

APuZ

Aus Politik und Zeitgeschichte

7/2008 · 11. Februar 2008



Internationale Finanzpolitik

Wolfgang Filc

Stabilität des internationalen Finanzsystems

Heribert Dieter

Der IWF auf dem Weg in die Bedeutungslosigkeit?

Makram El-Shagi

Weltweite Ansteckung: Sorge oder Panik?

Jan Priewe

Leistungsbilanzdefizit der USA

Hansjörg Herr

Das chinesische Wechselkurssystem

Peter Wahl

Finanzmärkte als Entwicklungshemmnis

Editorial

Am 21. Januar 2008 sind die internationalen Aktienbörsen so heftig eingebrochen, dass von einem „Schwarzen Montag“ die Rede war. Das Vertrauen in die Finanzmärkte ist schwer erschüttert. Vor zehn Jahren hatte eine Finanzkrise viele Länder Südostasiens überzogen. Banken schlossen reihenweise; Millionen Anleger verloren ihr gesamtes Vermögen; ganze Volkswirtschaften kollabierten. Viele meinten damals, diese Missstände seien auf schlechte Regierungsführung in den Krisenländern zurückzuführen. Finanzkrisen seien folgerichtig die Quittung für eine miserable Politik. Die Überzeugung war weit verbreitet, das könne in Westeuropa und den USA nicht passieren. Doch jetzt wurden die Metropolen von einer solchen Krise erfasst. Die Schockwelle reichte bis nach Sachsen.

Eine große Gefahrenquelle für die Stabilität des internationalen Finanzsystems stellen die Hedge-Fonds dar, hoch riskante Anlagemodelle. Sie arbeiten weitgehend im Verborgenen, und ihre Risikobereitschaft ist grenzenlos. Während sie mit Billionen US-Dollar jonglieren, kann von Transparenz in ihrem Geschäftsbereich keine Rede sein. Eine wirksame Kontrolle ließe sich nur durch die Festlegung einer Verschuldensobergrenze erreichen, die für die Kreditvergabe durch die Banken ausschlaggebend wäre. Eine solche Kontrolle steht aber nirgendwo ernsthaft auf der politischen Agenda.

Die jüngste Finanzkrise offenbart ein großes Defizit an internationaler staatlicher Kontrolle. Die Entwicklung der Weltwirtschaft wird von der mangelnden Regulierung stark beeinträchtigt. Ineffiziente Finanzmärkte müssen durch Institutionen wie Zentralbanken, der Bankenaufsicht und durch die Gesetzgebung kontrolliert werden. Die „unsichtbaren Hände“, die Kräfte des Marktes, reichen dafür offenbar nicht aus.

Ludwig Watzal

Stabilität des internationalen Finanzsystems

Vor zehn Jahren überzog eine Finanzkrise viele Länder Südostasiens. Banken wurden reihenweise geschlossen. Viele Millionen Einleger verloren ihren letzten Bath oder ihre letzte Rupiah. Ganze Volkswirtschaften kollabierten. Die Arbeitslosigkeit stieg ebenso drastisch wie die Armutsrate der Bevölkerung. 1999 wiederholte sich das Drama, zunächst in Brasilien, dann in der Russischen Föderation. 2001 war Argentinien an der Reihe.

Wolfgang Filc

Dr. rer. pol., Dr. habil., geb. 1943, lehrt Volkswirtschaftslehre an der Universität Trier, Universitätsring 15, 54286 Trier. filc@uni-trier.de

Viele meinten damals, diese Deformationen seien allein auf Versäumnisse in den Krisenländern zurückzuführen: laxe Wirtschaftspolitik, marode Bankenaufsicht, zerbrechliche Finanzsysteme. Finanzkrisen sind eben die folgerichtige Quittung für eine miserable Politik. Das, so war die Überzeugung, kann in Westeuropa und den USA nicht geschehen. Aber es kam anders, als damals vermutet wurde. Die ehemaligen Krisenländer Südostasiens sind wirtschaftlich wieder stabil, Russland profitiert von hohen Energiepreisen, auch in Argentinien geht es langsam wieder aufwärts. Finanzkrisen finden nun anderswo statt, in den USA und in einigen westeuropäischen Ländern. Was sind die Ursachen?

John Maynard Keynes schrieb 1926 in seinem Essay „The End of Laissez-Faire“: „Viele der größten wirtschaftlichen Übel unserer Zeit sind die Früchte von Risiko, Unsicherheit und Ignoranz.“ Dazu zählen Krisen monetärer Märkte, gar ganzer Finanzsysteme. Und – so ist aus der Erfahrung der letzten Monate aus dem Debakel mit Hypothekenkrediten hoher Risikoklasse in den USA hinzuzufügen – als weitere Ursache für die Kri-

senanfälligkeit von Finanzsystemen ist die Gier nach immer höheren Gewinnen zu nennen. Das wurde schon vor Jahrzehnten von Hyman Minsky dargelegt. Minsky vertraute nicht auf Gleichgewichte, die automatisch von Marktteilnehmern hergestellt werden. Finanzmarktkrisen sind in seiner Sicht Ergebnis eines zur Instabilität neigenden Kapitalismus, der immer stärker von Finanzgeschäften dominiert wird. In langen Phasen wirtschaftlichen Wachstums verlieren Banken, Unternehmen und Anleger das Gefühl für die Möglichkeit von Risiken. Getrieben von der Sucht nach immer höheren Gewinnen werden diese zunehmend missachtet. Die Finanzierungen werden von mal zu mal riskanter. Immer stärker umgehen Banken Regulierungen, so durch die Herausnahme von Krediten aus den Bilanzen, um sie in Wertpapieren zu bündeln, versehen mit einem vermeintlichen Wertetikett. Dann werden sie um den Globus geschickt und jenen verkauft, die Rendite über alles lieben und Risiken nicht zur Kenntnis nehmen. Zudem zwingt der Wettbewerb Banken, immer wieder neue, noch komplexere Finanzprodukte auf den Markt zu werfen, deren Konstruktion kaum noch zu verstehen ist. Je länger der Boom anhält, desto waghalsiger werden die Finanzierungen. Nach Kreditnehmern, die den Schuldendienst ordentlich verrichten, kommen schließlich auch Schwindler zum Zuge, die Minsky „Ponzi-Schuldner“ (nach Charles Ponzi, einem der größten Betrüger der amerikanischen Geschichte) nennt, nämlich Unternehmen oder Privatpersonen, die allein bei sehr niedrigen Zinssätzen den Schuldendienst leisten können, weil sie auf künftige Preissteigerungen von Vermögensgütern setzen, die sie auf Kredit gekauft haben. Dieses Kartenhaus bricht zusammen, wenn die Vermögenspreise nicht weiter steigen oder Zinssätze angehoben werden. Das kann die gesamte Finanzbranche in eine Krise stürzen. Kommt es dazu, so sind Aufsichtsbehörden und Zentralbanken gefordert, den Kollaps von Finanzsystemen abzuwenden. Das ist seit August 2007 als Folge des Zusammenbruchs des Marktes geringwertiger Hypothekenkredite in den USA zu beobachten. Schwere wirtschaftliche Verwerfungen können die Folge sein, wenn Finanzmärkte ein Eigenleben entwickeln und nicht das leisten, wozu sie geschaffen worden sind, nämlich Dienste für Produktion, Einkommen und Beschäftigung zu erbringen.

Der „monetäre Markt“ kennzeichnet die Gesamtheit von Angebot und Nachfrage nach Geld. Er ist Ergebnis von Salden zwischen Einnahmen und Ausgaben im Einkommenskreislauf (oder Leistungskreislauf). Sind die Einnahmen aus abgegebenen Leistungen höher als die Ausgaben für in Anspruch genommene Leistungen, so steigt das Nettogeldvermögen dieser Wirtschaftseinheit. Umgekehrtes vollzieht sich bei einem Überschuss der Ausgaben über die Einnahmen; das Geldvermögen sinkt oder der Schuldenstand nimmt zu. Der Ausgleich von Salden im Leistungskreislauf geschieht im Finanzkreislauf. Deshalb sind Finanz- ohne Gütermärkte nicht denkbar, wohl aber Güter- ohne Finanzmärkte (Warentauschwirtschaft). Wozu also Finanzmärkte? Sie sollen einen Beitrag leisten für hohes Wirtschaftswachstum, niedrige Arbeitslosigkeit, hohes Einkommen, das bei niedriger Inflationsrate. Finanzmärkte haben Gütermärkten zu dienen. Dafür müssen sie effizient funktionieren.

Letztlich geht es um Stabilisierungseffizienz, um das Erreichen gesamtwirtschaftlicher Zielsetzungen – Beschäftigung, Wirtschaftswachstum, Preisniveaustabilität. Das wiederum setzt Allokationseffizienz voraus. Sie ist gegeben, wenn die Ressourcen in ihre produktivsten Verwendungen gelenkt werden. Finanzmärkte erhalten hierbei ihre eigenständige Bedeutung, weil wirtschaftliche Transaktionen mit Kosten verbunden sind. Finanzmärkte sollen wie ein Schmiermittel für den reibungslosen Ablauf güterwirtschaftlicher Vorgänge sorgen. Dabei sollten die Kosten von Finanzmarkttransaktionen möglichst gering sein. Denn diese treiben einen Keil zwischen die Finanzierungsaufwendungen von Kreditnehmern und den Zinsertrag, der Sparern nach Abzug von Kosten zufließt. Je höher diese Kosten sind, desto geringer sind gesamtwirtschaftliche Ersparnisse, Investitionen und Wirtschaftswachstum. Damit Finanzmärkte diesen Wohlstand mehrende Kriterien erfüllen können, müssen alle bewertungsrelevanten Informationen sofort und vollständig in Preisen und Renditen von Finanztiteln korrekt ausgedrückt werden. Ohne effiziente Finanzmärkte sind wirtschaftliche Fehlentwicklungen nicht zu vermeiden.

Gleichgewichtige Preise und Renditen werden in den Köpfen der Akteure ermittelt. Haben alle Marktteilnehmer den gleichen Informationsstand und werten sie ihn richtig aus, kann es keine Unstimmigkeiten über einen korrekten Kurs oder Preis geben. Transaktionen zu ungleichgewichtigen Preisen oder Kursen sind dann ausgeschlossen, weil sich sonst eine Marktseite bewusst schädigte. Werden neue Informationen sofort verarbeitet, springt der Kurs oder Preis zu einem neuen Gleichgewichtswert. Dann sind Finanzmarktpreise, Zinssätze, Aktienkurse und Devisenkurse Ergebnisse optimaler Prognosen. „Falsche“ Preise oder Kurse sind ausgeschlossen. Dabei beinhaltet der Begriff „Informationen“ vieles: Zahlen, Fakten, Vorstellungen über Wirkungszusammenhänge, Vermutungen über Meinungen und Handlungsweisen anderer. Welche Informationen relevant und welche Schlussfolgerungen hieraus zu ziehen sind, bestimmen die Marktteilnehmer. Das Ergebnis lautet: Lässt man den Markt nur walten, werden staatliche Eingriffe in die Preisbildung eingestellt, werden Marktteilnehmer mit vielfältigen Informationen versorgt, so müssen Marktpreise alle relevanten Informationen effizient und deshalb richtig ausdrücken, weil sich niemand Gewinne durch Ausnutzen von Unterschieden zwischen Preisen und Gleichgewichtswerten entgehen lässt. Der Markt hat immer recht.

Diese Überzeugung hinsichtlich der Effizienz von Finanzmärkten stand Pate bei ihrer Deregulierung und der Globalisierung des Finanzsystems. Dabei konnte man sich auf empirische Untersuchungen stützen, die zu entsprechenden Ergebnissen gelangt waren. Dann aber ist alles bestens gerichtet. Die Marktergebnisse sind effizient. Deshalb hat sich der Staat als Regulierungsinstanz von Finanzmärkten zurückzuziehen. Er kann die Dinge nicht verbessern. Flexibilisierung, Deregulierung, Internationalisierung, Globalisierung sind geboten, um die weltwirtschaftliche Wohlfahrt zu mehren. Und dieser Weg wurde konsequent eingeschlagen. Das begann mit der Aufgabe des Systems fester Wechselkurse.

Flexible Wechselkurse und ihre Folgen

Der Übergang zu flexiblen Wechselkursen gegenüber dem US-Dollar im Frühjahr 1973 basierte auf Vertrauen in die Effizienz sich selbst überlassener Finanzmärkte. Denn wenn, wie die damals nahezu einhellige Meinung, von Regulierungen befreite Finanzmärkte zu effizienten Lösungen gelangen und deshalb Kurse, Preise und Renditen alle relevanten Informationen bestens reflektieren, ist es Sünde wider den marktwirtschaftlichen Geist, Devisenkurse als Preisscharnier zwischen Währungsräumen zu fixieren. Fixierte Scharniere rosten und verlieren Elastizität. Flexibilität dagegen garantiert Geschmeidigkeit und Anpassungsfähigkeit. Das Motto lautete: Deregulierte Finanzmärkte regeln sich von selbst, weil keine Gewinnchance ungenutzt gelassen wird. Deshalb werden stets Gleichgewichtswerte von Kursen, Preisen und Renditen erzielt.

Die „Finanzinnovation“ flexible Wechselkurse markiert den Beginn einer neuen Epoche der Finanzbeziehungen. Der Ruf nach Deregulierung von Finanzmärkten wurde immer lauter. In rascher Folge entstanden Offshore-Finanzzentren, weitgehend frei von staatlichen Regulierungen, einer Bankenaufsicht, von Vorschriften für Eigenkapital, Großkredite oder anderem. Immer drängender wurden die Warnungen großer Geldhandlungshäuser, ihre Geschäfte in Bankenfreizonen zu verlagern, nationale Finanzmärkte auszutrocknen, damit die Finanzierungsbedingungen zu erschweren und Steuereinnahmen aus Finanzgeschäften zu drücken. Die Wirtschaftspolitik verstand und folgte dem Drängen zur Durchsetzung von Interessen der Finanzmarktakteure.

Man meinte, die Entfesselung der Finanzmärkte von staatlichen Eingriffen würde zu größerem Wohlstand überall in der Welt führen. Mehr noch setzte sich die Auffassung durch, politische und gesellschaftliche Bedingungen müssten neuen ökonomischen Notwendigkeiten angepasst werden, die sich auf das Vertrauen in die Effizienz unreglementierter Finanzmärkte stützen. Das also stand auf der Rezeptur jener, die vollständige Liberalisierung und weitgehende Deregulierung der Finanzbeziehungen empfohlen hatten. Auf den Beipackzetteln war aber nicht vermerkt, dass damit Gefahren entstehen kön-

nen, die sich zu einem Systemrisiko nicht nur für Finanzmärkte, sondern auch für Wirtschaftsbeziehungen zwischen Ländern, die Weltwohlfahrt und die Stabilität marktwirtschaftlicher Systeme zusammenballen können.

Systemische Risiken sind deshalb auch Ergebnis wirtschaftspolitischer Entscheidungen. Die Wirtschaftspolitik entließ sich aus ihrer zuvor übernommenen Aufgabe, Risiken von Wertänderungen des Vermögens privater Anleger zu begrenzen, zunächst durch flexible Wechselkurse, später durch Deregulierung von Finanzmärkten. Diese Aufgabe institutioneller Vorkehrungen zur Begrenzung von Volatilitäten an Vermögensmärkten hat aber zu Entwicklungen beigetragen, die den für die Wirtschaftspolitik Verantwortlichen jetzt Kopfzerbrechen bereiten. Hier wiederholt sich die Geschichte vom Zauberlehrling. Es ist vorteilhaft, wenn sich Besen selbst in Schwung halten und die Zimmer kehren. Aber nichts schließt aus, dass sie ein Eigenleben entwickeln und schließlich den Zauberlehrling aus dem Zimmer fegen.

Mengen- und Preisprobleme

Nach Freigabe der Wechselkurse lösten sich Finanzmärkte zunehmend von Gütermärkten. Zusammen mit zunehmenden Salden in Leistungsreihen – so Leistungsbilanzsalden und steigende Staatsverschuldung – ergaben sich drei Probleme an Finanzmärkten, die miteinander verwoben sind.

Erstens ein Mengenproblem. Es beinhaltet, dass das Geldvermögen weitaus stärker wächst als das Sozialprodukt oder das Sachvermögen der Welt. Das Geldvermögen machte 1960 in Deutschland und in den USA knapp die Hälfte des Werts des Sachkapitals aus, 2006 rund das Doppelte in Deutschland und mehr als das Vierfache in den USA. Damit kommt es zu einem Abkoppeln des finanzwirtschaftlichen Bereichs von der Güterwirtschaft, zu dem Bestreben von Vermögensanlegern aus reinen Finanztransaktionen kurzfristig die höchsten Erträge zu erzielen. Das führt zu rasch reversiblen Kapitalströmen zwischen Ländern, immer auf der Suche nach den besten Anlagemöglichkeiten. Die Summe der Auslandsforderungen und Auslandsverbindlichkeiten bezogen auf das Bruttoinlands-

produkt ist in den Industrieländern in den letzten dreißig Jahren von knapp 50 auf über 300 Prozent gestiegen. Die täglichen Umsätze an Devisenmärkten stiegen von 650 Mrd. US-Dollar im April 1989 auf 3,2 Billionen im April 2007. Zum Vergleich: Der weltweite Güterexport machte 2006 14,7 Billionen US-Dollar aus. Zur Abwicklung des internationalen Leistungsaustauschs hätte es genügt, die Devisenmärkte für drei Tage zu öffnen.

Dieses Mengenproblem löste *zweitens* ein Preisproblem aus: Die Schwankungen von Preisen, Kursen und Zinssätzen an Finanzmärkten haben drastisch zugenommen. Schon das geringste Rumoren führt nun zu abrupten Preisänderungen an Vermögensmärkten, so für Aktien, Devisen und Immobilien. Damit können sich spekulative Blasen herausbilden, die auch aus nichtigem Anlass platzen können, mit katastrophalen Auswirkungen für Wirtschaftswachstum, Beschäftigung und Lebenssituation der Menschen.

Das Preisproblem bewirkte *drittens* ein rasantes Wachstum derivativer Finanzprodukte. Finanzderivate, von einem finanziellen Grundgeschäft abgeleitete Instrumente, haben mit Finanzierung im Grunde nichts zu tun. Derivate werden genutzt, um die mit der Finanzierung verbundenen Risiken handelbar zu machen. Freilich gelingt es dadurch nicht, Risiken aus Finanzkontrakten auszuschalten. Finanzderivate sind mit Wetten auf künftige Preisänderungen verbunden. Geht die Wette aber nicht auf, so erleiden jene Verluste, die Finanzderivate erworben haben. Diese Verluste können in einer Kettenreaktion auf andere Finanzmarktteilnehmer übertragen werden, auch auf den güterwirtschaftlichen Bereich, auf andere Länder; Kontaminierung kann die Folge sein, und das weltweit.

