ist die radikalste, aber auch einfachste Option. Damit wird auf internationaler Ebene eine Institution geschaffen, die den Zentralbanken in nationalen Finanzmärkten nahekommt.¹²⁵

Stanley Fischer, bis zum Sommer 2001 Stellvertretender Geschäftsführender Direktor des IWF, wies in diesem Zusammenhang auf die Eigendynamik von Finanzkrisen hin, die sich unter anderem daraus ergeben, daß internationale Kapitalströme sehr volatil sind und daß diese Volatilität ansteckend ist. Die nationale Notenbank kann die von Privatsektor und öffentlicher Hand benötigten Devisen nicht bereitstellen, da sie nicht über unbegrenzte Devisenreserven verfügt. In dieser Situation hilft nur ein internationaler Gläubiger der letzten Instanz, der Panikreaktionen auf die den Finanzmärkten eigene Instabilität möglicherweise schon im Ansatz unterbindet.¹²⁶

Stanley Fischers Bemerkungen sind aufschlußreich. Am Ende seiner Tätigkeit beim IWF räumte er ein, daß Kapitalströme sehr stark schwanken und daß es bei Finanzkrisen sogenannte Ansteckungseffekte gibt: Betroffen sind eben auch Länder, die zufällig in einer Krisenregion liegen. Gegenüber seinen früheren Einschätzungen – so bezeichnete er die Asienkrise als »mainly homegrown« – bezog Fischer damit eine deutlich modifizierte Position.

123 Über die Gründe für die Zurückhaltung der IWF-Mitgliedsländer läßt sich nur spekulieren. Ein wichtiger Aspekt dürfte die Sorge sein, daß schon die Antragstellung von den Finanzmärkten als Alarmsignal gewertet wird. Die britische Regierung hat inzwischen vorgeschlagen, die Attraktivität der CCL durch verbesserte Konditionen zu erhöhen. (Financial Times, 30.11.2001, S. WE2.)

124 Vgl. Fischer, On the Need.

125 Die Bedingungen für einen »lender-of-last-resort« wurden bereits im 19. Jahrhundert von dem englischen Ökonomen und langjährigen Herausgeber des »Economist«, Walter Bagehot, formuliert. Demnach soll der Gläubiger der letzten Instanz Volkswirtschaften großzügig Kredite gewähren, wenn diese bereit sind, Zinsen oberhalb der jeweiligen Marktzinssätze zu bezahlen, und wenn sie angemessene Sicherheiten leisten können. Bagehot sprach von »lend freely, at penalty rates, against good collateral« (vgl. Fischer, On the Need, S. 9). Im engeren Sinne kann es auf globaler Ebene natürlich keinen »lender-of-last-resort« geben, da dies an die Fähigkeit zur Geldschöpfung gebunden ist. Solange es kein einheitliches Geld auf der ganzen Welt gibt, wird auch ein sehr gut ausgestatteter IWF immer nur ein »quasi-lender-of-last-resort« sein können. In der Praxis dürfte diese Unterscheidung unerheblich sein.

126 Vgl. Fischer, On the Need, S. 16.

Die Umsetzung seines Vorschlages stößt sowohl auf konzeptionelle wie politische Hemmnisse. Relativ unproblematisch ist die Festsetzung eines angemessenen Zinssatzes. Dieser müsste höher sein als in Nicht-Krisenzeiten, aber niedriger als die von Geschäftsbanken in der Krise verlangten Sätze.

Schwierig hingegen ist die Bereitstellung angemessener Sicherheiten. Hier ist die Unterscheidung zwischen einer temporären Liquiditätskrise und einer Solvenzkrise zu treffen. In einer Krisensituation ist es für einen Kreditgeber jedoch schwierig, künftige Deviseneinnahmen einzuschätzen. Am ehesten geht dies noch bei Rohstoffexporten,¹²⁷ bei anderen Exporten sind Sicherheiten weniger leicht auszumachen.

Wenn es gelingt, in ausreichendem Maß Sicherheiten bereitzustellen, muß geklärt werden, was geschieht, falls die Liquiditätshilfen nicht ausreichen und das Land in eine Solvenzkrise gerät. Dem Gläubiger der letzten Instanz müsste dann die Möglichkeit eingeräumt werden, auf die eingesetzten Sicherheiten zurückzugreifen. Dazu ist ein internationales Insolvenzgericht oder ein anderes geordnetes Verfahren vonnöten.¹²⁸

Jenseits dieser konzeptionellen Probleme gilt es zudem, erhebliche politische Widerstände zu überwinden. Durch den Ausbau würde der IWF im Grunde in eine Genossenschaftsbank verwandelt, in der die kleineren Anteilseigner über weitgehende Rechte zur Nutzung von Liquiditätshilfen verfügen würden. Der politische Einfluß der OECD-Länder würde erheblich sinken, weil Kredite des IWF nicht mehr zur Durchsetzung politischer Interessen genutzt werden könnten. Die Mitgliedsländer könnten in Notfällen auf den Fonds zurückgreifen, ohne sich bestimmten Auflagen unterwerfen zu müssen.