Diese drei Problembereiche sind miteinander verbunden. Verschärft sich das Mengenproblem, etwa wegen hoher Leistungsbilanzsalden der Länder, so nimmt bei Umschichtungsvorgängen des Geldvermögens zwischen Währungsräumen die Anfälligkeit des Finanzsystems für abrupte Preis- und Renditeschwankungen zu. Zugleich steigt der Bedarf an Finanzderivaten. Sie erleichtern die Verteilung von Risiken, verlocken aber auch – und vor allem – zur Spekulation, laden dazu ein, sich an Wetten über Kurs- und Renditeänderungen zu beteiligen, mit der Folge, dass

die Mengen- und Preisprobleme weiter zunehmen. Der Teufelskreis ist perfekt. Das ist das Systemrisiko instabiler Finanzmärkte.

Nach dem Platzen der Technologie-Blase im Frühjahr 2000 widmete die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in ihrem Jahresbericht 2000/01 dem Thema „Zyklen und das Finanzsystem“ ein Kapitel. So wird vermerkt: „Im Laufe der letzten 20 Jahre haben wiederkehrende Krisen sehr deutlich vor Augen geführt, wie Probleme im Finanzsektor sowohl gesamtwirtschaftliche Störungen verursachen als auch deren Kosten auf schwerwiegende Weise erhöhen können“ (S. 9). Der Verlauf eines Finanzzyklus und dessen Auswirkungen auf die Realwirtschaft werden folgendermaßen beschrieben: „Ihren Ursprung haben Finanzzyklen in der Regel in einer Woge von Optimismus, die von günstigen Entwicklungen in der Realwirtschaft ausgelöst wird. Folgen dieser optimistischen Erwartungshaltung sind die Unterschätzung von Risiken, eine überhöhte Kreditgewährung, ein übermäßiger Anstieg der Preise von Vermögenswerten, Überinvestitionen in Sachanlagen und in einigen Fällen ein allzu ausgabefreudiges Verbraucherverhalten. Wenn sich dann schließlich realistischere Erwartungen durchsetzen, müssen die während des Booms entstandenen Ungleichgewichte wieder korrigiert werden, was manchmal sowohl im Finanzsystem als auch in der Realwirtschaft zu erheblichen Störungen führt“ (S. 139).

Hierin zeigt sich die gewachsene Einsicht, dass es mit der früher als garantiert erachteten jederzeitigen Effizienz von Finanzmärkten nicht weit her ist. Finanzmärkte können von Panik oder Manie geprägt werden, nicht von einem rationalen Abwägen. Zudem laden Deregulierung und Internationalisierung der Finanzbeziehungen ein, schwankende Zinssätze, Kurse und Preise an Finanzmärkten allein für Spekulation zu nutzen. Und nichts stellt sicher, dass spekulative Transaktionen zu Gleichgewichtswerten führen. Eine Ursache hierfür sind Informationsprobleme.

Die Ursachen mangelnder Effizienz

Mangelnde Effizienz von Finanzmärkten kann Folge von Informationsproblemen sein. Gelegentlich fehlen relevante Informationen, manchmal fällt es schwer, die Informations-

fülle auszuwerten, dann wieder werden aus einer gleichen Sachlage zu zwei Zeitpunkten unterschiedliche Schlussfolgerungen gezogen, ein andermal sind Informationen asymmetrisch verteilt. Information ist „asymmetrisch“, wenn eine Partei einer Transaktion schlechter informiert ist als die andere. Zu für beide Seiten optimalen Ergebnissen kann es dann nicht kommen. Denn effiziente Markt-lösungen setzen voraus, dass alle Teilnehmer über alle relevanten Informationen verfügen können, diese auch verwenden und korrekt verarbeiten.

Deshalb gehört es zu einem wesentlichen Kennzeichen effizienter Märkte, dass die Teilnehmer über die relevanten Entscheidungsparameter gut und möglichst kostenlos informiert sind. Dabei aber tun sich in der Wirklichkeit die größten Schwierigkeiten auf, vor allem an Finanzmärkten. Monetäre Märkte haben die wichtige Funktion, Ersparnisse in besonders rentable Investitionsmöglichkeiten zu lenken (Allokationseffizienz). Keine Wirtschaft kann gut funktionieren, wenn das Finanzsystem dieser Aufgabe nicht optimal nachkommt. Das Wirtschaftswachstum wird gebremst, Arbeitslosigkeit kann auf hohem Niveau verharren, es kann gar zu einem Kollaps von Märkten kommen. Und das alles, weil Informationsprobleme nicht ausgeräumt werden können. Denn zwischen guten und schlechten Investitionsmöglichkeiten kann nur unterschieden werden, wenn entscheidungsrelevante Informationen vorhanden sind, diese genutzt und die richtigen Schlussfolgerungen gezogen werden.

An Gütermärkten sind Informationsprobleme vergleichsweise selten, wenngleich nicht ausschließbar. Wer Waschpulver kauft, der weiß, worauf er sich einlässt. Er kann in Testberichten etwas über die Qualität erfahren, er kann den Preis mit Konkurrenzprodukten vergleichen. Schwieriger wird es, wenn es um den Kauf eines Gebrauchtwagens geht. Der Käufer weiß nicht, ob ein Schnäppchen oder eine „Zitrone“ zum Verkauf steht. Der Verkäufer kennt die Gutsqualität, der Käufer nicht. Er hat sich hierüber Erwartungen zu bilden, und diese sind allemal unsicher. Wer weiß schon, ob der Tachostand stimmt. So etwas kann Transaktionen an einem Markt stören, im Extremfall zu einem Marktzusammenbruch führen. Märkte, bei denen Informationsprobleme dieser Art auftreten, haben

zwei unerwünschte Eigenschaften. Zum einen besteht für Anbieter der Anreiz, Kosten durch eine schlechtere Gutsqualität zu senken. Zum anderen gibt dies Anbietern von Gütern mit hoher Qualität Anlass, sich vom Markt zurückzuziehen. Die Folge kann sein, dass die durchschnittliche Qualität der Güter sinkt, gar nur noch Güter sehr schlechter Qualität (Zitronen) gehandelt werden. All das ist ausgeschlossen, wenn beide Marktseiten über Grundlagen des Handelns des anderen vollständig informiert sind.

Finanzkontrakte erfordern einen Blick in die Zukunft. Bei jeder Kreditfinanzierung eines Investitionsprojekts müssen Erwartungen über die künftige Zahlungsfähigkeit des Schuldners gebildet werden. Zudem hat der Investor die Profitabilität seines Vorhabens einzuschätzen. Beides ist unsicher, beinhaltet also ein spekulatives Element. Spekulation bedeutet, mit einer unsicheren Zukunft umzugehen. Und weil niemand die Zukunft genau kennt, können Erwartungen über die Zukunft später durch Fakten widerlegt werde. Niemand kann das ausschließen, aber jeder hat das bei einem zukunftsgerichteten Handeln zu akzeptieren. Deshalb verlangen Finanzgeschäfte den Umgang mit Wahrscheinlichkeiten über künftige Gewinne und Risiken, über die Solvenz des Partners. Niemand kann sich des Verhaltens eines Kontraktpartners sicher sein. Regelmäßig hat die Versicherungsbranche zu konstatieren, dass sich Versicherte unvorsichtiger verhalten, als sie es täten, hätten sie die Folgen ihres Handelns selbst zu tragen. Jeder kennt das: Fährt man mit einem Blechschaden an seinem Auto in die Werkstatt, so lautet die erste Frage, ob Fremdverschulden vorliegt oder nicht. Im zweiten Fall fällt die Werkstattrechnung deutlich niedriger aus. Folge dieses Trittbrettfahrer-Verhaltens ist es, dass Versicherungsprämien höher sind, als es bei vollständiger Information der Fall wäre. Dieses Informationsproblem begründet abträgliche Anreize, ein moralisches Risiko (Moral Hazard).

Bei ungleich verteilten Informationen kann ein Marktteilnehmer einen Informationsvorsprung zum Nachteil des anderen nutzen. So sind Kreditgeber über die Erfolgsaussichten und Risiken der Investitionsprojekte von Kreditnehmern schlechter informiert als diese selbst. Und Kreditnehmer werden es vermeiden, dem Gläubiger schlechte Nachrichten

preiszugeben, weil beim Offenlegen der Karten die Finanzierung platzen könnte. Der Nachfrager nach Finanzmitteln aber ist allein an der Auszahlung interessiert, die er für Investitionen mit Aussichten auf hohen Gewinn aber großem Verlustrisiko verwenden kann, wenn das dem Kreditgeber verborgen bleibt. Läuft das Geschäft gut, ist der Kreditnehmer der Gewinner, geht es nicht auf, so ist der Gläubiger der Dumme.

Von Effizienz der Finanzmärkte kann dann keine Rede sein. Die gegenwärtige Finanzkrise als Folge einer Risiken ausblendenden und von Profitgier getriebenen Hypothekenkreditblase in den USA ist hierfür Beleg. Ohne hinreichende Sicherheiten wurden Kredite gebündelt, in Wertpapieren verbrieft und irgendwo in der Welt blauäugigen Anlegern angedreht. Der Verkäufer hätte die Risiken kennen müssen, der Käufer eher nicht. Das ist ein treffendes Beispiel, wie asymmetrische Verteilung von Informationen zu einem Kollaps von Finanzmärkten führen kann, und das im Zuge der Globalisierung weltweit.

Was tun?

Effiziente und stabile Finanzmärkte sind Bedingung für einen hohen Beschäftigungsgrad, für Wirtschaftswachstum bei Preisniveaustabilität. Das ist unbestritten. Fehlentwicklungen, gemessen an unter- oder überbewerteten Finanzaktiva, können an informationseffizienten Märkten nicht auftreten. Dann bleibt kein Raum für wirtschaftspolitische Maßnahmen, die auf Finanzmärkte abzielen. Effizienz kann nicht verbessert werden. Ergebnisse neuerer empirischer Forschungen zeigen aber, dass Finanzmärkte allein in Ausnahmefällen informationseffizient sind. Die Häufung von Finanzmarktkrisen der letzten Dekade ist die Folge.

Viele dieser Verwerfungen sind, wie bereits Keynes vermerkt hatte, Früchte von Risiko, Unsicherheit und Ignoranz. Eine größere Stabilität von Finanzmärkten muss darauf abzielen, diese Ursachen auszuschalten oder zu begrenzen. Geschieht das nicht, wird das Feld ignoranten Spielern überlassen, die Risiken nicht zur Kenntnis nehmen, so können gesamtwirtschaftliche Fehlentwicklungen über die Finanzmärkte hinaus die Folge sein. Keynes schrieb hierzu in der *General Theory*

(1936): „Spekulanten mögen als Seifenblasen auf einem steten Strom des Unternehmertums keinen Schaden anrichten. Aber die Lage wird ernst, wenn das Unternehmertum die Seifenblase auf einem Strudel der Spekulation wird. Wenn die Kapitalentwicklung eines Landes das Nebenerzeugnis der Tätigkeiten eines Spielkasinos wird, wird die Arbeit voraussichtlich schlecht getan werden“.

Milliarden-Verluste von Finanzinstituten aus fehlgeschlagenen Spekulationen, die Bankkunden und Steuerzahler belasten, möglicherweise gar Rezession und Arbeitslosigkeit zur Folge haben, sind kein unvermeidbarer Betriebsunfall, wenn Ignoranz auf der Leitungsebene gegenüber augenfälligen Risiken ursächlich ist. Das zu vermeiden verlangt einen wirksamen Anreiz: Kein goldener Handschlag bei einem Scheitern, sondern eine kräftige Beteiligung am Verlust.

Manche Fehlentwicklungen an Finanzmärkten, die zur Spekulation anreizen, sind darauf zurückzuführen, dass Vermögenswertänderungsrisiken als Folge wirtschaftspolitischer Entscheidung und der Deregulierungswelle gewachsen sind. Die Begrenzung von Fehlentwicklungen an Finanzmärkten hat deshalb an diesen Ursachen anzusetzen. Nährboden für Unwägbarkeiten und hohe Volatilität von Preisen, Kursen und Renditen an Finanzmärkten sind unvollständige Informationen, asymmetrische Informationsverteilung und Erwartungsunsicherheiten. Folglich sollten Maßnahmen der Wirtschaftspolitik darauf abzielen, die Erwartungen der Marktteilnehmer zu stabilisieren und zu kanalisieren. Gelänge dies, so würden Volatilitäten an Finanzmärkten verringert, die in Finanzmarktpreisen und -renditen enthaltenen Risikoprämien gesenkt und die Dominanz spekulativer Motive von Finanzgeschäften könnte zurückgedrängt werden. Finanzmärkte könnten dann wieder die ihnen zukommende dienende Funktion für Gütermärkte übernehmen, für Wirtschaftswachstum und Beschäftigung. Wie hierzu vorzugehen ist, ist vor allem eine Frage, was zweckmäßig und im internationalen Rahmen realisierbar ist. Das ist keine Grundsatzfrage mehr. Ineffiziente Finanzmärkte verlangen regulierende Begleitung durch außermarktmäßige Institutionen, von Zentralbanken und der Bankenaufsicht, durch die Gesetzgebung.

Der IWF auf dem Weg in die Bedeutungslosigkeit?

Um den Internationalen Währungsfonds (IWF) ist es in den letzten Jahren ruhig geworden. Anders als zu Zeiten der Asienkrise in den Jahren 1997 und 1998 oder des Zusammenbruchs der argentinischen Wirtschaft im Jahr 2002

Heribert Dieter

Dr. rer. pol., Privatdozent; Forschungsgruppe Globale Fragen, Stiftung Wissenschaft und Politik, Berlin, und Fellow an der University of Warwick, Großbritannien. SWP, Ludwigkirchplatz 3-4, 10719 Berlin. Heribert.Dieter@swp.berlin.org

muss der Fonds gegenwärtig keine schweren Turbulenzen bewältigen. Die letzte größere Krise eines Entwicklungs- oder Schwellenlandes liegt bereits sechs Jahre zurück. Die Debatte über die künftige Arbeit des Fonds beschäftigte sich seitdem mit wenig kontroversen Themen wie etwa der Verbesserung der Finanzmarktaufsicht. Problematische Fragen wurden vernachlässigt: Weder bei der Krisenvorsorge noch beim wesentlich bedeutenderen Krisenmanagement hat der IWF bislang überzeugende neue Konzepte vorgestellt. Die aktuelle Finanzkrise in den USA verschärft nun den Druck auf den Fonds. Zwar ist der IWF nicht unmittelbar in die Bewältigung der Krise eingebunden. Aber in den USA steht das Modell der Organisation nationaler Finanzmärkte, das der IWF über Jahrzehnte hinweg als modellhaft gepriesen hat, auf dem Prüfstand.

Der IWF und sein seit dem 1. November 2007 amtierender neuer geschäftsführender Direktor Dominique Strauss-Kahn stehen also unter Druck. Im Jahr 2007 wurde indes vor allem über die Frage diskutiert, wer der Nachfolger des bisherigen geschäftsführenden Direktors, Rodrigo Rato, werden sollte. Eine nennenswerte Debatte über die Politik

des IWF war hingegen nicht zu verzeichnen. Dabei gibt es viele Gründe, die Zukunft des Internationalen Währungsfonds zu diskutieren. Der wichtigste ist: Dem Fonds laufen die Kunden weg. Zwei wichtige, in den 1990er Jahren noch stark vom IWF beeinflusste Regionen, Ostasien und Lateinamerika, haben sich inzwischen von ihm abgewendet. Da eine tief greifende Reform des Fonds, zum Beispiel eine deutliche Stärkung der Stimmrechte der Entwicklungs- und Schwellenländer oder eine grundsätzliche Änderung der Kreditvergabe, nicht erfolgt, entwickeln beide Regionen – auf sehr unterschiedliche Art und Weise – Methoden, um sich vom IWF zu emanzipieren.

Die Abwendung vieler Länder vom IWF hat sich bereits in dessen Bilanzen niederschlagen. Die Summe ausstehender Kredite ist von rund 98 Mrd. US-Dollar im Jahr 2003 auf nur noch etwa 18 Mrd. US-Dollar im März 2007 drastisch gefallen.¹ Diese Entwicklung führt nicht nur zu einem Bedeutungsverlust des IWF, sondern bereitet ihm handfeste Finanzierungsprobleme. Der Fonds bestreitet die Kosten für seinen Geschäftsbetrieb nicht etwa aus Beiträgen der Anteilseigner, sondern vorwiegend aus dem Zinsüberschuss, den er erwirtschaftet. Die Kreditnehmer des IWF finanzieren also den Apparat, und die dafür erforderlichen Mittel sind mit rund einer Mrd. US-Dollar pro Jahr nicht unerheblich. Falls es keine Veränderung bei den Neukrediten geben sollte, wird sich der IWF entweder verschulden, die Ausgaben senken oder von den Anteilseignern Zuschüsse zu den Verwaltungskosten verlangen müssen.

Betrachtet man die Zukunft des Fonds, fallen vor allem zwei ungelöste Probleme ins Auge: *Erstens* ist eine Reform der Stimmrechtsverteilung überfällig. Bislang ist der Fonds durch eine Asymmetrie gekennzeichnet: Die OECD-Länder, vor allem die USA, prägen die Politik des IWF, während die Auswirkungen dieser Politik vor allem Entwicklungs- und Schwellenländer treffen. *Zweitens* war der IWF bislang nicht in der Lage, ein Konzept zur Bewältigung möglicher künftiger Finanzkrisen zu entwickeln, das die Regierungen in Entwicklungs- und Schwellen-

¹ Vgl. Barry Eichengreen, A Blueprint for IMF Reform: More than just a lender, in: International Finance, 10 (2007) 2, S. 155.

ländern überzeugt. Der IWF muss daher, wenn er zentrale Bedeutung für die internationale Finanzarchitektur behalten will, seine Kreditvergabepolitik ändern. Versäumen der Fonds und die seine Politik prägenden Regierungen die Einleitung umfassender Reformen, wird sich der Trend zur Herausbildung alternativer Regulierungs- und Sicherungssysteme fortsetzen. Ohne eine globale Institution, die glaubwürdig respektiert und demokratisch angemessen legitimiert ist, werden Entwicklungs- und Schwellenländer den bereits begonnen Prozess der Emanzipation vom IWF fortsetzen.

Die Abkehr Ostasiens vom IWF

In Ostasien wird der Trend zur Emanzipation vom IWF besonders deutlich. Die Volkswirtschaften der Region haben in den vergangenen zehn Jahren gigantische Währungsreserven akkumuliert. China einschließlich Hongkong verfügte Ende des Jahres 2006 über Devisenreserven von rund 1 100 Mrd. US-Dollar, die im Jahr 2007 auf über 1 300 Mrd. angewachsen sind. Südkorea hat seine Reserven seit 1998 auf über 240 Mrd. US-Dollar mehr als verzehnfacht. Und die Inselrepublik Singapur verfügt zurzeit mit knapp 140 Mrd. US-Dollar über höhere Währungsreserven als China im Jahr 1997.