Zweifellos ist die Bereitschaft gewachsen, die internationalen Finanzbeziehungen gerechter zu gestalten. Die Weiterentwicklung des IWF zu einem globalen »lender-of-last-resort« dürfte aber die Bereitschaft der meisten Akteure zu weitreichenden Reformen übersteigen. Dennoch ist die Forderung nach einem internationalen Gläubiger der letzten Instanz nur konsequent: Wenn Kapitalverkehrskontrollen abgeschafft werden, verlieren nationale Notenbanken wichtige Instrumente, die dann auf globaler Ebene zur Verfügung stehen müssen. Umgekehrt heißt dies: Solange der globale »lender-of-last-resort« fehlt, ist die Abschaffung von Kapitalverkehrskontrollen gefährlich.¹²⁹ Insbesondere Entwicklungs- und Schwellenländer sollten daher nur in seltenen Fällen völlig auf Beschränkungen des Kapitalverkehrs verzichten.

Zugleich wird immer deutlicher, daß der Verzicht auf den Ausbau des IWF zu einem Gläubiger der letzten Instanz Ländergruppen dazu zwingt, eigene Systeme zur Sicherung ihrer Liquidität zu entwickeln. Besondere

127 So haben die USA 1995 Mexiko großzügig Kredite bereitgestellt, sich aber die Einnahmen aus den künftigen Erdölexporten vertraglich gesichert.

128 Vgl. den Vorschlag der Stellvertretenden Vorsitzenden des IWF Anne Krueger.

129 Solange es keine Gläubiger der letzten Instanz gibt, können Umschuldungsoptionen einen partiellen Ersatz liefern. Vgl. hierzu den Abschnitt zu Rollover-Optionen.

Anstrengungen werden in Ostasien unternommen,¹³⁰ wobei dem dort diskutierten Kooperationsmodell eine gewisse Skepsis entgegenzubringen ist, da die Implementierung des regionalen Liquiditätsfonds auf ökonomische Probleme und politische Widerstände stößt. Grundsätzlich können regionale Gläubiger der letzten Instanz aber als Ersatz für einen globalen Gläubiger der letzten Instanz dienen.

130 Vgl. zu Konzeption und Implementierungsproblemen *Dieter*, Monetary Regionalism; *Kim/Ryou/Wang*, Regional Arrangements to Borrow.

Ergänzt das Forum für Finanzmarktstabilität die Arbeit des IWF und nationaler Aufsichtsbehörden?

Nicht nur der IWF beschäftigt sich mit einer neuen Finanzmarktarchitektur. Die nach dem IWF bedeutendste öffentliche Organisation ist das Forum für Finanzmarktstabilität (FSF).

Das FSF wurde 1999 auf Initiative des früheren Präsidenten der Bundesbank, Hans Tietmeyer, gegründet. Im FSF tauschen Vertreter der G-7-Länder, der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), des IWF, der Weltbank, der OECD und anderer Institutionen Einschätzungen aus und diskutieren mögliche Reformen.

Das FSF geht auf die Initiative eines profilierten europäischen Zentralbankiers zurück. Die Frage liegt nahe, weshalb dieses neue Forum geschaffen wurde. Ein Grund ist, daß Finanzmärkte zu einem erheblichen Teil von nationalen Behörden reguliert werden. Angesichts der Verflechtung von Finanzmärkten sind nationale Alleingänge aber nicht ausreichend. Im FSF wird die nationale Finanzpolitik der wichtigsten Finanzplätze gemeinsam erörtert.

Das FSF hat keine direkte Entscheidungskompetenz und ist lediglich ein Forum, in dem über Finanzmarktstabilität diskutiert wird. Dies ist ein schwaches Mandat. Es bedarf aber dieser weichen Organisationsform, um eine auf nationalen Regulierungen basierende Reform der internationalen Finanzarchitektur vorzubereiten. Das FSF ergänzt die Arbeit des IWF und nationaler Finanzpolitik. Der IWF bleibt aber die wichtigste multilaterale Institution zur Gestaltung der internationalen Finanzmärkte.

Tabelle 7
Mitglieder des FSF

<i>Mitglieder</i>	<i>Anzahl</i>
G-7-Länder mit je 3 Vertretern (Finanzministerium, Zentralbank, Aufsichtsbehörde)	21
Weitere Finanzzentren (Australien, Hongkong, Niederlande, Singapur) mit je einem Vertreter	4
IWF und Weltbank je 2 Vertreter	4
BIZ und OECD je 1 Vertreter	2
Internationale Regulierungsorganisationen: BCBS, IOSCO, IAIS je 2	6
Zentralbankexpertengruppen: CGFS, CPSS je 1	2
Vorsitzender ad personam 1999–2001: Andrew Crockett	1

Quelle: Michael Frenkel/Lukas Menkhoff, *Stabile Weltfinanzen? Die Debatte um eine neue internationale Finanzarchitektur*, Berlin/Heidelberg: Springer Verlag, 2000, S. 42.