Dank dieser Währungsreserven, die sich in der Region heute bereits auf mehr als 3 000 Mrd. US-Dollar summieren, werden die meisten Volkswirtschaften Ostasiens künftig in der Lage sein, spekulative Attacken auf die eigene Währung oder einen dramatischen Abfluss von ausländischem Kapital mit großer Aussicht auf Erfolg abzuwehren. Den IWF benötigen sie dazu nicht mehr. Zum Vergleich: In der Asienkrise wurden den ostasiatischen Ländern Thailand, Indonesien und Südkorea vom IWF, der Weltbank und bilateralen Gebern Kredite von insgesamt 110 Mrd. US-Dollar zur Verfügung gestellt.

Ganz offenkundig ist die in Asien zu beobachtende Anhäufung von Währungsreserven eine Reaktion auf das vom IWF angewandte Krisenmanagement. Staaten akkumulieren trotz der damit verbundenen hohen Kosten Reserven, um im Falle einer Finanzkrise liquide bleiben zu können.¹² In vielen Ländern

¹² Vgl. ebd., S. 158.

Tabelle: Währungsreserven asiatischer Staaten von 1999 bis 2006 in Mrd. US-Dollar

| Land | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
| China | 161,2 | 171,8 | 219,9 | 297,1 | 415,1 | 622,3 | 830,0 | 1080,1 |
| Japan | 277,7 | 347,2 | 387,7 | 451,4 | 652,7 | 824,2 | 828,8 | 874,5 |
| Taiwan | 111,0 | 111,3 | 126,5 | 166,0 | 211,1 | 246,5 | 257,9 | 270,8 |
| Südkorea | 74,1 | 96,2 | 102,8 | 121,4 | 155,4 | 199,1 | 210,5 | 239,1 |
| Hongkong | 96,2 | 107,5 | 111,1 | 111,9 | 118,3 | 123,5 | 124,2 | 133,2 |
| Singapur | 76,8 | 80,1 | 75,3 | 82,0 | 95,7 | 112,2 | 115,7 | 136,2 |
| Malaysia | 30,9 | 28,5 | 29,8 | 33,7 | 44,2 | 66,3 | 70,3 | 82,8 |
| Thailand | 34,7 | 32,6 | 33,0 | 38,8 | 42,0 | 49,7 | 51,8 | 66,9 |
| Indonesien | 27,3 | 29,3 | 28,0 | 31,9 | 36,0 | 36,2 | 34,3 | 42,8 |
| Philippinen | 14,9 | 15,1 | 15,6 | 16,0 | 16,6 | 16,0 | 18,1 | 22,8 |
| Summe | 904,8 | 1019,6 | 1129,7 | 1350,2 | 1787,1 | 2296 | 2541,6 | 2949,2 |

Quelle: Asian Development Bank, Key Indicators 2007, S. 150; Daten für Japan von der Webseite des japanischen Finanzministeriums (<http://www.mof.go.jp/english/>).

ist der Fonds kein gern gesehener Berater mehr. Selbst mehr als zehn Jahre nach Ausbruch der Krise in Asien sind die damaligen Wunden nicht völlig verheilt. Ein Problem ist dabei, dass aus den Erfahrungen der Asienkrisen vom IWF keine Lehren gezogen wurden.

Vordringlich bleibt ein effizienteres Krisenmanagement, und gerade zu diesem Punkt liefert der IWF keine Antworten. In der Folge der Asienkrise hatte er zunächst einige neue Kreditinstrumente geschaffen, etwa die Contingent Credit Lines (CCL), die jedoch inzwischen mangels Nachfrage schon wieder abgeschafft worden sind. Die Gründe für das mangelnde Interesse an den CCL liegen auf der Hand: IWF-Mitgliedsländer hätten sich einem Prüfprogramm unterziehen müssen, um in einer eventuell eintretenden Finanzkrise auf Kredite aus dem CCL-Programm zurückgreifen zu können. Damit waren zwei Probleme verbunden: *Erstens* hätte schon die Anmeldung eines Landes zum CCL-Programm den Argwohn der Akteure auf den internationalen Finanzmärkten hervorrufen können. Die präventive Maßnahme CCL hätte also ungewollt zu einer Krise führen können. *Zweitens* hätte die Vorab-Registrierung den Zugang zu Krediten nicht garantiert. Im Endeffekt hätten sich Regierungen also nicht darauf verlassen können, dass der IWF in einer Krise rasch und großzügig Mittel bereitstellt. Entwicklungs- und Schwellenländer haben ein solch ungenügendes Angebot verständlicherweise nicht in Anspruch genommen.

Entwicklungs- und Schwellenländer sind in den 1980er und 1990er Jahren immer wieder mit Finanzkrisen konfrontiert gewesen, und vor dem Hintergrund dieser Erfahrungen erwarten diese Länder, dass der Fonds ein transparentes und bindendes Angebot zur Bereitstellung finanzieller Mittel in einer Kreditkrise macht, aber hierzu gibt es keine neuen Angebote.

Im IWF wird zwar über ein neues Instrument, die Reserve Augmentation Line (RAL), diskutiert. Diese Kreditlinie soll schnell bereitgestellt werden und nur an minimale Konditionalität gebunden sein.¹³ Eine Implementierung dieses neuen Instruments ist aber noch nicht absehbar. Nicht zuletzt deshalb hält der Aufbau der immensen Währungsreserven an.

Die Staaten Ostasiens beschränken sich aber nicht auf die unilaterale Akkumulation von Devisenreserven. Zugleich arbeiten sie im Rahmen der so genannten Chiang-Mai-Initiative seit dem Jahr 2000 an der Entwicklung eines regionalen Liquiditätsfonds. Zunächst sahen die Vereinbarungen im Rahmen der Chiang-Mai-Initiative bilaterale Swaps, d. h. den Tausch von Landeswährung gegen andere Devisen, vor. Im Jahr 2007 erreichte das Gesamtvolumen dieser Vereinbarungen ein Niveau von 83 Mrd. US-Dollar. Zwar ist dies relativ wenig in Relation zu den Devisenreserven der beteiligten Länder. Bei der Bewertung des Kooperationsprozesses in der Region ist jedoch zu bedenken, dass es im Bereich der wirtschaftlichen Zusammenarbeit im Allgemeinen und der finanzpolitischen im Besonderen bis vor wenigen Jahren überhaupt keine nennenswerte Kooperation gab. Damit hat Ostasien begonnen, ein neues internationales Regime zur Stabilisierung der Währungs- und Finanzbeziehungen zu schaffen. Zwar sind die Länder der Region noch nicht bereit, leistungsfähige regionale Institutionen aufzubauen, aber der Wunsch nach Emanzipation von der schwach legitimierten Macht des IWFs ist deutlich erkennbar.

Lateinamerika und der IWF

Auf ganz andere Weise hat Lateinamerika das Gewicht des IWF reduziert. Dort hatte der Fonds seit den 1980er Jahren ein ungewöhnlich hohes Maß an Einfluss auf die Wirtschaftspolitiken jener Länder ausgeübt, die im Zuge der Schuldenkrise auf den IWF und dessen Politikempfehlungen angewiesen waren. Ihnen gegenüber hatte der Fonds eine wirtschaftspolitische Linie durchgesetzt, die makroökonomische Stabilität in erster Linie mit Preisstabilität gleichsetzte, die Privatisierung von Staatsunternehmen förderte und die Liberalisierung des Kapitalverkehrs erzwang.

¹³ Vgl. ebd., S. 161.

In Lateinamerika waren einige der Muster-schüler des IWF zu finden, und diese wurden besonders enttäuscht. Argentinien etwa setzte nach 1991 sämtliche Empfehlungen des Fonds um – vom Wechselkursregime über die umfassende Privatisierung von Staatsunternehmen bis zur unilateralen Senkung der Außenzölle. Noch 1999 lobte der IWF die Wirtschaftspolitik des Landes in den höchsten Tönen. Zwei Jahre später brach das Kartenhaus zusammen, und Argentinien erlebte eine sehr schwere Wirtschaftskrise. Viele Lateinamerikaner haben daraus den Schluss gezogen, dass sie Risiken ausgesetzt waren, ohne dass entsprechende Erfolgchancen bestanden hätten.

Auf eindruckliche Weise wurde der anhaltende Groll über den IWF im argentinischen Wahlkampf des Jahres 2007 deutlich. In einem Wahlwerbespot von Christina Fernandez, der heutigen Präsidentin des Landes, werden spielende Kinder gefragt, was der IWF sei. Die Kinder geben unterschiedliche Antworten, die freilich alle falsch sind. Die Botschaft von Frau Fernandez: Sie werde dafür sorgen, dass diese Kinder nie lernen, was der Internationale Währungsfonds ist.¹⁴ Selbst Dominique Strauss-Kahn räumte bei einer Argentinienreise im September 2007 die Fehler des IWF ein. Er stellte fest, dass viele Menschen in Argentinien glaubten, der IWF sei der Teufel, und diese Menschen hätten dafür gute Gründe.¹⁵

In welcher Weise distanzieren sich die Länder Lateinamerikas nun vom Fonds? Der IWF ist für sie in mehrfacher Hinsicht unbedeutender geworden. *Erstens* haben die wichtigen Schuldner des Fonds, Argentinien und Brasilien, ihre Verbindlichkeiten vorzeitig getilgt. Am 13. Dezember 2005 kündigte Brasiliens Finanzminister an, die Restschulden von 15,5 Mrd. US-Dollar vorzeitig zurückzuzahlen, zwei Tage später erklärte Argentinien damaliger Präsident Kirchner, auch sein Land werde die Forderungen des IWF in Höhe von 9,8 Mrd. US-Dollar noch im Jahr 2005 tilgen. Damit haben sich beide Staaten relativ unabhängig von den Auflagen des IWF gemacht.

¹⁴ Vgl. Richard Lapper/Jude Webber, No tears for the IMF as a feisty Argentina awaits its next Evita, in: Financial Times vom 26. 10. 2007, S. 9.

¹⁵ Vgl. ebd., S. 9.

Der ungelöste Nord-Süd-Konflikt im IWF

Zweitens haben lateinamerikanische Länder ebenfalls damit begonnen, einen regionalen Gläubiger der letzten Instanz zu entwickeln. Der Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) wird wesentlich von der venezolanischen Regierung gefördert. Wie in Ostasien sind die Bedingungen der Kreditvergabe im Krisenfall vergleichsweise unklar, aber hier wie dort sind die Anstrengungen, sich vom IWF zu emanzipieren, deutlich erkennbar.

Noch bedeutender ist indes, dass das Beispiel Argentinien zeigt, wie viel vorteilhafter sich eine nationale Ökonomie ohne den Einfluss des IWF zu entwickeln vermag. Seit dem Crash des Jahres 2002 ist die Wirtschaft des Landes spektakulär gewachsen, mit Wachstumsraten von ca. neun Prozent pro Jahr. Selbst im Jahr 2007 werden noch immer beachtliche 8,3 Prozent Wachstum des Bruttoinlandsproduktes erreicht werden. Die Exporte stiegen seit der Krise drastisch an, und Argentiniens Währungsreserven beliefen sich im Oktober 2007 auf immerhin 43 Mrd. US-Dollar. Überraschend ist, dass die Integration der argentinischen Wirtschaft in den Weltmarkt nach der Beendigung der Zusammenarbeit mit dem IWF stark zunahm. Während der Warenhandel im Jahr 2000 nur 18,1 Prozent der Wirtschaftsleistung ausmachte, hatte sich dieser Wert im Jahr 2006 mit 37,7 Prozent mehr als verdoppelt.¹⁶ Im Jahr 2007 wird Argentinien sowohl in der Leistungsbilanz, in der Transaktionen mit dem Ausland erfasst werden, als auch im Staatshaushalt Überschüsse erwirtschaften.

Damit hat das zweitgrößte Land Lateinamerikas die Krise zwar noch nicht vollständig überwunden, aber die in Argentinien herrschende Einschätzung ist eindeutig: Die Empfehlungen des IWF führten das Land in eine schwere Krise. Ohne den Fonds können sich Wachstumskräfte besser entfalten. Die positiven Erfahrungen Argentiniens werden auch in anderen Entwicklungs- und Schwellenländern zur Kenntnis genommen.

Die Finanzkrisen in Asien und Lateinamerika und das Versagen des Krisenmanagements des IWF haben zur Folge, dass das Verhältnis zwischen den Regierungen aus diesen Regionen und dem IWF stark von Feindseligkeit und Misstrauen geprägt ist. Überspitzt formuliert: Viele Entwicklungs- und Schwellenländer haben das Vertrauen in die Politik der Industrieländer verloren. Insbesondere in Asien hat die Erfahrung, vom IWF und den USA in der Krise nur halbherzig unterstützt worden zu sein, ein anhaltendes Trauma verursacht. In Südkorea etwa gilt die Asienkrise als der zweite Fall „nationaler Schande“. Als der erste wird die Kolonisierung durch Japan im Jahr 1910 angesehen.

Der Währungsfonds leidet zudem unter einem erheblichen Legitimationsdefizit, das sich deutlich in einem Nord-Süd-Konflikt niederschlägt. Innerhalb der Organisation haben die großen Anteilseigner, vor allem die USA, Vormachtstellung. Seit den 1970er Jahren hat kein OECD-Land den Fonds in Anspruch nehmen müssen, sieht man von den Neumitgliedern Mexiko (1994/95) und Südkorea (1997) einmal ab.

Die für den IWF ins Auge zu fassenden Reformen betreffen besonders zwei Bereiche: Zunächst geht es darum, den Entwicklungs- und Schwellenländern größere Mitspracherechte einzuräumen. Dies wird nur auf Kosten europäischer Länder möglich sein. Europa ist heute im Fonds deutlich überrepräsentiert. Insgesamt verfügen die Länder der Europäischen Union über 31,4 Prozent der Stimmrechte, die USA über weitere 17,1 Prozent. Die asiatischen Länder dagegen sind nicht angemessen vertreten. Zwar hat Japan einen eigenen Sitz und 6,1 Prozent der Stimmrechte, aber China beispielsweise besitzt weniger Stimmrechte als etwa Italien. Indonesien, ein Land mit mehr als 200 Millionen Einwohnern und wichtiger Kreditnehmer des IWF in der Asienkrise, hat weniger Stimmrechte als Schweden.

Die Länder der Europäischen Union verfügen nicht nur über fast ein Drittel der Stimmrechte, sondern stellen auch sieben der insgesamt 24 Exekutivdirektoren des IWF. Europa

¹⁶ Daten der Weltbank, <http://devdata.worldbank.org/external/CPPProfile.asp?PTYPE=CP&CCODE=ARG> (31. 12. 2007).

könnte durch eine Reduzierung der Einlagen beim IWF auf einen erheblichen Teil seiner Stimmrechte verzichten, sich auf einen gemeinsamen EU-Exekutivdirektor einigen und damit die Möglichkeit eröffnen, die Unterrepräsentation Asiens zu korrigieren. Damit ließe sich auch deutlich machen, dass Europa in der internationalen Finanzpolitik mit einer Stimme spricht – so wie dies in der Handelspolitik schon seit Jahren der Fall ist.

In der Diskussion sind Vorschläge, im Fonds bei der Entscheidungsfindung so genannte doppelte Mehrheiten einzuführen. Beispielsweise könnten sowohl eine Mehrheit der Stimmrechtsanteile, die nach ökonomischen Kriterien festgelegt werden, als auch die Zustimmung der Mehrheit der Mitgliedsländer die Bedingung für die Implementierung eines Beschlusses sein.¹⁷ Gegen die Ausweitung der Stimmrechte von Entwicklungs- und Schwellenländern gibt es aber erhebliche Vorbehalte. In Deutschland hat insbesondere die Bundesbank eine Reduzierung der deutschen und europäischen Quoten abgelehnt. Bundesbankpräsident Axel Weber konstatierte gar eine zu geringe Quote für Deutschland und riet von einer voreiligen Reduzierung der Stimmrechte Europas ab.¹⁸

Andere warnten davor, den wichtigsten Kunden des Fonds, den Entwicklungs- und Schwellenländern, eine stärkere Mitsprache bei der Formulierung der Politik des IWF einzuräumen. Kreditvergabepolitiken könnten nicht von den Schuldnern bestimmt werden, da dies zu einem Missbrauch der Kreditlinien führen würde.¹⁹ Dieses Argument kann aber aus drei Gründen nicht überzeugen. Erstens ist der IWF keine Geschäftsbank, sondern eine von Mitgliedsländern getragene internationale Organisation, bei der rein geschäftspolitische Erwägungen keinen zentralen Stellenwert haben können. Wichtiger ist aber das zweite Argument. Dem Miss-

brauch der Kreditlinien des Fonds kann durch entsprechende Ausgestaltung der Vergabepolitik leicht vorgebeugt werden. Seit den Überlegungen des britischen Ökonomen Walter Bagehot im 19. Jahrhundert ist ein akzeptierter Grundsatz, dass Liquidität in einer Krise nur zu über dem Marktniveau liegenden Zinssätzen und gegen ausreichende Sicherheiten bereitgestellt werden soll. Drittens ist bislang ein Missbrauch des Fonds durch die Kreditnehmer nicht aufgefallen, sondern vielmehr haben die Industrieländer in Finanzkrisen unangemessene Auflagen für Entwicklungsländer durchgesetzt.

Entzauberung des amerikanischen Modells

Für den IWF stellt die Finanzkrise des Jahres 2007 in den Vereinigten Staaten ein erhebliches Problem dar. Über sehr lange Zeit wurde das amerikanische Finanzsystem Entwicklungs- und Schwellenländern als Modell gepriesen. Amerika verfügte, so die vom IWF vertretene Einschätzung, über ein überlegenes Finanzsystem. Im Jahr 2005 führte der IWF die mit allen Mitgliedsstaaten regelmäßig durchgeführten Konsultationen durch. Dabei wurde auch der Finanzsektor überprüft und als krisenfest bewertet. Der IWF betonte, die Verbriefung der Kreditrisiken habe zu einer Senkung der Risiken für den amerikanischen Finanzsektor geführt.¹⁰

Die Währungs- und Finanzkrise in den USA führt nun aber zur Entzauberung des amerikanischen Wirtschaftsmodells – insbesondere des Finanzsektors. Nicht nur in Europa, sondern auch in anderen Teilen der Welt wird die Organisation des amerikanischen Finanzmarktes als fragwürdig empfunden. Ein Vertreter des Verbandes deutscher Bausparkassen stellte klar, dass „eine lasche Kreditvergabepraxis und Finanzierungen ohne Eigenkapital, die außerdem vom Staat durch steuerliche Subventionen begünstigt werden, kein Vorbild sind“.¹¹ Der Präsident

¹⁷ Vgl. Peter Chowla, Double majority decision making at the IMF, in: The Bretton Woods Project, At Issue, (Oktober 2007), <http://www.brettonwoodsproject.org/doc/wbimfgov/implementingDM.pdf> (31. 12. 2007).