Die drei Arbeitsgruppen des FSF beschäftigen sich mit zentralen Problemen der internationalen Finanzmärkte: den Hedgefonds, Offshore-Finanzzentren und grenzüberschreitenden Kapitalströmen.¹³¹

Breiten Raum nimmt die Debatte über sogenannte Hedgefonds ein. Dabei handelt es sich um Gesellschaften, die Kapital vermögender Einzelinvestoren und institutioneller Investoren sammeln und investieren. Anders als Investmentfonds, die sich an ein breites Publikum richten, unterliegen Hedgefonds keiner strikten staatlichen Aufsicht.¹³²

Zu zweifelhaftem Ruhm gelangten Hedgefonds durch spekulative Attacken auf Währungen, beispielsweise gegen das britische Pfund im Jahr 1992. Allein der von George Soros verwaltete Quantum Fund soll bei diesem Angriff auf die Bank von England einen Gewinn von etwa 2 Mrd. US-Dollar erzielt haben. Leidtragende waren die britischen Steuerzahler, die die erfolglosen Abwehrmaßnahmen der Bank von England finanzieren mußten.¹³³

Im Hinblick auf die Stabilität des internationalen Finanzsystems stellen Hedgefonds einen erheblichen Risikofaktor dar.¹³⁴ Das liegt zum einen daran, daß Bankaufsichtsbehörden sehr wenige Daten über Hedgefonds besitzen, weil diese außerhalb der regulierten Finanzplätze registriert sind. Zum anderen sind Hedgefonds gelegentlich marktentscheidende Akteure, das heißt sie treiben einen bestimmten Preis in eine bestimmte Richtung und profitieren nicht nur von Entwicklungen, die auch ohne sie stattfinden würden.

Beim Zusammenbruch des amerikanischen Fonds »Long-Term Capital Management« (LTCM) wurde den Aufsichtsbehörden vor Augen geführt, wie groß die von Hedgefonds ausgehenden Gefahren sind. Mit einem Eigenkapital von weniger als 5 Mrd. US-Dollar hatte LTCM Kredite im Umfang von 125 Mrd. US-Dollar aufgenommen, um damit Positionen in Derivatmärkten von mehr als 1250 Mrd. US-Dollar einzugehen.¹³⁵

131 Vgl. *Financial Stability Forum*, FSF Endorses Policy Actions Aimed at Reducing Global Financial Vulnerabilities, <<http://www.fsforum.org>> (eingesehen am 26.3.2000).

132 Der erste Hedgefonds entstand im Jahr 1949 in den USA. Nach der Großen Depression wurden Investmentfonds in den USA sehr streng kontrolliert. Eine Ausnahme wurde für solche Fonds gemacht, die weniger als 100 Investoren betreuen und keine Werbung betreiben. Alfred Winslow Jones war der erste, der sich diese Lücke in der Regulierung zunutze machte. Der Name stammt von der damals angewendeten Strategie: Im Portfolio befanden sich nicht nur als besonders werthaltig betrachtete Aktien, sondern auch Verkaufsoptionen für als überbewertet erachtete Unternehmen. Damit war gleichzeitig Vorsorge getroffen für den Fall einer Baisse, der Fonds war gesichert (hedged). Vgl. *Dunbar*, *Inventing Money*, S. 120.

133 Soros und andere Spekulanten verkauften britische Pfund auf Termin. Sie nahmen in Pfund denominated Kredite auf, wechselten diese in D-Mark und spekulierten erfolgreich darauf, daß bei Fälligkeit der Pfund-Kredite eine geringere Menge an D-Mark zur Tilgung der Schuld genügen würde. Die Rechnung ging auf. Vgl. *Dunbar*, *Inventing Money*, S. 122.

134 Vgl. Hans *Eichel*, *The Dangers of Hedge Funds*, in: *Financial Times*, 7.2.2002, S. 11.

135 Vgl. Jörg *Huffschmid*, *Politische Ökonomie der Finanzmärkte*, Hamburg: VSA-Verlag, 1999, S. 93; *Dunbar*, *Inventing Money*, S. 190.