¹⁸ Vgl. Handelsblatt vom 26. 8. 2006, S. 1, http://www.handelsblatt.com/News/Politik/International/_pv/doc_page/1/_p/200051/_t/ft/_b/1127161/default.aspx/bundesbankpraesident-weber-mahnt-haerte-im-iwf-an.html (31. 12. 2007).

¹⁹ Vgl. B. Eichengreen, (Anm. 1), S. 168.

¹⁰ Article IV Consultation with the United States 2005, IMF Country Report 05/257. Der IWF hat – anders als eine Reihe von Beobachtern – in der Kombination von stark ansteigenden Immobilienpreisen und der Verbriefung von Kreditrisiken kein Problem gesehen.

¹¹ Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ) vom 10. 8. 2007, S. 41.

der Sparkassenorganisation, Heinrich Haasis, meinte am Rande der Herbsttagung 2007 von IWF und Weltbank in Washington: „Auf Dauer werden auch die Amerikaner nicht Banken in der ganzen Welt für ihre Kurzfristorientierung und unzureichenden Standards über Forderungsausfälle und Inflationsgefahren bezahlen lassen können.“¹² Es ist bemerkenswert, dass die einst als so effizient klassifizierte Wall Street von einem deutschen Sparkassendirektor eine Standpauke hinsichtlich unzureichender Standards bekommt.

Aber auch in Schwellenländern gärt es gewaltig. Der brasilianische Finanzminister Guido Mantenga äußerte bei der Herbsttagung des Jahres 2007 heftige Kritik an den USA. Es sei eine Ironie der Geschichte, dass das Land, das als Referenz für ein hoch entwickeltes Finanzsystem, eine effiziente Finanzaufsicht und erstklassiges Risikomanagement diene, heute die Stabilität der Weltwirtschaft gefährde.¹³

Die Bedeutung der amerikanischen Finanzkrise für die Glaubwürdigkeit des vom IWF lange propagierten Modells, das angelsächsisch geprägte Finanzmärkte als besonders empfehlenswert ansah, ist kaum zu überschätzen. Die Verbriefung von Krediten, das heißt die Bündelung in Wertpapieren, sollte in Verbindung mit der verstärkten Nutzung von derivativen Finanzprodukten zu einer besseren Bewertbarkeit der Kreditrisiken führen. Gleichzeitig war vorgesehen, diese dadurch aus dem Bankensystem herauszunehmen.¹⁴ Die Risiken sollten von denjenigen Akteuren auf Finanzmärkten übernommen werden, die dazu am besten in der Lage seien. Die erhoffte Stabilisierung der Finanzmärkte ist aber nicht eingetreten. Stattdessen lasteten die Risiken auf den Schultern von Gläubigern, die gar nicht wussten, welche Risiken sie übernommen hatten.¹⁵ Die Finanzmärkte wurden durch die Verbriefung von Krediten intransparenter und damit krisenanfälliger. Der amerikanische Ökonom Paul Krugman stellte fest, dass die Finanzinnovationen der vergangenen Jahre nicht zu einer breiteren Verteilung von Risiken, sondern vor allem zur Verbreitung von Konfusion geführt hätten. Investoren – von deutschen Landesbanken bis hin zum Investitionsfonds staatlicher Schulen in Florida – ließen sich zu risikoreichen Geldanlagen verleiten, bei denen die Anleger zwar die Renditechancen, nicht aber die Risiken verstanden.¹⁶ Die Krise in

den USA hat zudem gezeigt, dass die Kredit gebenden Banken wenig Sorgfalt walten ließen, vor allem deshalb, weil sie nicht das Ausfallrisiko trugen.¹⁷

Der IWF hat seit langem die Umstellung der Finanzmärkte vom klassischen Modell, in dem Banken als Kreditgeber fungierten, zu einem auf Verbriefung setzenden Modell auch für Entwicklungs- und Schwellenländer gefordert. Die nun offensichtlich werdenden Schwächen des angelsächsischen Finanzmarktmodells sind eine weitere Herausforderung für den IWF, ohne dass dieser sich bislang positioniert hätte.

Schlussbemerkungen

Der IWF ist für die Regulierung der Weltwirtschaft von zentraler Bedeutung. In der außenpolitischen Debatte hat diese Institution in den vergangenen Jahren aber keine führende Rolle mehr gespielt. Andere wirtschaftspolitische Themen standen im Vordergrund. Beispielsweise wurde in Deutschland im Jahr 2007 intensiv über das Thema von Direktinvestitionen so genannter Staatsfonds gesprochen. Diese Diskussion zeigt, dass die Annahme, den Herausforderungen der Globalisierung könnte man ausschließlich auf der betriebswirtschaftlichen Ebene begegnen, blauäugig ist. Die Vernachlässigung der globalen Ordnungs- und Strukturpolitik in der europäischen Außenpolitik der jüngsten Vergangenheit war ein Fehler. Ein zukunftsfähiges Europa muss diesen Themen, insbesondere der internationalen Finanzpolitik, deutlich mehr Aufmerksamkeit entgegenbringen. Die Annahme, eine Institution wie der IWF und dessen Politik habe keine Auswirkungen auf die Wirtschaft in Europa, hat sich spätestens seit dem Entstehen großer staatlicher Investitionsfonds in Ostasien als falsch erwiesen. Es geht bei der Weiterentwicklung der Institution IWF nicht nur um Fragen der Gerechtigkeit und Fairness für Menschen in Entwicklungs- und Schwellenländern, sondern auch um die Zukunft der Globalisierung.

Soll der IWF auch in Zukunft eine wichtige Institution bleiben, bedarf es umfassender Reformen sowohl in Hinblick auf die Kreditvergabepolitik als auch hinsichtlich der Vertretung der Interessen von Entwicklungs- und Schwellenländern. Kosmetische Korrekturen, etwa eine leichte Anhebung der Stimmrechte asiatischer Länder ohne eine grundlegende Revision der Kreditvergabepolitik, werden den Bedeutungsverlust des IWF nicht aufhalten.

¹² FAZ vom 22. 10. 2007, S. 21.

¹³ Vgl. International Herald Tribune vom 21. 10. 2007.

¹⁴ Bei Kreditrisiken können durch Derivative Produkte einzelne Tranchen mit unterschiedlichen Risikoklassen und entsprechend unterschiedlichen Renditen versehen werden.

¹⁵ Vgl. Martin Wolf, Why the credit squeeze is a turning point for the world, in: Financial Times vom 12. 12. 2007, S. 13.

¹⁶ Vgl. Paul Krugman, The making of a mess, in: International Herald Tribune vom 4. 12. 2007, S. 9.

¹⁷ Vgl. Günter Franke/Jan Pieter Krahen, Finanzmarktkrise: Ursachen und Lehren, in: FAZ vom 24. 11. 2007, S. 13.

Makram El-Shagi

Weltweite Ansteckung: berechnigte Sorge oder grundlose Panik?

In den 1990er Jahren wurde die Welt von zwei großen regionalen Krisen in Südostasien und Lateinamerika erschüttert. Die Aufmerksamkeit, die diesen gewidmet wurde, ist nicht nur darauf zurückzuführen, dass zunächst oft behauptet wurde, diesen Krisen lägen keine fundamentalen Ursachen zugrunde. Für verschiedene Länder konnten diese Ursachen im Nachhinein aufgedeckt werden und wurden vereinzelt auch schon vor Krisenausbruch von Ökonomen angeprangert. Was die beiden genannten Krisen aber von jenen in Entwicklungsländern unterscheidet, war ihre schnelle und weitreichende regionale Ausbreitung – also die „Ansteckung“ zunächst nicht direkt betroffener Länder. Die Asienkrise, die im Juli 1997 in Thailand begann, griff schnell auf andere asiatische Länder über. Auch die Finanzkrise in Lateinamerika 1998 wird oft als Folge der Asienkrise betrachtet.

Makram El-Shagi

Dr. rer. pol., geb. 1979; Wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl für VWL, insbes. Internationale Wirtschaftsbeziehungen, an der Universität Mannheim, <http://www.vwl.uni-mannheim.de/schroe/elshagi.htm>.

Dies führt zu der Frage, inwiefern die internationalen Finanzmärkte in ihrer Gesamtheit und damit auch die Weltwirtschaft als Ganzes durch Ansteckungseffekte gefährdet sind. So war das ausgeprägte Interesse der westlichen Welt an der Asienkrise nicht nur durch die Sorge um das Wohlergehen der Betroffenen begründet. Das Eingreifen des Internationalen Währungsfonds (IWF) zur Stabilisierung der angeschlagenen Volkswirtschaften war keine reine Freundlichkeit, sondern die Institution kam – so glaubte man

– ihrer Aufgabe nach, eine weltweite Ansteckung, also eine neue Weltwirtschaftskrise zu verhindern.¹ Diese Position wurde nicht nur von der Presse vertreten, sondern auch vom IWF selbst stark propagiert.²

Auch heute sind mögliche Ansteckungseffekte wieder ein Thema. Durch das Platzen der Blase auf dem amerikanischen Immobilienmarkt sind Banken und Fonds weltweit in die Bredouille geraten, so dass Zentralbanken stützend eingreifen mussten.

Im vorliegenden Beitrag werden zunächst die in der Literatur vorwiegend diskutierten Transmissionsmechanismen kurz dargestellt.³ Anschließend wird gezeigt, dass diese Mechanismen kaum das Potential haben, eine weltweite Übertragung von Krisen zu ermöglichen, die von *Emerging Economies* ausgehen. Vielmehr sind Krisen problemimmanent begrenzt. Darauf folgend werden die Unterschiede zur Weltwirtschaftskrise von 1929 verdeutlicht, um klar zu stellen, inwiefern die Bedingungen, die damals die weltweit verheerende Wirkung hatten, heute kaum mehr in dieser Form vorliegen. So soll gezeigt werden, dass selbst eine Ansteckung, die von den USA ausgeht, heute in einer solchen Ausprägung kaum zu erwarten ist.

Ansteckungsmechanismen bei Finanzmarktkrisen

Die Verluste im Zuge einer Krise erfordern in vielen Fällen die schnelle Beschaffung von Liquidität für die Betroffenen. Um diese Mittel zu beschaffen und so heimische Probleme zu dämpfen, werden auch Forderungen, die eine solide Rendite versprechen, eingelöst. Obwohl dieser Übertragungsmechanismus auch im Fall der Asienkrise diskutiert wurde, spielt

¹ Vgl. Detlef Radtke, Die zentralen Aufgaben des IWF – Leitlinien für ein Reformprogramm, in: DIE Analysen und Stellungnahmen, (2000) 5, S. 1–4.

² Vgl. IMF (Hrsg.), IMF Survey, 26 (1997) 18, 20 und 22 sowie 27 (1998) 7; IMF (Hrsg.), World Economic Outlook, Washington, D. C. 1997.

³ Vgl. Karlhans Sauerheimer, Zur Theorie der internationalen Konjunkturtransmission: Standardansätze und neuere Entwicklungen, in: Makram El-Shagi/ Gerhard Rübel (Hrsg.), Beiträge zur internationalen Arbeitsteilung, Wiesbaden 2005; Reuven Glick/Andrew K. Rose, Contagion and Trade: Why are Currency Crises Regional?, in NBER Working Paper, (1998) 6806.

er in seltenen Fällen zwischen *Emerging Economies* eine Rolle. Nur sehr kleine, ökonomisch schwache Länder sind von einzelnen anderen armen Ländern derart abhängig.¹⁴

Nur sehr große, industrialisierte Volkswirtschaften sind so wichtig für einzelne ihrer Anlageländer, dass eine Krisenübertragung durch die Repatriierung von Kapital erfolgen kann. Gerade während der Weltwirtschaftskrise, als mit den USA die bedeutendste Gläubigernation der Welt einen Einbruch erlitten hatte, waren die Folgen für viele andere Länder, die auf Kredite der USA angewiesen waren, verheerend.

In wenigen Fällen nach der Weltwirtschaftskrise 1929 hat die Repatriierung von Kapital zur Bekämpfung von Krisen in den Ursprungsländern eine relevante Rolle für die Krisenausbreitung gespielt. Eher haben Anleger aus dritten Ländern, die unter den Verlusten im Ursprungsland der Krise zu leiden hatten oder die Probleme in diesem Land beobachtet haben, Kapital nicht nur aus dem eigentlichen Krisenland, sondern auch aus anderen Märkten abgezogen. Gerade vermeintlich ähnliche Länder sind von solchen Kapitalbewegungen betroffen, selbst wenn hier zunächst keine Defizite offensichtlich sind.

Informationsdefizite, die außerhalb der etablierten Industrienationen enorm sind, tragen erheblich zu diesem Verhalten bei. Mangels Alternativen werden aus dem Verhalten Anderer und der Entwicklung in vergleichbaren Volkswirtschaften extrapoliert. Durch das Fehlen tatsächlicher Information wird daher der Kapitalabzug aus einer Krisenökonomie als Indiz für vergleichbare Probleme in ähnlichen Volkswirtschaften betrachtet, in denen entsprechende Kapitalabzüge erfolgen.¹⁵ Dabei sind die Kriterien der vermeintlichen Ähnlichkeit teilweise so weit gefasst, dass nicht nur Länder mit vergleichbaren Fundamentaldaten, sondern auch geographisch na-

heliegende Länder betroffen sind. Im Extremfall endet diese Art der „Informationsgewinnung“ in panikartigen Reaktionen, die ganze Regionen bedrohen können.¹⁶

Die Achillesferse der Finanzmärkte stellt der Bankenmarkt dar. Auch wenn eine Volkswirtschaft als Ganze sich nur geringfügig in einer Krisenregion engagiert hat, können einzelne Banken, die sich auf stark betroffene Sektoren oder Regionen konzentriert haben, in eine Schieflage geraten. Selbst wenn ein panikartiger Ansturm auf eine Bank durch staatliche Garantien für Anleger heute meist vermieden werden kann, kann der Bankrott einzelner Banken durch die Kreditbeziehungen der Banken untereinander den Finanzmarkt einer Volkswirtschaft bedrohen. Gerade kurzfristig sind Banken hochgradig untereinander verschuldet, um ihren Liquiditätsbedarf zu decken. Die generelle Fragilität der Banken, die mit ihrer Funktion der Fristentransformation einhergeht, bedingt, dass der Bankrott mehrerer Banken auch andere, vorher noch solvente Banken, mitreißen kann.¹⁷

Dass einzelne Banken existenzgefährdende Anlagestrategien betreiben, dürfte in Ländern mit funktionierender Bankenaufsicht die Ausnahme sein. Gerade in Südostasien war die Bankenaufsicht vor der Krise aber stark defizitär. Die unzureichende Risikoabsicherung der Banken in Kombination mit den Verbindungen der Banken untereinander hat hier während der Krise zu großen Umbrüchen auf dem Bankenmarkt geführt und die Krise angeheizt.

Grenzen der Ansteckung durch Emerging Economies

Ein zentraler Punkt wird häufig nicht hinreichend berücksichtigt, wenn das Übergreifen von Finanzmarktkrisen in Entwicklungsländern auf Industriestaaten diskutiert wird. Die Gelder, die aus Krisenregionen abgezogen

¹⁴ Eines der wenigen Beispiele ist die Ansteckung Uruguays während der Lateinamerikakrise durch die Rückforderungen argentinischer Kredite. Vgl. zu diesem Beispiel Nicolas Schlotthauer, *Emerging Markets-Assets in unsicheren (Finanzmarkt-)Zeiten: Flächenbrand oder Anlagechancen?*, in: *Konjunktur-Zinsen-Währungen*, (2002) 4, S. 2–8.

¹⁵ Vgl. Matt Pritsker, *The Channels for Financial Contagion*, 2000, mimeo.

¹⁶ Konsequenzen für fremde Märkte entstehen allerdings nicht nur durch Signal-Extraktion, sondern auch durch Portfolioanpassungen, die aufgrund der Risikoverwirklichung in einzelnen Ländern notwendig werden.

¹⁷ Vgl. Franklin Allen/Douglas Gale, *Financial Contagion*, in: *Journal of Political Economy*, 108 (2001) 1, S. 1–33.

worden sind, wurden dem globalen Kapitalmarkt als Ganzes nicht entzogen. Vielmehr fand eine Umschichtung der Investitionen aus den von Krisen betroffenen *Emerging Economies* in die Industrieländer statt.¹⁸ Und neu anzulegendes Kapital floss weniger in risikoreiche Investitionen in solchen Ländern, sondern wurde – verhältnismäßig sicher – in Industriestaaten investiert.

Keiner der oben zusammengefassten Ansteckungsmechanismen, könnte ferner das Übergreifen einer Finanzmarktkrise auf die etablierten Industriestaaten begründen.

Der Abzug von Kapital, das von Krisen betroffene *Emerging Economies* in Industrienationen angelegt haben, ist für letztere kaum bedrohlich. Sicherlich existieren zwischen Industrienationen und *Emerging Economies* Kreditbeziehungen in beide Richtungen, so dass auch Industriestaaten Schulden gegenüber ärmeren Ländern haben. Aber selbst wenn diese im Falle einer Krise auf den Kapitalabzug mit dem Rückzug der von ihnen gegebenen Kredite an Industrieländer reagieren sollten, kann dies per Saldo nicht zu einem Nettokapitalabzug aus den Industrieländern führen, da die betreffenden Länder Nettoschuldner sind. Die Situation dieser Staaten ist fragil, weil sie zuvor von hohen Nettokapitalimporten profitiert haben, so dass das Kapital, das sie repatriieren könnten, den potentiellen Abflüssen kaum entsprechen kann. Letztlich funktioniert diese Art der Krisenübertragung nur dann, wenn die Krise von einem Gläubigerland ausgeht und nicht von den tatsächlich krisengefährdeten Schuldnerstaaten.

Auch die zwischen ärmeren Volkswirtschaften entscheidende Übertragung durch Signal-Extraktion greift zwischen *Emerging Economies* und etablierten Industriestaaten nicht. Informationsasymmetrien treten bei den großen Industrieländern nicht in der Form auf, wie sie in *Emerging Economies* zu beobachten sind. Signal-Extraktion auf der Grundlage der Entwicklung anderer Märkte ist daher kaum notwendig. Auch die strukturelle Ähnlichkeit, die zur Neubewertung ver-

¹⁸ Vgl. Ricardo J. Caballero/Arvind Krishnamurthy, Bubbles and Capital Flow Volatility: Causes and Risk Management, in: Journal of Monetary Economics, 53 (2006) 1, S. 35–53.

Tabelle: Aktionärsstruktur der größten DAX30 Unternehmen

| Unternehmen | Anteil Europa (Anteil Dtl.) | Anteil Institutionell | Anteil außereurop. Privatanleger |
|---------------------|-----------------------------|-----------------------|----------------------------------|
| Siemens AG | 87,7 (43,3) | 76 | 3 ¹ |
| E.On AG | 80,6 (58,9) | > 70 | 5,9 ¹ |
| Allianz AG | 88 (50,7) | 86,9 | 1,5 ¹ |
| Deutsche Bank AG | Unbekannt (52) | 86 | 6,7 ^{1,2} |
| SAP AG | 60 (42) | 83 | 6,8 ¹ |
| Deutsche Telekom AG | 81,6 (61,5) | 82,4 | 3,3 ¹ |
| BASF AG | 84 (45,1) | 72 | 4,5 ¹ |
| Münchener Rück AG | 81,8 (34,8) | 91,6 | 1,5 ¹ |
| Commerzbank AG | Unbekannt (48,5) | 76,9 | 1 |
| RWE AG | 91 (83) | 84 | 1,5 ¹ |

¹ Geschätzt für identische Länderverteilungen bei institutionellen und privaten Investoren.
² Nur für Deutschland, da die Aufteilung der ausländischen Investoren nicht bekannt ist.

Quelle: Eigene Darstellung und Berechnungen auf der Basis von Daten aus den Geschäftsberichten der betreffenden Unternehmen.

gleichbarer Länder führt, sobald eine erste Krise aufgetreten ist, liegt nicht vor.

Ansteckung über diesen Mechanismus würde hier bedeuten, dass bei einer Kapitalmarktkrise nun ähnliche Probleme für Kapitalmärkte im Allgemeinen unterstellt werden. In der Realität ist dies kaum vorstellbar, da ein Verhalten, das auf der Unterstellung gleichartiger Probleme auf allen Kapitalmärkten beruht, für institutionelle Investoren, über die der weitaus größte Teil der Auslandsanlagen abgewickelt wird, undenkbar ist. Ein Rückzug aus dem Kapitalmarkt als Ganzem ist für sie faktisch unmöglich. Ein Fonds, der nicht investiert, würde seine Existenzberechtigung in Frage stellen. Es kommt allenfalls zu kurzfristigen nervösen Reaktionen. Privatanleger wiederum, bei denen die Gefahr einer generellen Scheu vor dem Kapitalmarkt aufgrund erlebter Schwierigkeiten eher besteht, sind bezüglich der Auslandsinvestitionen eines Landes nahezu vernachlässigbar.¹⁹

¹⁹ Die Tabelle zeigt am Beispiel der 10 größten DAX30-Unternehmen wie unbedeutend außereuropäische Privatinvestoren sind. Diese Aufstellung entspricht nicht exakt dem Anteil an Auslandsinvestitionen, der in Privathand liegt, lässt aber erahnen, wie unbedeutend dieser Sektor ist.

Da eine einzelne Investition im Rahmen der Portfolios großer Finanzintermediäre im Regelfall kaum bedeutend ist, sind gelegentliche Fehlinvestitionen dieser für den Privatanleger nur wenig spürbar. Eine Panikreaktion, die ihn zur Hortung veranlassen würde, womit auch den weniger panikanfälligen professionellen Anlegern das Kapital entzogen würde, kann daher nur schwer ausgelöst werden. So hat sich auch im Rahmen der Asienkrise gezeigt, dass das Kapital dem Kapitalmarkt nicht entzogen, sondern von Entwicklungsländern in Industriestaaten umgeschichtet wurde. Ein Blick auf die Aktienmärkte der großen Industrienationen kurz nach Ausbruch der Asienkrise lässt deutlich die Wirkung des zufließenden Kapitals erkennen. Die Entwicklung in den USA, Deutschland und Großbritannien ist ähnlich. Der Aktienmarkt reagiert auf die Krise zunächst unentschlossen, hin und hergerissen zwischen dem generellen Misstrauen zwischen Kapitalmärkten und der Umschichtung: weg aus Krisenländern. Ab Oktober 1997 überwiegt klar der Effekt der Umschichtung. Bis Juli 1998, als in allen hier betrachteten Industrienationen der Trend kippte, stiegen die Kurse um zwischen 15 und 60 Prozent. Für den kurzen Zeitraum war dies ein enormer Zuwachs.

Ein Problem dürfte sich allenfalls dann ergeben, wenn einzelne Finanzintermediäre unzureichend gegen Risiken abgesichert sind. Ein gewisser Teil der Anlagen, die Investoren aus Industrieländern in Krisenländern investiert haben, ist ebenso wie ein Teil der vergebenen Kredite mit Sicherheit abzuschreiben. Auch die häufige Praxis der Kreditvergabe in US-Dollar, die zumindest das direkte Wechselkursrisiko bei den Kreditnehmern belässt, kann dies nicht völlig verhindern. Einige Unternehmen werden ihre Schulden aufgrund eines Bankrotts nicht oder nur teilweise zurückzahlen. Wenn solche Kredite im Portfolio einer Bank zu großes Gewicht haben, ist eine Bankeninsolvenz mit ihren negativen Folgewirkungen über den Interbankenmarkt vorstellbar. Allerdings dürfte in den etablierten Industriestaaten, die durchgehend über ein ausgefeiltes System der Bankenregulierung verfügen, kaum ein Entwicklungsland eine derartige Bedeutung für das Portfolio einer oder mehrerer Banken haben. Auch während der Asienkrise, die sich innerhalb Asiens u. a. auch über das Bankensystem aus-

gebreitet hat, waren die Konsequenzen für amerikanische und europäische Banken dementsprechend begrenzt.

Was an Übertragung verbleibt, ist abgesehen von geringfügigen Vermögenseffekten¹⁰ durch faule Kredite also im wesentlichen die übliche Konjunkturtransmission. Aber es scheint kaum denkbar, dass diese Effekte ausreichen, um eine ernsthafte Krisenübertragung zu ermöglichen. Selbst die Konjunkturtransmission, die von den USA – der mit Abstand größten Volkswirtschaft der Welt – ausgeht, ist in den meisten Ländern nur deutlich abgeschwächt spürbar. In ihrer Gesamtheit ist die Bedeutung der Schwellen- und Entwicklungsländer als Nachfrager auf den Gütermärkten der Industrieländer so gering, dass bestenfalls leichte Konjunkturertrübungen zu erwarten sein dürften. Auch indirekte Effekte über die Konkurrenz auf bestimmten Exportmärkten sind gering. Selbst die weitgehend industrialisierten *Emerging Economies* haben für die Exportprodukte der Industrienationen keinen Marktanteil, der Konsequenzen hätte, die über vereinzelte Sektoren hinausgehen. Entgegen der Position, die der IWF vertreten hat, ist eine weltweite Ansteckung also – zumindest wenn die Krise ihren Anfang in Entwicklungsländern, Schwellenländern und *Emerging Market Economies* hat – kaum denkbar.

Industriestaaten als Ausgangspunkt einer globalen Finanzkrise?

Angesichts der Weltwirtschaftskrise von 1929, in der sich von den USA aus eine Krise weltweit ausgebreitet hat, muss diskutiert werden, inwiefern die oben angeführte Argumentation sich auch auf Krisen anwenden lässt, die in den etablierten Industrienationen ihren Anfang nehmen. Dies gilt insbesondere, da die jüngste Krise des amerikanischen Immobiliensektors einige deutsche Banken überraschend schwer getroffen hat.

Entscheidend für die bisherige Argumentation ist, dass die originären Krisenländer auf den internationalen Kreditmärkten primär nicht als Gläubiger auftreten, sondern als

¹⁰ Relevante wirtschaftliche Folgen haben die Vermögensänderungen nur, wenn die Verluste, was unwahrscheinlich ist, vom Anleger als permanent erachtet werden.

Schuldner. Wenn Kapital im Rahmen einer Krise eher umgeschichtet als dem Kapitalmarkt entzogen wird, kann dies nur zu einer globalen Krise führen, wenn Geld dorthin fließt, wo bereits problematische Entwicklungen aufgetreten sind, ohne diese Entwicklungen stoppen zu können. Das kann passieren, wenn ein Gläubigerland zu den ersten betroffenen Ländern gehört und in Folge der Krise Auslandsforderungen zur Stabilisierung der heimischen Wirtschaft repatriiert.

Genau dies dürfte der zentrale Unterschied zwischen den Krisen der 1990er Jahre und der Weltwirtschaftskrise sein. Als die US-Märkte 1929 zusammenbrachen, war das Ausstrahlen der Krise grundlegend anders als in allen regionalen Krisen, die in den 1990er Jahren aufgetreten sind. Während Ansteckung in den 1990er Jahren primär darin bestand, dass die Kreditgeber der Krisenländer ihre Kredite auch aus anderen Ländern der betroffenen Region abgezogen haben, um sie anderen Finanzmärkten zuzuführen, haben in den 1930er Jahren die USA Gelder abgezogen, um heimische Probleme zu lösen. Dies konnte die USA nicht stabilisieren, hat aber die anderen großen Volkswirtschaften in die Krise verwickelt. Eine solche Entwicklung ist heute fast ausgeschlossen. Kaum ein einzelnes Land hat für die heutige Weltwirtschaft genug Bedeutung, um eine weltweite Finanzmarktcrise auszulösen. Selbst wenn nur das Größenkriterium betrachtet wird, wären die USA und die Europäische Union, die jeweils ca. ein Viertel der weltweiten Produktion herstellen, die einzig denkbare Keimzelle einer weltweiten Krise.

Die USA allerdings sind heute – anders als bei Ausbruch der Weltwirtschaftskrise – nicht Nettogläubiger, sondern Nettoschuldner. Sie haben jedoch aufgrund ihrer einzigartigen Vernetzung mit der übrigen Weltwirtschaft und ihrer herausragenden Bedeutung als Bruttogläubiger eine Ausnahmestellung inne. So sind die Auslandsinvestitionen von Anlegern aus den USA durchaus erheblich. Dabei treten die USA gegenüber zahlreichen *Emerging Economies* mehr als Gläubiger denn als Schuldner auf.

Folgendes Ansteckungsszenario wäre daher hypothetisch denkbar. Die USA erleiden durch heimische Ursachen eine Krise. Die Probleme führen zur Repatriierung von Ka-

pital aus den Schuldernationen der USA, die ihrerseits nicht mit Abzug von Kapital aus den USA reagieren können. Der Kapitalabzug aus den US-Schuldernationen verleitet andere Nationen, die diesen Kapitalabzug auf Probleme in den Schuldernationen zurückzuführen, im Sinn einer Signal-Extraktion ebenfalls zu einem Kapitalabzug aus diesen Nationen. Ein solches Szenario ist allerdings in der heutigen Welt unwahrscheinlich.

Ein Abzug von US-Kapital aus den Schuldernationen der USA würde von den Gläubigernationen der USA nicht verstärkt, sondern eher kompensiert. Die Informationslage bezüglich der USA ist hervorragend. Informationsdefizite sind aber der wesentliche Grund für Signal-Extraktion. Es sind die falsch extrahierten Informationen, die Ansteckungseffekten primär zugrunde liegen. Angesichts der Informationslage bezüglich der USA wäre diese Problematik hier nicht gegeben. Der Kapitalabzug der USA im oben geschilderten Szenario ist durch US-Probleme begründet. Und eine Fehleinschätzung der Lage ist aufgrund der verfügbaren Informationen unwahrscheinlich. D. h., es kann kaum davon ausgegangen werden, dass der Kapitalabzug der USA als Folge von Problemen in den Schuldernationen gesehen wird.

Plausibel wäre dann, wenn überhaupt, ein Abzug von Kapital aus den USA, um dieses vor den Konsequenzen der US-Krise zu schützen. Die Schuldner der USA dürften von diesen Portfoliorestrukturierungen der Gläubiger der USA eher profitieren. Denn bei Kapitalabzug aus den USA bieten sich eben jene Nationen als Investitionsort an, die durch den Kapitalabzug der USA vorher belastet wurden. Gegen weiteren Kapitalabzug aus den betreffenden Ländern und für einen Kapitalzufluß spricht, dass der erfolgte Verkauf von *Assets* ohne fundamentale Gründe im Rahmen des Kapitalabzugs durch die USA dazu führt, dass die *Assets* unter Wert gehandelt werden, und somit für andere Anleger durch überdurchschnittlich hohe Renditen interessant werden. Selbst die USA sind also durch ihre Rolle als Schuldner, in ihrem Potential als Krisenauslöser stark eingeschränkt.

Bedrohliche Konsequenzen einer Finanzmarktcrise aus den USA ergeben sich allerdings, da denkbar ist, dass einzelne Finanzin-

termediäre in anderen Industriestaaten sich in ihren Anlagen so stark auf die USA konzentrieren, dass eine US-Krise für sie existenzbedrohend sein kann. So hat die Immobilienkrise in den USA auch in Deutschland einige Banken, insbesondere die Industriebank IKB und die Sächsische Landesbank, stark in Mitleidenschaft gezogen. Auffällig ist dabei, dass hier kaum rein private Banken, sondern öffentliche Banken oder Privatbanken mit öffentlichen Großaktionären betroffen sind. Die mangelnde Risikoabsicherung scheint also kein generelles Kapitalmarktproblem zu sein, sondern ist ein Ausdruck der staatlichen Absicherung.

Bedrohlicher als die Bankenprobleme an sich war die Beunruhigung anderer Banken, die aufgrund der offenbaren Mängel ihre wechselseitigen kurzfristigen Kredite stark reduziert haben. Ein Liquiditätsmangel kann allerdings durch die Zentralbank über die Bereitstellung kurzfristiger Liquidität für die Banken ausgeglichen werden. Eine tatsächliche Krisenübertragung fand daher nur sehr begrenzt statt, so dass schon kurz nach der beginnenden Krise in den USA in der Presse teilweise von der „angeblichen Bankenkrise in Deutschland“ gesprochen wurde.¹¹

Auch der zunächst stark reagierende Aktienmarkt stabilisierte sich nach wenigen Tagen. Angesichts der außergewöhnlichen Entwicklung der Vormonate, die ohnehin für Nervosität an den Aktienmärkten gesorgt hat, wäre es verfehlt, hier von Ansteckung zu sprechen.

Die eventuelle Gefahr einer weltweiten Krise, die durch die USA ausgelöst wird, erwächst nicht aus finanzieller Ansteckung, sondern aus der Tatsache, dass die USA allein groß genug sind, dass im Falle eines ernsthaften Zusammenbruchs reale *Spillover-Effekte* weltweit deutlich spürbar sein dürften. Allerdings hat der Einbruch der *New Economy* gezeigt, dass die USA mittlerweile eine ökonomische Reife erreicht haben, die es erlaubt, Finanzmarktschwierigkeiten ohne nachhaltige Schwächung zu überstehen.

Die politischen Implikationen der hier dargelegten Argumente sind weitreichend. Die Bedeutung des IWF wird auf eine Entwicklungs- bzw. Wirtschaftshilfeorganisation im Sinne der Weltbank reduziert. Die systemische Krise in ihrem ursprünglichen Sinn, nämlich einer die globalen Finanzmärkte bedrohenden Krise, ist eine faktisch nicht existente Bedrohung. Angesichts der immer wieder kritisierten destabilisierenden Effekte, die der IWF allein durch das erzeugte *Moral-Hazard-Verhalten* hervorruft,¹² stellt sich die Frage nach der Rolle des IWF unter den heute herrschenden Rahmenbedingungen. Statt Kredite zur vermeintlichen Verhinderung ohnehin nicht auftretender Ansteckungseffekte zu vergeben, sollte der IWF seine Arbeit stärker auf die Schaffung der Voraussetzungen für eine funktionierende Wettbewerbsordnung und insbesondere auf die notwendige institutionelle Entwicklung in Ländern der Dritten Welt bzw. *Emerging Economies* ausrichten. Wie bedeutsam funktionierende Finanzmarktinstitutionen sind, hat sich gerade bei der jüngsten Krise des amerikanischen Immobilienmarktes gezeigt, wo es den Zentralbanken der anderen Industrienationen weitgehend gelungen ist, *Spillover-Effekte* zu begrenzen.

¹² Vgl. Michael P. Dooley/Sujata Verma, Rescue Packages and Output Losses following, NBER Working Paper, (2001) 8315; Axel Dreher, Does the IMF cause Moral Hazard? A critical review of the evidence, 2004, mimeo.; Axel Dreher/Roland Vaubel, Do IMF and IBRD cause moral hazard and political business cycles? Evidence from panel data, in: Open Economies Review, 15 (2004) 1, S. 5–22; Sachverständigenrat für die Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (Hrsg.), Jahresgutachten 2000/2001 – Chancen auf einen höheren Wachstumspfad, Stuttgart 2000.

¹¹ Diese Formulierung findet sich z. B. in einer Mitteilung der Nachrichtenagentur Associated Press vom 22. 8. 2007. Hervorhebung durch den Autor.

Leistungsbilanzdefizit der USA

Seit Beginn der 1990er Jahre verzeichnen die USA ein steigendes Leistungsbilanzdefizit, das im Wesentlichen auf einem riesigen Handelsbilanzdefizit beruht.¹ 2007 lag das Minus in der Leistungsbilanz bei knapp 800 Mrd. US-Dollar oder 5,7 % des US-Bruttoinlandsprodukts (BIP) nach 6,2 % im Jahre 2006. Die Finanzierung des Defizits erfolgt durch Nettokapitalzuflüsse aus dem Rest der Welt, also durch einen gleich hohen Überschuss in der Kapitalbilanz,² wenn man von Entnahmen aus den Devisenreserven absieht, die in den USA keine Rolle spielen. Hinter den Kapitalzuflüssen stehen vor

Jan Priewe

Dr. rer. pol., geb. 1949; Professor für Volkswirtschaftslehre an der FHTW Berlin, Treskowallee 8, 10313 Berlin. priewe@fhtw-berlin.de www.f3.fhtw-berlin.de/Professoren/Priewe/

allem Wertpapierkäufe von Ausländern in den USA, ausländische Direktinvestitionen in den USA, ausländische Kredite an amerikanische Kreditnehmer und Anlagen von Währungsreserven ausländischer Notenbanken, vorzugsweise in US-Schatzanweisungen. Infolge der Leistungsbilanzdefizite wurden die USA zum größten Nettoschuldnerland der Welt. Seit 1986 übertreffen die Verbindlichkeiten gegenüber dem Rest der Welt die Forderungen. 2005 lag der Nettoschuldenstand bei ca. 22 % des BIP, Tendenz steigend.