Die Arbeitsgruppe des FSF zu Hedgefonds schlug zehn Maßnahmen vor, die die negativen Einflüsse von Hedgefonds dämpfen sollen. Die naheliegende Empfehlung, diese Fonds zu regulieren, wurde allerdings nicht ausgesprochen.¹³⁶ Statt dessen sollen eine höhere Transparenz und eine größere Offenheit die gewünschten Effekte erzielen. Darüber hinaus schlug die Arbeitsgruppe vor, das Risikomanagement der Gläubigerbanken zu verbessern, das Risikomanagement in den Hedgefonds selbst zu stärken und die Bankenaufsicht für diejenigen Banken zu verschärfen, die Hedgefonds mit Krediten versorgen.¹³⁷

Allerdings lassen sich einige Vorschläge nur schwer umsetzen. Wenn Hedgefonds künftig Rechenschaft über ihre Geschäfte ablegen sollen, stellt sich die Frage, wie man einen auf den Bahamas oder den Cayman-Inseln registrierten Fonds dazu zwingen will. In der Vergangenheit profitierten die Hedgefonds ja gerade davon, daß sie keine öffentlichen Geschäftsberichte vorlegen mußten. Sie gäben ihren wichtigsten Wettbewerbsvorteil preis, wenn sie ihre jeweilige Strategie dokumentieren würden.¹³⁸

Auch hinsichtlich der Spekulation gegen Währungen hat das FSF Verhaltensregeln vorgeschlagen. Aber die Bereitschaft von Hedgefonds-Managern, diese »good practice guidelines for foreign exchange trading« zu beachten, dürfte begrenzt sein.¹³⁹ Hedgefonds bleiben eine Gefahr für die Stabilität des internationalen Finanzsystems. Ein neuer Trend ist die Ausweitung ihres Anlegerkreises. Das Forum für Finanzmarktstabilität sollte diese Tendenzen weiter kritisch verfolgen.

Eine wichtige Empfehlung richtet sich an die Regierungen von Entwicklungs- und Schwellenländern. Sie sollen gegebenenfalls Vorsorgemaßnahmen treffen, zu denen auch Kapitalverkehrskontrollen gezählt werden.

Im Jahr 2001 hat das FSF einen Bericht über die Fortschritte bei der Implementierung von Empfehlungen des Vorjahres veröffentlicht.¹⁴⁰ Zunächst wird auf einige interessante Entwicklungen hingewiesen. So stammen die Mittelzuflüsse in Hedgefonds in jüngster Zeit vor allem von regulierten Anlegern, das heißt von Pensionsfonds, Versicherungen und Großbanken.

Außerdem haben die sogenannten Makro-Fonds an Bedeutung verloren. Sowohl der Quantum Fonds von George Soros als auch der von Julian Roberts betreute Tiger Fonds haben entweder die Strategie gewechselt oder wurden geschlossen. Die Gründe waren ganz banal schlechte Geschäfte.

136 Die Arbeitsgruppe zu Hedgefonds kündigte aber an, drastischere Maßnahmen, z.B. die Einführung eines internationalen Kreditregisters, zu verhängen, falls die Empfehlungen des FSF keine Beachtung finden.

137 Vgl. *Financial Stability Forum*, FSF Endorses Policy Actions.

138 Wir verdanken es ja auch nur dem Zusammenbruch von LTCM, daß wir heute etwas mehr über die Strategien und Finanzierungsmuster von Hedgefonds wissen.

139 Im Jahr 2001 wurden diese Richtlinien konkretisiert. So wird heute festgestellt, daß manipulative Praktiken existieren und diese inakzeptabel seien. Aber ohne Sanktionen sind derartige Richtlinien zahnlos. Vgl. *Financial Stability Forum*, Progress in Implementing the Recommendations of the Working Group on Highly Leveraged Institutions, <<http://www.fsforum.org>> (eingesehen am 10.5.2001).

140 Vgl. *Financial Stability Forum*, Progress in Implementing.

Der Tiger Fonds verlor zwischen 1998 und März 2000 mehr als zwei Drittel des zu verwaltenden Kapitals.¹⁴¹

Bemerkenswert ist auch das sinkende Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital und damit die geringere Hebelwirkung. Es fiel in beträchtlichem Umfang, nämlich von 232% im Jahr 1999 auf 168% im Jahr 2000.¹⁴²

Die Arbeitsgruppe zu internationalen Kapitalströmen hat ebenfalls eine Reihe von Empfehlungen abgegeben. Unter anderem ermuntert sie dazu, auf nationaler Ebene eine Strategie des Risikomanagements zu entwickeln. Zu diesem Zweck sollte eine »Bilanz der Risiken« aufgestellt werden, in der unter anderem auch sektorale Entwicklungen erfaßt werden.¹⁴³

Eine klare Position nimmt die Arbeitsgruppe zu Offshore-Finanzplätzen ein, wenn sie diese als Schlupflöcher bezeichnet, die eine internationale Finanzmarktaufsicht erschweren und den Zusammenbruch des globalen Finanzsystems verursachen können.¹⁴⁴

Leider sind die Empfehlungen der Arbeitsgruppe weniger überzeugend als ihre Analyse, weil vermieden wird, explizit die Schließung der Offshore-Zentren zu verlangen. Statt dessen wird mehr Transparenz und eine bessere Berichterstattung gefordert.

Soweit dies heute schon beurteilt werden kann, hat sich aber nach den Anschlägen vom 11. September erstmals eine Bereitschaft zur Sanktionierung der Offshore-Zentren entwickelt. Noch im Sommer 2001 hatte die Bush-Administration Maßnahmen gegen Offshore-Zentren behindert. Finanzminister Paul O'Neill hatte gegen jede Einmischung in nationale Steuersysteme gewettert und die Mitarbeit in der bei der OECD angesiedelten »Financial Action Task Force on Money Laundering« (FATF) verweigert.

In den USA hatten sich bislang sämtliche Finanzminister in, so Joseph Stiglitz, »parteiübergreifender Scheinheiligkeit« geübt: »Während in Amerika die Rufe nach Transparenz auf den Märkten der Schwellenländer nach der Krise in Ostasien immer lauter wurden, haben sich sowohl Larry Summers [...] als auch Paul O'Neill darum bemüht, die Offshore-Banken und Hedge-Fonds [...] zu schützen«.¹⁴⁵

Alle Versuche zur Stabilisierung des internationalen Finanzsystems können durch Offshore-Zentren in wesentlichen Bereichen unterminiert werden. Geschäfte mit Offshore-Finanzplätzen sollten deshalb geächtet, die bereits laufende Kampagne gegen Offshore-Finanzzentren sollte intensiviert werden.¹⁴⁶ Eine mögliche Maßnahme hat Finanzminister Hans Eichel Anfang 2002 vorgeschlagen: Geschäfte mit Banken aus Offshore-

141 Allerdings waren die von Hedgefonds verwalteten Aktiva zwischen 1992 und 1998 um das 15fache gestiegen. Vgl. Dunbar, *Inventing Money*, S. 123.

142 Vgl. *Financial Stability Forum*, Progress in Implementing.

143 Vgl. *Financial Stability Forum*, FSF Endorses Policy Actions.

144 Vgl. ebd.

145 Vgl. Joseph Stiglitz, Sicherheit vor Terroranschlägen beginnt zuerst im eigenen Land, in: Handelsblatt, 10.10.2001, S. 10.

146 Einzelne europäische Regierungen haben sich diesbezüglich schon geäußert. So hat der französische Finanzminister Laurent Fabius im Rahmen des Jahrestreffens der G 20 schärfere Bestimmungen sowohl für Hedgefonds als auch für Offshore-Zentren gefordert. Vgl. Neue Zürcher Zeitung, 17.11.2001, S. 9.

Zentren sollten von den nationalen Bankenaufsichtsbehörden sanktioniert werden.¹⁴⁷

An dieser Stelle darf der Hinweis nicht fehlen, daß Offshore-Finanzplätze keineswegs immer kleine, unabhängige Inselstaaten sind. Zu den von der OECD kritisierten Finanzplätzen gehören vielmehr auch Territorien, die unter britischer oder amerikanischer Verwaltung bzw. unter starkem Einfluß dieser beiden Länder stehen: Zu nennen sind hier die British Virgin Islands, die US Virgin Islands, die Isle of Man, Gibraltar, Jersey, Guernsey Sark & Alderley und ein Land wie Panama.¹⁴⁸

147 Vgl. Hans *Eichel*, The Dangers of Hedge Funds, in: Financial Times, 7.2.2002, S. 11.

148 Vgl. Financial Times, 26.6.2000, S. 16.

Fazit: Die ordnungspolitische Gestaltung der Globalisierung tut not

Lange Zeit verhallte der Ruf nach einer stärkeren Regulierung der Märkte ungehört. In nahezu allen OECD-Ländern genossen Deregulierung und Liberalisierung den höchsten Stellenwert. Insbesondere die Finanzmärkte wurden zu sehr sich selbst überlassen. Die logische Folge der Internationalisierung der Finanzmärkte ist aber die Übertragung bestimmter Strukturen aus dem nationalen Raum auf die globale Ebene. Hierzu gehören die Schaffung eines internationalen Gläubigers der letzten Instanz ebenso wie von regelgebundenen Strukturen, mit denen Kreditgeber in die Lösung von Finanzkrisen eingebunden werden.

Die Gestaltung der Globalisierung ist eine politische Aufgabe. Es ist unrealistisch, von Märkten eine vollständige Selbstregulierung zu erwarten. Die Regierungen der Europäischen Union sollten sich ihrer Verantwortung stellen und sich nachdrücklich für eine ordnungspolitische Initiative einsetzen.