Im Fall der USA ist die Lage paradox. Eines der reichsten Länder der Welt lebt in hohem Maße von Kapitalzuflüssen aus dem Rest der Welt, und zwar zunehmend aus Schwellenländern wie China. Andererseits sind die USA seit langem die Konjunkturlokomotive der Welt. Sie bescheren der Weltkonjunktur ein kräftiges Nachfragewachstum. Seit etwa zehn Jahren erlebt die Weltwirtschaft, parallel zum Anstieg des Leistungsbilanzdefizits der USA, den größten Wachstumsboom seit den 1960er Jahren. Anders als in hochverschuldeten Entwicklungsländern gibt es in den USA bislang keinerlei Anzeichen für Zahlungsunfähigkeit. Allerdings gehen die meisten Analysten davon aus, dass die Entwicklung zunehmend riskanter wird und Korrekturen notwendig sind.

In diesem Aufsatz wird die Auffassung vertreten, dass die US-Entwicklung ein globales Ungleichgewicht

ausdrückt, welches einerseits die Folge einer ungeordneten Globalisierung der Finanzmärkte ist, andererseits Ergebnis einer mangelhaften Weltwährungsordnung; dass marktmäßige Korrekturmechanismen nur spät und dann aber krisenhaft wirken, so dass multilaterale, international koordinierte Gegenmaßnahmen nötig werden.

Empirischer Überblick

Seit 1992 steigt das US-Leistungsbilanzdefizit, ausgehend von einem Gleichgewicht, forciert durch eine kräftige reale Aufwertung³ des US-Dollars gegenüber den Währungen der Handelspartnerländer 1995–2002 (Abb. 1). Schon in den 1980er Jahren erhöhte sich das Leistungsbilanzdefizit von Null auf ca. 3,5 % von 1982 bis 1987, bedingt durch eine starke Aufwertung des US-Dollar, die nachfolgend durch eine fast 30prozentige Abwertung korrigiert wurde. Auf dem Höhepunkt der Aufwertung (Februar 1985) war der US-Dollar auf DM 3,47 geklettert, bis zum Tiefpunkt im April 1995 fiel er auf DM 1,34. Derartige gewaltige Wechselkursänderungen beeinträchtigen den Außenhandel und die Weltwirtschaft, denn ein zentraler Preis für Handel und Kapitalbewegungen, eben der Wechselkurs, ist sehr instabil. Damit stellt sich die Frage, wie stark der US-Dollar fallen und anderen Währungen spiegelbildlich im Wert steigen müssten, um ein Leistungsbilanzdefizit von rund 6 % des BIP zu korrigieren.

Seit der Asienkrise 1997 haben die Leistungsbilanzüberschüsse Chinas, anderer Schwellenländer, Japans sowie in den letzten Jahren die Überschüsse der Ölförderländer enorm zugenommen (Abb. 2). Dass die Eurozone einen nahezu ausgeglichenen Leistungsbilanzsaldo hat, liegt daran, dass Deutschlands hoher Überschuss von 5,3 % des BIP (2006) statistisch die Defizite vieler anderer europäischer Länder ausgleicht.⁴ Was die asiatischen Entwicklungsländer, allen

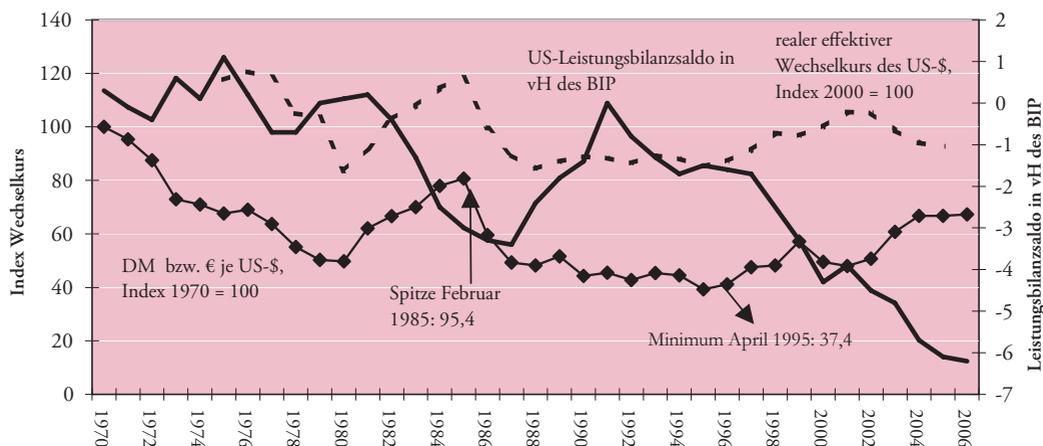
¹ Die Leistungsbilanz als Teil der Zahlungsbilanz eines Landes umfasst neben dem Saldo aus Exporten und Importen von Gütern und Dienstleistungen noch den Saldo aus zu- und abfließenden Erwerbs- und Vermögenseinkommen (z. B. Gewinntransfer multinationaler Unternehmen) sowie den Saldo laufender Übertragungen (z. B. Rücküberweisungen von Immigranten, Entwicklungshilfezahlungen etc.).

² Die Kapitalbilanz als Teil der Zahlungsbilanz eines Landes fasst, spiegelbildlich zur Leistungsbilanz, alle Kapitaltransaktionen zwischen In- und Ausland zusammen.

³ Eine reale Aufwertung bedeutet, dass eine Währung gegenüber einer anderen um eine Rate teurer wird, die über der Inflationsdifferenz zwischen den Ländern liegt. Dadurch werden für diese Volkswirtschaft die Exporte gedämpft und die Importe billiger, sie verliert also an internationaler Wettbewerbsfähigkeit.

⁴ Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2007/8, Bonn 2007, S. 533.

Abb. 1: US-Leistungsbilanzsaldo, realer effektiver Wechselkurs des US-\$ und DM/€ 1970–2006 (Jahresdurchschnitte)



Quelle: IWF, Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen.

voran China, angeht, so versuchen diese, eine Aufwertung ihrer Währung durch Devisenmarktinterventionen gegenüber dem US-Dollar (durch ein Festkurssystem oder „schmutziges Floating“) unter Kontrolle zu halten und so exportgetriebenes Wachstum zu erreichen. China hat einen nahezu festen Wechselkurs zum US-Dollar, der nur innerhalb geringer Margen schwanken darf. Solange in großem Stil US-Dollar durch chinesische Leistungsbilanzüberschüsse (11,7 % des BIP 2007¹⁵) und Nettokapitalzuflüsse nach China und in andere Schwellenländer fließen, die zum herrschenden Wechselkurs in nationale Währung umgetauscht werden, entstehen hohe Devisenreserven der Zentralbanken. Diese Dollarreserven werden seitens der Zentralbanken vorzugsweise in US-Rentenpapieren angelegt, zunehmend auch in Euro-Staatsanleihen. Auch die japanische Notenbank bemüht sich, eine Aufwertung des Yen zu vermeiden oder sogar eine Abwertung zu erreichen, um das nach der vergangenen Deflation schwache Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Da die Zinsen bereits sehr niedrig sind und die japanische Staatsverschuldung sehr hoch, eignet sich dazu eher eine Wechselkurspolitik der Unterbewertung als eine expansive Geld- und Fiskalpolitik, die auf niedrige Zinsen oder steigende Defizite abzielt. Die Ölförderländer haben infolge der guten Weltkonjunktur seit etwa 1998 steigende Energiepreise realisieren können und legen ihre gewaltig angeschwollenen Leistungsbilanzüberschüsse vorzugsweise in den USA an. Schließlich galt und gilt der US-Dollar als *die* Weltreservewährung.

¹⁵ Schätzung des IWF, vgl. IMF, World Economic Outlook, October 2007, S. 236.

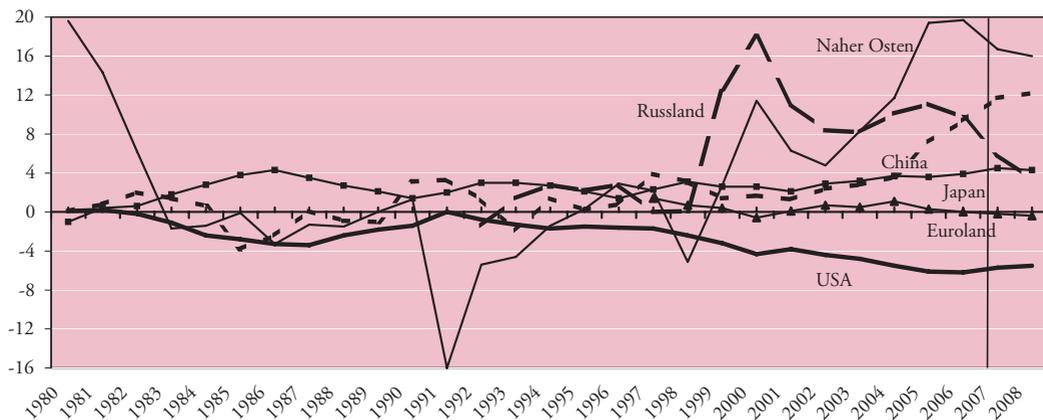
Folgende Tabelle macht für das Jahr 2006 deutlich, dass das US-Defizit im Kern durch die Kapitalexporte Chinas, der Ölförderländer, Japans und teilweise auch Deutschlands finanziert wird. Nach Jahrzehnten hoher Leistungsbilanzdefizite trägt selbst Afrika zum weltweiten Kapitalexport in die USA bei, die quasi magnetisch Kapital aus aller Welt anziehen. Auf die USA entfallen ca. 75 % der zusammengefassten Leistungsbilanzdefizite der Welt, während der Anteil Amerikas an der Weltproduktion bei 28 % liegt (2005).¹⁶ Zeitweilig haben die so genannten offiziellen Kapitalexporte der Notenbanken der Überschussländer, die ihre Devisenreserven anlegen, die Hälfte des Nettozuflusses in die USA ausgemacht (47 % im Durchschnitt 2002–2006).¹⁷ Die privaten Zuflüsse von Unternehmen, Banken, Pensionsfonds sowie von Privathaushalten folgen Renditeerwartungen. In der zweiten Hälfte der 1990er Jahre war es vor allem die so genannte *New Economy*, in den vergangenen Jahren waren es eher die boomenden spekulativen Wohnungsbauinvestitionen und entsprechende riskante Wertpapiere, aber es war auch der Wunsch der Anleger nach weiterer internationaler Diversifizierung ihres Wertpapierportfolios.

Der rechte Teil der Tabelle zeigt den hohen Bestand an Währungsreserven Ende 2007, der in den vergangenen zehn Jahren nach der Asienkrise, ausgehend von einem viel niedrigeren Niveau, in den Überschusslän-

¹⁶ Berechnet nach: World Bank, World Economic Indicators 2007, Washington, D. C.

¹⁷ Vgl. Ben S. Bernanke, Global Imbalances: Recent Developments and Prospects. Bundesbank Lecture, Berlin vom 11. September 2007 (www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070911a.htm (3. 1. 2008)).

Abb. 2: Leistungsbilanzsalden in vH des Bruttoinlandsprodukts 2007 und 2008



Quelle: IWF, eigene Berechnungen.

dern aufgebaut wurde. Die Reserven sprengen alle Maßstäbe, die traditionell von Notenbanken angelegt werden. Sie lassen sich einerseits mit Angst vor erneuten Währungs- und Finanzkrisen erklären, in denen der Wechselkurs mit Dollarverkäufen verteidigt werden könnte, andererseits resultieren sie aus der Anbindung vieler Währungen an den US-Dollar auf einem Niveau, das anhaltende Exportüberschüsse gestattet.

Obwohl die USA, wie erwähnt, das größte Nettoschuldnerland der Welt sind, hielten sich Ausgaben für Zinsen, Dividenden etc. an das Ausland und Einnahmen aus Auslandsvermögen die Waage. Diese ungewöhnliche Balance, die die Kosten der steigenden Nettoauslandsverschuldung de facto auf Null gesenkt hat, beruht vor allem auf zwei Sachverhalten: Das hohe Auslandsvermögen der USA umfasst in höherem Maße als das Vermögen der Ausländer in den USA Direktinvestitionen multinationaler Gesellschaften, die eine deutlich höhere Rendite als Staatsanleihen und Kredite erzielen. Hinzu kommt, dass die Erträge aus Auslandsvermögen häufig in ausländischer Währung entstehen, die mit jeder Abwertung des US-Dollar im Wert zunehmen; umgekehrt sind die Verbindlichkeiten der USA in heimischer Währung fakturiert und damit von Wechselkursänderungen unabhängig.⁸ Allerdings hat sich in der Zeit steigender Zinsen die Situation für die USA verschlechtert, so dass die Lasten der Nettoauslandsverschuldung stärker spürbar wurden. Mithin können die hohen und anhaltenden Defizite nicht als nachhaltig in dem Sinne klassifiziert werden, dass die

finanzielle Last relativ zum US-Bruttoinlandsprodukt konstant bleibt.

Ursachen

Einige Beobachter halten das US-Leistungsbilanzdefizit und die zugrunde liegende weltwirtschaftliche Konstellation für einen Ausdruck schwindender Marktkräfte in Zeiten der Globalisierung. Einzelne Länder können heute globale Finanzmärkte in großem Stil nutzen und hohe Leistungsbilanzdefizite auch über längere Phasen finanzieren. So argumentiert beispielsweise Alan Greenspan, ehemaliger Chef der amerikanischen Notenbank Federal Reserve, dass das US-Defizit das große Vertrauen der Welt in die Kreditwürdigkeit und Solidität der amerikanischen Volkswirtschaft signalisiere; daher seien politische Korrekturen nicht nötig.⁹ Auch sein Nachfolger Ben Bernanke sieht das Problem gelassen.¹⁰ Er diagnostiziert eine weltweite (allerdings außerhalb der USA liegende) Schwemme an Ersparnissen („saving glut“), vor allem in Asien, die sich die USA nutzbar machen. Dies hätte zu relativ niedrigen Zinsen weltweit geführt und so die Weltwirtschaft angekurbelt. Als wichtigste Ursachen des „Sparbooms“ sieht er die Wechselkurs- und Fiskalpolitik asiatischer Länder nach der Asienkrise, die Währungsaufwertungen gegenüber dem US-Dollar vermeiden wollen und Budgetdefizite reduziert haben. Hinzu komme ein hohes Maß an Vorsichtssparen privater Haushalte, insbesondere in China. Schließlich

⁸ Vgl. Alexandra Heath, What explains the US net income balance? BIS Working Paper. Bank for International Settlements, No. 223, January 2007.

⁹ Vgl. Alan Greenspan, Evolving U.S. Payments Imbalance and Its Impact on Europe and the Rest of the World, in: Cato Journal, 24 (Spring-Summer 2004), S. 1–11.

¹⁰ Vgl. B. S. Bernanke (Anm. 7).

Tabelle: Leistungsbilanzungleichgewichte und Währungsreserven

| | Leistungsbilanzsalden 2006 | | Währungsreserven 2007 (September-November) | | |
|-------------------------------|----------------------------|---------------|---|---------------|---------------|
| | in Mrd. US-\$ | in vH des BIP | | in Mrd. US-\$ | in vH des BIP |
| Asiatische Entwicklungsländer | 278,1 | 5,9 | China | 1.434 | 44,1 |
| darunter: China | 250,0 | 9,4 | Japan | 954 | 22,0 |
| Naher Osten | 233,8 | 19,7 | Eurozone | 483 | 4,1 |
| Japan | 170,4 | 3,9 | Russland | 455 | 37,2 |
| Deutschland | 147,1 | 5,0 | Indien | 271 | 24,9 |
| GUS | 98,4 | 7,6 | Taiwan | 266 | 70,8 |
| Lateinamerika | 44,9 | 1,5 | Korea | 257 | 27,1 |
| Afrika | 28,9 | 3,1 | Brasilien | 173 | 13,3 |
| Euroland | 0,9 | 0,0 | Singapur | 158 | 102,9 |
| Mittelosteuropa | -88,1 | -6,6 | Hongkong | 142 | 70,0 |
| entwickelte Länder insgesamt | -508,8 | -1,4 | Deutschland | 126 | 3,9 |
| USA | -811,5 | -6,2 | | | |

Quelle: Internationaler Währungsfonds (www.imf.org).

lassen die Ölpreissteigerungen die Leistungsbilanzüberschüsse der Ölförderländer explodieren. Damit liegen die Ursachen des US-Defizits in erster Linie bei den Überschussländern, nicht in den USA selbst, so Bernanke. Zwar seien die derzeitigen Defizite nicht dauerhaft tragbar, aber eine allmähliche Marktkorrektur sei zu erwarten.

Auch Michael P. Dooley, David Folkerts-Landau und Peter M. Garber sehen die Ursachen des US-Defizits bei den Überschussländern.¹¹ Das gegenwärtige System der Ungleichgewichte wird als relativ stabil und wachstumsförderlich für die Weltwirtschaft gehalten, als eine Art inoffizielle Neuauflage des Weltwährungssystems von Bretton Woods („Bretton-Woods II“), das Anfang der 1970er Jahre zusammenbrach.¹² Die Autoren argumentieren, dass es nach der Asienkrise eine Reihe von asiatischen Entwicklungsländern gibt, allen voran China, die ihre Währung durch relativ feste Koppelung an den US-Dollar stabilisieren wollen und eine gezielte Unterbewertung vornehmen, um exportorientiertes Wachstum zu fördern. Dies wird auch als Garantie für den Zustrom ausländischer Direktinvestitionen angesehen, die in diesem Wachstumsmodell

notwendig sind. Die dadurch entstehenden Währungsreserven der Zentralbanken werden in den USA angelegt. Auf der anderen Seite gibt es eine Gruppe von Ländern mit flexiblem Wechselkurs gegenüber der US-Währung (z. B. in Europa), aus denen an- und abschwellende private Kapitalströme in die USA fließen, beispielsweise während des *new economy*-Booms Ende der 1990er Jahre. Gehen die privaten Ströme in die USA zurück, sind es die offiziellen Ströme (Währungsreserven der Notenbanken), die das System stabilisieren, so dass kein weiterer politischer Korrekturbedarf gesehen wird.

Die meisten Beobachter teilen diese optimistischen Auffassungen jedoch nicht. Sie sehen vielmehr die Ungleichgewichte als nicht nachhaltig an und fordern politische Korrekturen. Maurice Obstfeld beispielsweise betrachtet das US-Leistungsbilanzdefizit als globales Problem, das zu einer „harten Landung“ mit abrupten Wechselkursanpassungen führen kann.¹³ Es sei nicht vergleichbar mit früheren Phasen von moderaten Leistungsbilanzdefiziten, die wachstumsstimulierend wirkten. Auch im „goldenen Zeitalter“ des Bretton-Woods-Systems hatten die USA nur in wenigen Jahren leichte Defizite.