Bei der Neuordnung der internationalen Finanzmärkte könnte Europa eine führende Rolle spielen. Nach der erfolgreichen Einführung des Euro fällt das Fehlen einer gemeinsamen auswärtigen Finanzpolitik der EU auf. Während sie auf dem Gebiet der Handelspolitik seit Jahren mit einer Stimme spricht, ist bei der auswärtigen Finanzpolitik ein vielstimmiger Chor zu hören.

Die EU muß vor allem aus zwei Gründen ein Interesse an einer stabilen Weltfinanzordnung haben. Erstens ist die EU weltweit die größte Handelsmacht und leidet mehr als jeder andere Akteur unter Turbulenzen im Welthandel, die von Finanzkrisen verursacht werden. Stabile Finanzmärkte und nur wenig schwankende Wechselkurse begünstigen internationalen Warenhandel. Zweitens wächst mit der Osterweiterung der EU die Gefahr von Finanzkrisen in der Union selbst. Ein ordnungspolitischer Rahmen, der Finanzkrisen zu verhindern hilft, liegt im Interesse der EU. Bislang war Europa nicht willens, sich dieser Herausforderung zu stellen.

Die Suche nach einem Konsens wird sich weiterhin schwierig gestalten, weil die Vertreter der Finanzwirtschaft einer massiven Beschränkung ihrer Geschäftsfelder energischen Widerstand entgegensetzen werden. Ein Beispiel: Flexible Wechselkurse erlauben es den großen Banken, Instrumente zur Wechselkurssicherung anzubieten. Werden Wechselkurse stabilisiert, verlieren die Anbieter von Wechselkurssicherungsgeschäften ein wichtiges Geschäftsfeld.

Die USA stehen Vorschlägen zur Re-Regulierung der Finanzmärkte auch nach dem 11. September eher kritisch gegenüber. Zwar sind seit September einige neue Töne aus Washington zu hören, aber sie beziehen sich meist nur auf Maßnahmen zur Verhinderung von Geldwäsche, einem sehr kleinen Bereich. Zudem stammen die aggressivsten und wettbewerbsfähigsten Akteure auf den Finanzmärkten aus den USA. Es erscheint daher

unrealistisch, gerade von diesem Land eine Initiative zur Neuordnung der Finanzmärkte zu erwarten.

Auch von Ostasien dürfte kaum eine Initiative zur Neuordnung der Finanzmärkte ausgehen. Japan ist zu sehr mit der Überwindung seiner chronischen Wirtschafts- und Finanzkrise beschäftigt. Unfähig, die eigene Finanzkrise zu bereinigen, ist Japan kaum geeignet, sich für eine Neuordnung der internationalen Finanzmärkte einzusetzen. Allen anderen ostasiatischen Staaten, einschließlich China, mangelt es auf dem Gebiet der internationalen Finanzpolitik schlicht an Bedeutung und Einfluß.

Wenn die EU diese schwierige Reform in Angriff nehmen sollte, könnte dies ein wichtiger Schritt hin zu der von vielen Beobachtern gerade nach dem 11. September beschworenen gerechteren Weltwirtschaftsordnung sein. Kein Akteur der internationalen Politik ist für diese nicht-militärische Führungsaufgabe so geeignet wie die Europäische Union.¹⁴⁹

Politisch brisant ist ein solches Vorhaben fraglos. Die Widerstände gegen eine Regulierung und gegen eine stärkere Kontrolle der Finanzmärkte sind ohne Zweifel erheblich. Die in den letzten Jahren sprunghaft gewachsene Finanzwirtschaft würde der Beschränkung ihrer Operationsfelder fraglos energischen Widerstand entgegensetzen. Andererseits würden sehr viele Menschen von stabileren internationalen Finanzmärkten profitieren, nicht nur die unmittelbar von Finanzkrisen betroffene Bevölkerung. Eine Reduzierung der Zahl von Finanzkrisen ermöglicht auch ein stetiges Wirtschaftswachstum in anderen Ökonomien.

149 Vgl. *Underhill*, States, Markets and Governance. In diesem Sinne äußerte sich auch der Chef von BP und frühere GATT-Generalsekretär Peter Sutherland. Er begrüßte, daß die Europäer auf dem Weg zu Global Governance Führungsverantwortung übernommen hätten, und stellte fest: »the Europeans are very much in the front line – geopolitically, politically, morally« (zit. in: *International Herald Tribune*, 8.11.2001, S. 6).