Der deutsche Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, der das US-Defizit ebenfalls kritisch sieht, diagnostiziert als wichtigste Ursache eine zu expansive, also konjunkturstimulierende Geld- und Fiskalpolitik in den USA, die wie ein globales Konjunkturprogramm wirke, verstärkt durch die außenhandelsorientierte Wechselkurspolitik asiatischer Länder und die hohen Leistungsbilanzüberschüsse der Ölförderländer.¹⁴ Mit relativ niedrigen Zinsen und ab 2001 hohen Budgetdefiziten hätten US-Notenbank und US-Regierung zunächst den Boom von 1995 bis 2000 gefördert, dann die Rezession 2001/2 abgefedert. Einerseits hätte das Haushaltsdefizit somit zum Leistungsbilanzdefizit beigetragen („Zwillingsdefizit“), weil so mehr importiert wurde, andererseits hätte die Geldpolitik vor allem den Wohnungsbau und den privaten Konsum so massiv gefördert, dass ausländische Finanzierungsmittel gebraucht würden, weil die nationalen Ersparnisse zu gering seien. Wenn diese Diagnose richtig ist, dann wäre freilich ein deutlich schwächeres Wachstum der USA und der Weltwirtschaft in den vergangenen zehn Jahren die Folge gewesen. Bei stärker steigenden US-

¹¹ Vgl. Michael P. Dooley/David Folkerts-Landau/Peter M. Garber, An Essay on the Revived Bretton Woods System, NBER Working Paper 9971, September 2003.

¹² Das Bretton-Woods-System (1944–1973) war ein System fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar, der in Gold eintauschbar war.

¹³ Vgl. Maurice Obstfeld, America's Deficit, the World's Problem. Center for International and Development Economics Research, Paper C05–144, 1. 6. 2005.

¹⁴ Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2006/7, Bonn 2006, S. 108–162.

Zinsen und etwas zurück gehenden Budgetdefiziten in den letzten Jahren werde sich die Situation aber wieder entspannen, so der Sachverständigenrat.

Besonders in den USA ist die Haltung weit verbreitet, in der chinesischen Wechselkurs- und Handelspolitik den Hauptschuldigen zu sehen. In der Tat gehen ca. 30 % des Handelsdefizits der USA auf den US-China-Handel zurück (2006). Der für 2007 geschätzte Leistungsbilanzüberschuss Chinas von 11,7 % des BIP scheint diese Position zu bestätigen. Dennoch ist die Fokussierung auf China übertrieben:

– Chinas Außenhandelsüberschüsse waren gering, erst in den letzten Jahren sind sie extrem gestiegen.

– Der enorme Anstieg der Devisenreserven Chinas kam, abgesehen von den Handelsüberschüssen der letzten Jahre, in erster Linie durch die Nettokapitalzuflüsse infolge der ausländischen Direktinvestitionen zustande, er ist nicht Ausdruck der Handelspolitik.

– Gegenüber vielen regionalen Nachbarländern hat China ein Leistungsbilanzdefizit – China ist über Wertschöpfungsketten mit diesen asiatischen Ländern verbunden; da die Fertigungstiefe chinesischer Exporte recht gering ist (hoher Importgehalt der Exporte), bedürfte es vermutlich einer extrem starken Aufwertung des chinesischen Renminbi, um eine spürbare Wirkung auf die Exporte in die USA zu haben.

– Obwohl der Euro deutlich gegenüber dem Renminbi aufgewertet hat, hat Europa viel geringere Handelsdefizite mit den USA – offenbar hat sich Europa im industriellen Strukturwandel mit Schwellenländern im Durchschnitt besser auf den globalen Wettbewerb eingestellt als die USA. Dies verweist auf industriepolitische Anpassungsdefizite in Amerika.

– Der einseitige Blick auf China verdeckt die ähnliche Rolle vieler anderer Entwicklungsländer und blendet die Außenhandelspolitik Japans völlig aus.

Eines ist bei aller Komplexität der Ursachen klar: Das US-Leistungsbilanzdefizit ist nicht allein ein Problem der USA, denn viele Akteure sind beteiligt. Hintergrund des Problems ist, dass die Globalisierung der Finanzmärkte die Finanzierung selbst riesiger Leistungsbilanzdefizite über längere Zeiträume möglich gemacht hat. In den meisten Fällen von Entwicklungs- und Schwellenländern, in denen sich Leistungsbilanzdefizite aufgebaut haben, die durch private Anleger finanziert wurden, kam es früher oder später zu heftigen Währungskrisen, die mit der Wechselkursanpassung (Abwertung) zu umfassenden Finanzkrisen und schweren Rezessionen ausarteten wie im Fall der

Asienkrise 1997. Allerdings haben die USA im Gegensatz zu den meisten Entwicklungsländern die Möglichkeit, sich in eigener Währung zu verschulden, die als Weltreservewährung anerkannt ist.¹⁵ Wenn sich jedoch die Finanzinvestoren der ganzen Welt sowie die Notenbanken der Überschussländer entscheiden, Finanzanlagen zulasten des US-Dollars und zugunsten anderer wichtiger Währungen wie des Euro umzuschichten, können abrupte Erschütterungen der Wechselkurse erfolgen.

Das Grundproblem ist, dass die Art und Weise, wie Märkte Leistungsbilanzungleichgewichte korrigieren können, hochgradig unsicher ist: Es kann allmählich oder abrupt als „harte Landung“ erfolgen. Hinzu kommt, dass die globalen Ungleichgewichte nicht nur ein Marktergebnis sind, sondern auch ein Resultat nationalstaatlicher Wirtschaftspolitik. Die wichtigsten wirtschaftspolitischen Akteure, nämlich die Regierungen und Zentralbanken der USA, Japans, Chinas sowie der Ölförderländer, orientieren sich vorrangig an ihren nationalen Interessen. Keiner nimmt die Verantwortung für eine konsistente, wachstums- und entwicklungsorientierte globale Währungs- und Finanzordnung wahr, entsprechende supranationale Institutionen sind zu schwach oder der Politik einzelner Länder untergeordnet. In der Vergangenheit gab es aufgrund der hegemonialen Position der USA eine einfache Lösung: Die USA haben Wechselkursschwankungen, von Ausnahmefällen abgesehen, ignoriert, Leistungsbilanzdefizite akzeptiert und eine expansive Geld- und Fiskalpolitik betrieben. Nun läuft dieser Kurs aus dem Ruder, die Welt hat mehrere ökonomische und politische Pole bekommen, und es gibt den Euro als eine zweite Weltreservewährung, gewissermaßen im Wartestand. Insofern ist die letzte Ursache der Probleme ein durch die Globalisierung entstandenes institutionelles Vakuum: ein Mangel an organisierter Koordination.

Risiken und Handlungsstrategien

Fast alle Beobachter sind sich einig, dass die jetzigen Ungleichgewichte weit über jener Grenze liegen, die auf Dauer tragbar („nachhaltig“) erscheint, auch wenn diese Grenze schwer exakt quantifizierbar ist. Das größte Risiko besteht in einer abrupten Anpassung, wenn Anleger und Notenbanken ihre *Bestände* an Finanzaktiva zulasten von Dollaranlagen plötzlich umschichten und nicht nur die laufenden Kapitalströme reduzieren. Entscheidend sind dabei die subjektiven Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer. Es käme im Fall einer plötzlichen Dollar-Abwertung zu einer ent-

¹⁵ Wenn ein Land indessen in fremder Währung, z. B. in US-Dollar, verschuldet ist, führt eine Abwertung dazu, dass die in heimischer Währung berechnete Auslandsverschuldung steigt.

sprechenden Aufwertung des Euro, des Yen und der anderen asiatischen Währungen, wodurch die Aufwertungsländer massiv an Wettbewerbsfähigkeit verlieren. Es ist sehr wahrscheinlich, dass der Euro dabei der wichtigste Aufwertungskandidat ist. Die USA gerieten infolge einer starken Abwertung unter Inflationsdruck, müssten dann mit steigenden Zinsen reagieren, wodurch die Weltkonjunktur gedämpft würde. Zudem könnten die USA ihren Konsum und das Staatsbudget nicht mehr wie früher durch Auslandskapital finanzieren, es sei denn sie stemmen sich mit hohen Zinsen gegen die Drift des Kapitalabflusses. Es ist nicht auszuschließen, dass eine solche harte Landung zu einer Weltrezession führt, zumal Wechselkursanpassungen meist mit zunächst exzessiven Ausschlägen erfolgen. Die Krise hätte die Funktion, realwirtschaftliche Anpassungen an neue Wechselkurse, welche die Leistungsbilanzungleichgewichte klein halten, voranzubringen. Keine Frage, dass dies vor allem in den Aufwertungsländern ein schmerzhafter Prozess wäre, der zudem zu Deflation, also sinkendem Preisniveau wie in Japan in den 1990er Jahren führen könnte. Weniger schmerzhaft wäre es wahrscheinlich für die USA, deren internationale Wettbewerbsfähigkeit sich sprunghaft verbessern würde. Hinzu käme, dass das US-Auslandsvermögen steigt und sich dadurch die Nettoschuldnerposition der USA deutlich bessert. Auch die Erträge der USA aus Auslandsvermögen stiegen im Wert, wenn sie in US-Dollar umgerechnet werden.

Erfolgte die Korrektur der Leistungsbilanzungleichgewichte jedoch moderat über einen längeren Zeitraum, z. B. über zehn Jahre, und würde sie im wesentlichen nur die Kapitalströme, nicht aber die großen Bestände an Finanzvermögen betreffen, dann käme die Weltwirtschaft glimpflich davon. Die USA würden langsam das Haushaltsdefizit senken, die privaten Haushalte in den USA wieder etwas mehr sparen, weil die Banken restriktiver Kredit geben und die Vermögenspreise, insbesondere die Immobilienpreise, sich langsam nach unten anpassen; China, Japan und andere asiatische Überschussländern würden schrittweise gegenüber dem US-Dollar aufwerten; die Ölförderländer das Recycling der Petrodollars, die sie verdienen, mittels verstärkter Importe aus den USA forcieren; und die Euro-Zone würde Wachstum ankurbeln und dadurch mehr aus Amerika importieren – dies wäre das Szenario einer graduellen Korrektur.¹⁶ Selbst wenn ein gradueller Abbau der Ungleichgewichte gelänge, wäre dieser nicht ohne Opportunitätskosten zu haben, denn das Wachstum der Weltwirtschaft oder wenigstens einiger Regionen würde gedämpft. Beispielsweise würde

eine Renminbi-Aufwertung das hohe chinesische Wachstum drosseln, was vermutlich die wirtschaftlich schwache, aber politisch sensible Landwirtschaft am härtesten träfe. Überschuss-Länder mit relativ niedrigem Wachstumstrend wie Deutschland und Japan, die ihre heimische Nachfrage stärken, dadurch ihre Importe steigern und so die Leistungsbilanzüberschüsse abbauen, könnten aber unterm Strich gewinnen, weil die Binnennachfrage ein größeres Gewicht als der Außenhandelsaldo hat.

Berechnungen über die notwendige Dollar-Abwertung gehen weit auseinander, vielfach wird eine Abwertung um 30 bis 35 %, mitunter auch von 50 % gegenüber dem Euro und ähnlich gegenüber den asiatischen Währungen für nötig erachtet.¹⁷ Zum Vergleich: Von 1970 bis 1980 wertete die DM gegenüber dem US-Dollar um 50 % auf, von 1985 bis 1995 um 61 %, und der Euro wertete gegenüber dem US-Dollar zwischen 2001 und November 2007 um 63 % auf (Abb. 1). Bei einer graduellen Anpassung liegen die Auswirkungen auf das BIP der wichtigsten beteiligten Länder in einer geringen Größenordnung, für Deutschland beispielsweise bei ca. 1,5 Prozentpunkten gegenüber einem Referenzszenario ohne Wechselkursanpassung. Die entscheidende Frage ist also, ob es zu einer raschen oder allmählichen Anpassung kommt.¹⁸ In Europa glauben die meisten offiziellen Institutionen, dass eine langsame Anpassung „von allein“ über die Märkte kommt und kein politischer Handlungsbedarf gegeben ist (so etwa der Sachverständigenrat). Die Alternative wäre eine vorausschauende, multilaterale Politik zur Vermeidung des Risikos einer abrupten Anpassung. Für die Euro-Zone besteht dabei das Problem, dass der Euro stark gegenüber dem US-Dollar und *zugleich* gegenüber den asiatischen Währungen aufwertet und damit eine problematische Überbewertung eintritt, mit schädlichen Folgen für Wachstum und Beschäftigung. Durch Devisenmarktinterventionen gegen eine weitere Euro-Aufwertung ließe sich das Problem zwar mindern, aber die Europäische Zentralbank und der Ministerrat scheinen eine aktive europäische Wechselkurspolitik zur Stabilisierung des Euro-Dollar-Kurses vermeiden zu wollen, sei es im Alleingang oder international koordiniert.

¹⁷ Vgl. Sachverständigenrat (Anm. 14), S. 157 ff.

¹⁸ Vgl. Sebastian Dullien, Who is Going to Foot the Bill? Economic Consequences of a Disorderly Dollar Adjustment for the US, Europe and Asia, in: Jens van Scherpenberg/Katharina Plück (eds.), *Sharing the Growing Burden of World Order*. Stiftung Wissenschaft und Politik, Berlin 2006, S. 20–30.

¹⁶ Weber, *Globale Ungleichgewichte. Theorien und Fakten*. Vortrag, Essen, 28. 6. 2007 (http://www.bundesbank.de/presse/presse_reden.php, 3. 1. 2008).

Hansjörg Herr

Das chinesische Wechselkurs-system

China folgt einem graduellen Reformprozess, der im Jahre 1978 zwei Jahre nach dem Tod von Mao Zedong und der Wahl von Deng Xioping zum politischen Führer Chinas begonnen wurde. Die Reformen leiteten einen der ökonomisch erfolgreichsten Prozesse nachholender Entwicklung sowie Transformation von einer Plan- in eine Marktwirtschaft ein. Mit durchschnittlichen jährlichen Wachstums-

Hansjörg Herr

Dr. rer. pol., geb. 1951;
Professor an der Fachhochschule für Wirtschaft Berlin,
Badensche Str. 50–51,
10825 Berlin.
hansherr@fhw-berlin.de

raten des Bruttoinlandsproduktes (BIP) von fast zehn Prozent konnte das Pro-Kopf-Einkommen, nicht zuletzt unterstützt durch die Ein-Kind-Politik, die ebenfalls 1978 beschlossen wurde, im Durchschnitt über acht Prozent ansteigen. Bei einem internationalen Vergleich der Pro-Kopf-Einkommen liegt China derzeit deutlich über Ländern wie Vietnam, Indien oder Indonesien, aber auch deutlich unter Ländern wie Mexiko, Brasilien oder der Türkei.¹ Nimmt man den Indikator der Weltbank für absolute Armut von einem Einkommen von weniger als einem US-Dollar pro Tag, dann konnte China die Armut von rund 50 Prozent der Bevölkerung Anfang der 1980er Jahre auf unter 15 Prozent im Jahre 2004 reduzieren. Die Reduzierung fand vor allem in den 1980er Jahren statt und verlangsamte sich danach deutlich.² Schuld an der enttäuschenden Abnahme der Armut während des letzten Jahrzehnts ist drastisch zunehmende Ungleichheit der Einkommensverteilung in China.

Die chinesische Entwicklung wurde von zwei Wachstumsmotoren angetrieben, den hohen Investitionen und den steigenden Exporten. Investitionen wurden einerseits von den Staatsunternehmen stimuliert, die bis heute den Sektor der Großindustrie dominieren und privilegierten Zugang zu Krediten

des Bankensystems haben, das sich ebenfalls in staatlichem Eigentum befindet. Andererseits sind die Investitionen des privaten Unternehmenssektors hoch, der weitgehend aus kleinen und mittleren Unternehmen besteht und zu einem großen Teil aus Neugründungen von Unternehmen hervorgegangen ist. Die ausländischen Direktinvestitionen unterstützen den Wachstumsprozess durch den Transfer von Technologien, neuen Managementmethoden und der Eröffnung von Exportkanälen.³ China folgt einer exportorientierten Wachstumsstrategie, die bei steigenden Exporten Leistungsbilanzüberschüsse anstrebt. Betrugen die Exporte und Importe im Jahre 1979 jeweils etwa fünf Prozent am chinesischen BIP, so stiegen diese Werte in den letzten Jahren auf über 30 Prozent an.⁴ Damit sind wir beim Thema dieses Beitrags.

Wechselkursentwicklung

Die Entwicklung des Wechselkursregimes reflektiert die graduelle Reformstrategie Chinas. Vor 1978 existierte ein System vollständiger Devisenbewirtschaftung mit der Festlegung des Wechselkurses als Teil des Planmechanismus. Der erste Reformschritt bestand in der Schaffung eines dualen Wechselkursystems im Jahre 1981. Bei diesem System gab es einen allgemeinen vom Staat festgelegten Wechselkurs. Daneben existierte ein zweiter ebenfalls staatlich fixierter Wechselkurs für spezifische Transaktionen vor allem im Bereich des internationalen Handels. Dieses System wurde 1985 reformiert. Neben dem offiziellen Wechselkurs wurde nun ein

¹ Von 1978 bis 2005 stieg das reale BIP mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 9,6 Prozent, die Bevölkerung wuchs im gleichen Zeitraum mit jährlich durchschnittlich 1,1 Prozent und das reale Pro-Kopf-BIP um jährlich durchschnittlich 8,5 Prozent. Vgl. Barry Naughton, *The Chinese Economy. Transition and Growth*, Cambridge, MA 2007, S. 140 und 226.

² Vgl. Martin Ravallion, Shaohua Chen, *China's (Uneven) Progress Against Poverty*. World Bank Policy Research Working Paper 3408, Washington, D. C. 2004.

³ Vgl. Hansjörg Herr, *Mit regulierter Marktwirtschaft auf Erfolgskurs*, in: *Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik*, 101 (2004) 3, Ludwig-Erhard-Stiftung, Bonn 2004, S. 57–62; Ders., *Tastendes Suchen. Chinas erfolgreicher Reformprozess*, in: *Internationale Politik und Gesellschaft*, (2002) 3, S. 26–49.

⁴ Vgl. B. Naughton (Anm. 1), S. 378.

zweiter marktmäßig bestimmter und faktisch flexibler Wechselkurs eingeführt. Das Devisenangebot in den sogenannten Tauschzentren kam von Exportunternehmen, die einen Teil ihrer Einnahmen in Hartwährung einbehalten konnten, die Nachfrage kam von Unternehmen, die Güter importieren wollten. Ab Anfang der 1990er Jahre drifteten die beiden Wechselkurse zunehmend auseinander, und Ende 1993 lag der marktbestimmte Wechselkurs rund 50 Prozent unter dem Wert des offiziellen Wechselkurses. Faktisch war der marktbestimmte Wechselkurs der relevantere, da mit ihm schätzungsweise 80 Prozent der Devisentransaktionen abgewickelt wurden.