Anhang

Literaturverzeichnis

- Berg, Andrew/*Patillo*, Catherine, The Challenges of Predicting Economic Crises, Washington: International Monetary Fund, Juli 2000 (IMF Economic Issues, No. 22), <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues22/index.htm>>
- Bhagwati, Jagdish, The Capital Myth. The Difference between Trade in Widgets and Dollars, in: *Foreign Affairs*, 77 (Mai/Juni 1998) 3, S. 7–12
- Braga de Macedo, Jorge/*Cohen*, Daniel/*Reisen*, Helmut (Hg.), Don't Fix, Don't Float. The Exchange Rate in Emerging Markets, Transition Economies and Developing Countries, Paris: OECD, 2001
- Braga de Macedo, Jorge/*Cohen*, Daniel/*Reisen*, Helmut, Monetary Integration for Sustained Convergence: Earning Rather than Importing Credibility, in: *dies.* (Hg.), Don't Fix, Don't Float. The Exchange Rate in Emerging Markets, Transition Economies and Developing Countries, Paris: OECD, 2001, S. 11–53
- Buiter, Willem H./*Sibert*, Anne C., UDROP – A Small Contribution to the New International Financial Architecture, London: Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science, Mai 1999 (Discussion paper series, No. 2138)
- Cohen, Benjamin J., The Geography of Money, Ithaka/London: Cornell University Press, 1998
- Commission of the European Communities, Responses to the Challenges of Globalisation: A Study on the International Monetary and Financial System and on Financing for Development. Working document from the Commission Services, Brüssel, 13.2.2002, DOC/02/04
- Council on Foreign Relations, Safeguarding Prosperity in a Global Financial System. The Future International Financial Architecture, New York 1999
- Deutscher Bundestag, Zwischenbericht der Enquete-Kommission Globalisierung der Weltwirtschaft – Herausforderungen und Antworten, Drucksache 14/6910, 13.9.2001
- Dieter, Heribert, Ostasien nach der Krise: Interne Reformen, neue Finanzarchitektur und monetärer Regionalismus, in: *Aus Politik und Zeitgeschichte*, (2000) B37–38, S. 21–28
- Monetary Regionalism: Regional Integration without Financial Crises, Warwick: University of Warwick, 2000 (Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation [CSGR], Working Paper 52/00)
 - Die Asienkrise: Ursachen, Konsequenzen und die Rolle des Internationalen Währungsfonds, Marburg: Metropolis Verlag, 1998
 - /*Melber*, Henning/*Lamb*, Guy, Prospects for Regional Co-operation in Southern Africa, in: *Regionalism and Regional Integration in Africa*, Nordiska Afrikainstitutet, Discussion Paper, 11 (2001), S. 54–74

- Dieter, Heribert, /Higgott, Richard, Exploring Alternative Theories of Economic Regionalism: From Trade to Finance in Asian Co-operation, Warwick: University of Warwick, Januar 2002 (Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation [CSGR], Working Paper 89/02)*
- Dunbar, Nicolas, Inventing Money. The Story of Long-Term Capital Management and the Legends behind It, Chichester: John Wiley and Sons, 2000*
- Edwards, Sebastian, Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention. Paper prepared for the National Bureau of Economic Research Conference on Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies, Woodstock, Oktober 2000*
- Eichel, Hans, The Dangers of Hedge Funds, in: Financial Times, 7.2.2002, S. 11*
- Eichengreen, Barry, Vom Goldstandard zum Euro. Die Geschichte des internationalen Währungssystems, Berlin: Wagenbach, 2000*
- *Capital Controls: Capital Idea or Capital Folly?, Mimeo, November 1998*
- Fischer, Stanley, On the Need for an International Lender of Last Resort, Princeton, NJ: International Economics Section, Department of Economics, Princeton University, November 2000 (Essays in International Economics, No. 220)*
- *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?, Januar 2001, <<http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.htm>> (eingesehen am 23.1.2002)*
- Flassbeck, Heiner/Noé, Claus, Abkehr vom Unilateralismus, in: Blätter für deutsche und internationale Politik, 46 (2001) 11, S. 1359–1369*
- Frankel, Jeffrey A., The International Financial Architecture, Brookings Policy Brief No. 51, June 1999*
- Frenkel, Michael/Menkhoff, Lukas, Stabile Weltfinanzen? Die Debatte um eine neue internationale Finanzarchitektur, Berlin/Heidelberg: Springer Verlag, 2000*
- Garten, Jeffrey E., Lessons for the Next Financial Crisis, in: Foreign Affairs, 78 (März/April 1999) 2, S. 76–92*
- Griffith-Jones, Stephanie, Global Capital Flows. Should They Be Regulated?, Houndmills/Basingstoke: Palgrave, 1998*
- Hale, David, The Fall of a Star Pupil, in: Financial Times, 7.1.2002, S. 15*
- Huffschnid, Jörg, Politische Ökonomie der Finanzmärkte, Hamburg: VSA-Verlag, 1999*
- International Monetary Fund, Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises – Restructuring International Sovereign Bonds. Policy Development and Review Department, 11.1.2001, im Internet unter <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/series/03/IPS.pdf>> (eingesehen am 4.2.2002)*
- James, Harold, The End of Globalization, Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 2001*
- Kaplan, Ethan/Rodrik, Dani, Did the Malaysian Capital Controls Work? Paper prepared for an NBER Conference on Currency Crises, Mimeo, Dezember 2000*

- Kim, Tae-Jun/Ryou, Jai-Won/Wang, Yonjong*, Regional Arrangements to Borrow: A Scheme for Preventing Future Asian Liquidity Crises, Seoul: Korea Institute for International Economic Policy, November 2000 (Policy Analyses 00-01)
- Krueger, Anne*, International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring. Address given at the American Enterprise Institute, 26.11.2001, im Internet unter <<http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>>
- Krugman, Paul*, Argentina's Crisis Is a U.S. Failure, in: International Herald Tribune, 2.1.2002, S. 6
- Lipworth, Gabrielle/Nystedt, Jens*, Crisis Resolution and Private Sector Adaptation, in: Finance and Development, 38 (Juni 2001) 2
- Massad, Carlos*, The Liberalization of the Capital Account: Chile in the 1990s, Princeton, NJ: International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, Mai 1998 (Essays in International Finance, No. 207), S. 34-46
- Nadal-De Simone, Franzisco /Sorsa, Piritta*, A Review of Capital Account Restrictions in the 1990s, Washington, D.C.: International Monetary Fund, April 1999 (IMF Working Paper 99/52)
- Nunnenkamp, Peter*, Umbaupläne und Reparaturarbeiten an der internationalen Finanzarchitektur: Eine Zwischenbilanz aus deutscher Perspektive, Kiel: Institut für Weltwirtschaft, Oktober 2001 (Kieler Arbeitspapiere No. 1078)
- Dealing with the Asian Crisis. IMF Conditionality and Implications in Asia and Beyond, in: Intereconomics, 33 (März/April 1998) 2, S. 64-72
- Paqué, Karl-Heinz*, Kein Bedarf an Sand im Getriebe, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 20.10.2001, S. 15
- Pastor, Manuel/Wise, Carol*, From Poster Child to Basket Case, in: Foreign Affairs, 80 (November/Dezember 2001) 6, S. 60-72
- Raffer, Kunibert*, Applying Chapter 9 Insolvency to International Debts: An Economically Efficient Solution with a Human Face, in: World Development, 18 (1990) 2, S. 301-311
- Samuelson, Robert J.*, Cry for Argentina – and Hope Its Disease Isn't Contagious, in: International Herald Tribune, 18.1.2002, S. 6
- Schuler, Kurt/Hanke, Steve H.*, How to Dollarize Argentina Now, <<http://www.cato.org/pubs/papers/schuler-hanke011231.pdf>> (eingesehen am 23.1.2002)
- Shiller, Robert*, Irrational Exuberance, Princeton: Princeton University Press, 2000
- Spahn, Paul Bernd*, Zur Durchführbarkeit einer Devisentransaktionssteuer, Gutachten im Auftrag des BMZ, Frankfurt a.M., Februar 2002
- Stiglitz, Joseph*, Failure of the Fund. Rethinking the IMF Response, in: Harvard International Review, (Sommer 2001), S. 14-18
- What I Learned at the World Economic Crisis. The Insider, in: The New Republic, 17.4.2000 <<http://www.thenewrepublic.com>>

Underhill, Geoffrey, State, Markets and Governance: Private Interests, the Public Good and the Democratic Process. Inaugural Lecture delivered on 21 September 2001 at the Universiteit van Amsterdam, Amsterdam: Vossiuspers, 2001

Walter, Norbert, Prävention statt Krise. Zukunftsentwürfe für eine globale Finanzarchitektur, in: Internationale Politik, 54 (1999) 12, S. 19–26

Abkürzungen

Attac	Association pour la Taxation des Transactions Financières pour l'Aide aux Citoyens
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für internationalen Zahlungsausgleich
BMZ	Bundesministerium für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
BSP	Bruttosozialprodukt
CCL	Contingent Credit Line
CGFS	Committee on the Global Financial System
CPSS	Committee on Payments and Settlements Systems
EU	Europäische Union
FATF	Financial Action Task Force on Money Laundering
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FSF	Forum für Finanzmarktstabilität
G 7	Gruppe der Sieben (die sieben führenden westlichen Industrieländer)
G 20	Gruppe der 20 (Finanzminister und Notenbankgouverneure unter anderem der G 8, EU, IWF und großer Entwicklungsländer wie Indien und VR China)
GATT	General Agreement on Tariffs and Trade
IAIS	International Association of Insurance Supervisors
IMF	International Monetary Fund
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IWF	Internationaler Währungsfonds
LTCM	Long-Term Capital Management
Mercosur	Mercado Común del Cono Sur
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
OFC	Offshore Financial Centre
SRF	Supplemental Reserve Facility
UDROP	Universal Debt-Rollover Options with a Penalty
WEED	World Economy, Ecology and Development