Im Jahre 1994 ging China zu einem System mit nur einem Wechselkurs über, wobei der offizielle dem marktbestimmten Wechselkurs angepasst wurde. Formell ging China zu einem System flexibler Wechselkurse mit Interventionen der People's Bank of China (PBoC), der chinesischen Zentralbank, über, also zu einem System des *Managed Floating*. Faktisch wurde der Wechselkurs allerdings an den US-Dollar angekoppelt, denn die Schwankungen des Renminbi (RMB) gegenüber dem US-Dollar waren in den Folgejahren minimal. Ab Anfang 1998 wurde der RMB ohne jegliche Schwankungen an den US-Dollar gebunden. Dieses System existierte über mehrere Jahre, jedoch stieg der Druck auf China, den RMB aufzuwerten. Im Juli 2005 schließlich kam es zu einer Aufwertung gegenüber dem US-Dollar um 2,1 Prozent. Gleichzeitig wurde die Ankopplung an den US-Dollar durch die Ankopplung an einen Währungskorb abgelöst, wobei die genaue Zusammensetzung des Währungskorbes unbekannt ist. In den vergangenen Jahren wurde der RMB gegenüber den US-Dollar moderate aufgewertet.

Leistungsbilanzentwicklung

Die Leistungsbilanz wird in China von den Exporten und Importen einschließlich der Dienstleistungen dominiert. Einkommens- oder laufende Übertragungen spielen eine sekundäre Rolle. Der Leistungsbilanzsaldo ist von großer Bedeutung, denn ein Leistungsbilanzüberschuss verbessert die Vermögensposition eines Landes gegenüber dem Ausland, während ein Leistungsbilanzdefizit die

Vermögensposition verschlechtert. China hatte in den 1980er Jahren und auch noch während der ersten Hälfte der 1990er Jahre eine insgesamt ausgeglichene Leistungsbilanz mit Überschüssen in einigen Jahren und Defiziten in anderen. Die wirtschaftspolitische Ausrichtung war deutlich auf die Verhinderung von anhaltenden Defiziten ausgerichtet. China wollte sich offensichtlich nicht in außenwirtschaftliche Abhängigkeiten bringen, insbesondere nicht in eine Situation hoher ausländischer Schulden.¹⁵ Ab Mitte der 1990er Jahre kam das Land in eine Konstellation permanenter Leistungsbilanzüberschüsse, die ab dem Beginn dieses Jahrzehnts zu eskalieren begannen.

Beachtenswert ist, dass China nach der Asienkrise zu einem Wachstums-Pol und einer Drehscheibe für den internationalen Handel in Asien wurde. Das Land hat gegenüber anderen asiatischen Ländern ein sehr hohes Handelsbilanzdefizit in Höhe von acht Prozent des chinesischen BIPs, realisiert jedoch selbst hohe Überschüsse in der Leistungsbilanz von insgesamt neun Prozent seines BIPs vor allem gegenüber den USA.¹⁶ China ist aufgrund seiner hohen Leistungsbilanzüberschüsse zu einem der Störfaktoren in der Weltwirtschaft geworden. Der RMB scheint deutlich unterbewertet.¹⁷ Im Jahre 2006 realisierte China einen Leistungsbilanzüberschuss von 250 Mrd. US-Dollar, gefolgt von Japan mit 170 Mrd. US-Dollar, Deutschland 148 Mrd. US-Dollar, Saudi-Arabien mit 104 Mrd. US-Dollar und Russland 94 Mrd. US-Dollar. Bei den Leistungsbilanzdefiziten führen die USA mit einem Defizit von 812 Mrd. US-Dollar im Jahre 2006 die Weltliste an, gefolgt von Spanien mit 106 Mrd. US-Dollar und Großbritannien mit 88 Mrd. US-Dollar.¹⁸ Insbesondere die Exportüberschussländer von industriellen Gütern

¹⁵ Vgl. Gerd Kulke, Exportorientierte Entwicklungsstrategie in der VR China, in: Hansjörg Herr/Albrecht Sommer/He Zerong (Hrsg.), *Nachholende Entwicklung in China. Geldpolitik und Restrukturierung*, Berlin 2002, S. 153–164.

¹⁶ Vgl. IMF, *World Economic and Financial Surveys, Regional Economic Outlook, Asia and Pacific*, Washington, D. C. 2007, S. 6.

¹⁷ Vgl. zur Frage der Unterbewertung Barry Eichengreen, *China's Exchange Rate Regime and Policy*, University of California Berkeley 2006, <http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/short.pdf>.

¹⁸ Vgl. Central Intelligence Agency, *The World Fact Book 2007*, Washington, D. C. 2007.

wie China, Japan und Deutschland sind Störfaktoren der Weltwirtschaft, da sie ihr binnenwirtschaftliches Wachstum auf Kosten anderer Länder erhöhen und Arbeitslosigkeit exportieren.

Die Überschüsse Chinas riefen den Unmut vor allem der USA hervor, die ab Ende der 1990er Jahre ihren Druck mit dem Ziel erhöhten, die bilateralen Handelsungleichgewichte abzubauen. Als probates Mittel wurde eine deutliche Aufwertung der chinesischen Währung angesehen. Der Wechsel zu einem Währungskorb im Jahre 2005 und die folgende moderate Aufwertung des RMB sind vor diesem Hintergrund zu sehen. Jedoch hat die Aufwertung des RMB nicht die erwartete Reduzierung der Leistungsbilanzüberschüsse gebracht. Dies dürfte daran liegen, dass die chinesischen Exporte mengenmäßig auf die Aufwertung nur gering reagierten. Zudem agiert China teilweise als verlängerte Werkbank, da es Güter importiert, im Inland bearbeitet und dann wieder exportiert. Seit Mitte der 1990er Jahre entspringen über 50 Prozent der chinesischen Exporte aus solchen verlängerten Werkbänken.¹⁹ Aufwertungen tangieren die internationale Wettbewerbsfähigkeit dieser Produktionen nur begrenzt.

Kapitalströme und Devisenmarktinterventionen

Die Zahlungsbilanz erfasst alle Leistungs- und Kapitalströme eines Landes zwischen dem In- und Ausland und ist aufgrund der Logik der doppelten Buchführung immer ausgeglichen. Sehen wir zunächst von Interventionen von Zentralbanken ab, dann muss ein Überschuss der Leistungsbilanz einem Defizit in der Kapitalbilanz entsprechen. Die Kapitalbilanz erfasst dabei Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen und andere Kapitalströme. Die Abbildung 1 zeigt, dass im Falle Chinas die Leistungsbilanz *und* die Kapitalbilanz in vielen Jahren einen Überschuss aufweisen und den in den letzten Jahren explodierenden Leistungsbilanzüberschüssen keineswegs explodierende Kapitalabflüsse gegenüberstehen.

Diese Diskrepanz wird dadurch beseitigt, dass die Zentralbank durch den Kauf und Ver-

kauf ausländischer Devisen die Zahlungsbilanz ausgleicht. Nehmen wir als Beispiel das Jahr 2004. In diesem Jahr belief sich der Leistungsbilanzüberschuss Chinas auf 69 Mrd. US-Dollar; gleichzeitig betrug der Zufluss an Kapital 111 Mrd. US-Dollar. Dies ist natürlich nur möglich, wenn jemand den ausländischen Importeuren und Investoren die entsprechende Summe von 180 Mrd. US-Dollar in RMB zur Verfügung stellt. In der Tat kaufte die PBoC im Jahre 2004 ausländische Devisen im Wert von 206 Mrd. US-Dollar. Die Differenz zwischen den 180 Mrd. US-Dollar und den 206 Mrd. US-Dollar entspricht dem Posten des statistischen Fehlers, der einen statistisch nicht erfassten Zufluss von 26 Mrd. US-Dollar nach China signalisiert. Da in der Regel Waren- und Dienstleistungsströme besser erfasst werden als Kapitalströme, kann dieser Posten als nicht erfasseter Kapitalzufluss interpretiert werden. Dies ist plausibel, denn im Jahre 2004 war der Aufwertungsdruck der chinesischen Währung enorm und es wurde damit gerechnet, dass der RMB aufgewertet wird.

Nun sind wir in der Lage, die hohen chinesischen Leistungsbilanzüberschüsse zu verstehen. Sie liegen an den massiven Devisenmarktinterventionen der PBoC, die eine Aufwertung des RMB verhinderte. Hätte die PBoC keine Devisen gekauft und wären die Kapitalströme unverändert geblieben, dann hätte China im Jahre 2004 ein gigantisches Leistungsbilanzdefizit von über 200 Mrd. US-Dollar hinnehmen müssen. Denn die Kapitalzuflüsse hätten zu einer derartigen Aufwertung des RMB geführt, dass chinesische Güter ihre Wettbewerbsfähigkeit verloren hätten. Es sind somit nicht die niedrigen Löhne, die den Exporterfolg Chinas darstellen; es ist der von der PBoC gesteuerte Wechselkurs, der die Überschüsse erzeugt. Um Löhne in RMB und, sagen wir, Euro vergleichbar zu machen, muss der Wechselkurs zwischen den beiden Währungen bekannt sein, und es ist der Wechselkurs, der die chinesischen Löhne niedrig hält. Ein weiterer Punkt ist erwähnenswert. Es sind die internationalen Kapitalströme, die den Leistungsbilanzsaldo eines Landes bestimmen und nicht das Lohnniveau, der technologische Stand eines Landes, der Ressourcenreichtum etc. Im Falle Chinas sind die hohen Leistungsbilanzüberschüsse das Resultat der „künstlichen“ Kapitalexporte der PBoC.

¹⁹ Vgl. B. Naughton (Anm. 1), S. 388.

Devisenkäufe einer Zentralbank sind mit der Schöpfung von Zentralbankgeld verbunden, denn eine Zentralbank kauft Devisen mit selbst geschaffenen Geld. Bei den massiven Devisenkäufen der PBoC wird dadurch Liquidität in die Ökonomie gepumpt, die eine vernünftige Geldpolitik untergräbt. Also muss das Geschaffene von der Zentralbank wieder abgeschöpft, d. h. es muss „sterilisiert“ werden. Bei der Sterilisierung emittiert die Zentralbank Schuldpapiere, die in aller Regel von Geschäftsbanken gekauft werden und die beim Akt des Kaufes Zentralbankgeld vernichten. In China wurde Sterilisierungspolitik bisher in gigantischem Ausmaß erfolgreich betrieben, so dass Devisenmarktinterventionen in ihrem Volumen keine Grenze zu haben scheinen. Dies gilt insbesondere für Finanzsysteme wie in China, die noch relativ direkt von der Zentralbank beeinflusst und gesteuert werden können.

China hat derzeit die höchsten Devisenreserven der Welt aufgehäuft. Mitte 2007 betragen sie 1 391 Mrd. US-Dollar (rund 30 Prozent der Devisenreserven der Welt), und sie wachsen schnell weiter an. Japan mit den zweitgrößten Devisenreserven der Welt hielt zum gleichen Zeitpunkt 932 Mrd. US-Dollar. Aber auch andere asiatische Länder halten hohe Reserven, beispielsweise Taiwan 261 Mrd. US-Dollar oder Süd-Korea 255 Mrd. US-Dollar.¹⁰ Zentralbanken legen ihre Reserven wie Privatanleger an, wobei die Anlagen aufgrund ihrer Funktion traditionell eine hohe Liquidität haben. Es war nach dem Zweiten Weltkrieg üblich, Reserven in ausländischen Bankeinlagen und vor allem in Staatspapieren und beides in US-Dollar zu halten. Die weltweite Explosion der Reserven sowie die Veränderungen im internationalen Währungssystem haben jedoch zu fundamentalen Änderungen geführt.

Der US-Dollar nimmt zwar immer noch eine führende Rolle in der Weltwirtschaft ein, jedoch hat er Konkurrenz von anderen Währungen bekommen. Die Weltwirtschaft ist in eine Konstellation intensiver Währungskonkurrenz mit instabilen Wechselkursen zwischen den führenden Währungen der Welt geraten.¹¹ Nicht nur Privatanleger sind damit

¹⁰ Vgl. IMF (Anm. 6), S. 7.

¹¹ Vgl. Hansjörg Herr/Kurt Hübner, Währungen und Unsicherheit in der globalen Ökonomie. Eine geld-

zu einem schwierigen Währungsmanagement gezwungen, sondern auch Zentralbanken. Etwas weniger als zwei Drittel der offiziellen Währungsreserven werden in US-Dollar und ein Viertel in Euro gehalten.¹² Die Struktur der Devisenhaltung der PBoC ist nicht bekannt. Jedoch muss jede Änderung insbesondere den Euro-Dollar-Kurs beeinflussen. Die PBoC steht vor einem Dilemma. Eine deutliche Reduzierung des Dollaranteils entwertet den Restbestand der Dollarhaltung aufgrund der erzeugten Dollar-Abwertung. Ein weiterer sinkender Dollarkurs führt jedoch ebenfalls zum Wertverlust der Dollarbestände der PBoC. Potenziell sind heftige Devisenumschichtungen auch von Zentralbanken wie der PBoC nicht auszuschließen. Dadurch kann das internationale Währungssystem weiter destabilisiert werden.

Zentralbanken sind zunehmend weniger mit den Zinseinkünften zufrieden, die sie aus dem Halten von ausländischen Staatspapieren erzielen können. Aus diesem Grunde werden von Ländern mit hohen Reserven (China, Russland, arabische Länder) alternative Anlageformen gesucht. In der Form von Staatsfonds, etwa die „Chinese Investment Corporation“, kann das gesamte Anlagespektrum einschließlich des Kaufs von Aktien und Grundstücken ausgeschöpft werden. Die Angst in westlichen Ländern vor Staatsfonds ist groß, so dass es trotz des üblichen Bekenntnisses zum Prinzip des unregulierten internationalen Kapitalverkehrs zu Regulierungen auf diesem Gebiet kommen wird.¹³

Struktur der Kapitalströme

Direktinvestitionen dominieren die chinesischen Kapitalimporte. Sie waren in den 1980er Jahren unbedeutend, stiegen jedoch Anfang der 1990er Jahre stark an. Direktinvestitionen sind die einzige Art von internationalen Kapitalströmen, die sich in China seit Anfang der 1990er Jahre marktmäßig entwickeln konnten. Zwar gibt es Bereiche, die auch für ausländische Direktinvestitionen in China verschlos-

wirtschaftliche Theorie der Globalisierung, Berlin 2005.

¹² Vgl. IMF, Annual Report 2007, Washington, D. C. 2007.

¹³ Vgl. Petersen Institute, Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability, Washington, D. C. 2007.

sen sind, und bis Anfang dieses Jahrzehnts waren in China nur Joint Ventures ohne ausländische Mehrheitsbeteiligung möglich, jedoch hat China eines der offensten Regime für Direktinvestitionen der Welt. Denn in den Industrieländern werden High-Tech-Sektoren mit dem Argument militärischer Sicherheit oder nationaler Unabhängigkeit von ausländischen Beteiligungen geschützt.¹⁴ In letzter Zeit nahmen die chinesischen Direktinvestitionen im Ausland kräftig zu. Sie stiegen von einem Niveau von in der Regel deutlich unter fünf Mrd. US-Dollar jährlich im Jahre 2005 erstmals auf einen zweistelligen Milliardenbetrag und dann auf Werte um 20 Mrd. US-Dollar. Portfolioinvestitionen von Privatpersonen sind von und nach China weitgehend verboten, jedoch von ausgewählten institutionellen Investoren in steigendem Umfang seit einigen Jahren erlaubt. Bei den Portfolioinvestitionen nahmen die Zu- und Abflüsse die letzten Jahre kräftig zu, das Nettovolumen verharrt auf moderatem Niveau. Die Aktivitäten der chinesischen Staatsfonds haben 2006 erstmals zu kräftigen Abflüssen geführt. Internationale Kredite und ausländische Bankeinlagen, die wichtigsten Posten bei den anderen Kapitalströmen, sind in China ebenfalls strikt reguliert. Nach der Asienkrise im Jahre 1997 stieg die ausländische Kreditaufnahme Chinas kurzfristig an, wurde dann jedoch wieder zurückgeführt. Die Auslandsschuld Chinas ist mit unter 300 Mrd. US-Dollar oder etwa 13 Prozent am BIP angesichts der hohen Devisenreserven gering. Insgesamt funktionierten die Kapitalverkehrskontrollen in China, obwohl illegale Kapitalströme nicht gänzlich zu unterbinden waren.¹⁵

Die Kapitalverkehrskontrollen haben in China ohne Zweifel die Struktur der Kapitalströme positiv beeinflusst. Ausländische Direktinvestitionen, die in der Tendenz langfristig orientiert sind und für ein Land positive Technologieeffekte etc. bewirken können, dominierten den Kapitalzufluss nach China. In der Regel kurzfristig orientierte und instabile Portfolioinvestitionen sowie ausländische Kredit-

¹⁴ Vgl. Eswar Prasad/Shang-Jin Wei, *The Chinese Approach to Capital Inflows*. IMF Research Department, Washington, D. C. 2005.

¹⁵ Vgl. Hansjörg Herr, *Capital Controls and Economic Development in China*, in: Philip Arestis/De Paule (eds.), *Financial Liberalisation and Economic Performance in Emerging Markets*, Cheltenham 2008, S. 142–172.

aufnahmen, die auch für China nur in ausländischer Währung erfolgen können und damit ein Währungsrisiko der chinesischen Schuldner implizieren, konnten begrenzt werden.

Die Kontrolle des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs brachte für China einen weiteren Vorteil. Üblicherweise muss die Geldpolitik in Entwicklungsländern den Wechselkurs stabilisieren und der Zinssatzentwicklung auf dem Weltmarkt folgen. Denn selbst bei einem formell flexiblen Wechselkursregime müssen Zentralbanken in Entwicklungsländern starke Wechselkursschwankungen verhindern. Insbesondere massive Abwertungen können nicht hingenommen werden, da dies bei hoher Auslandsverschuldung in fremder Währung die Schuldenlast im Inland explodieren lässt, inflationäre Prozesse anstoßen kann oder den Lebensstandard der inländischen Bevölkerung senkt. Der Zwang der Wechselkursstabilisierung kann zu Geldpolitiken führen, die für das Inland zu restriktiv oder zu expansiv sind. China hat dieses Problem teilweise durch Kapitalverkehrsregulierungen gelöst, teilweise, wie ausgeführt, durch Devisenmarktinterventionen der Zentralbank. Bis heute konnte die Geldpolitik in China in erster Linie binnenwirtschaftlichen Erfordernissen folgen.

Reformen des chinesischen Wechselkursregimes

Die chinesische außenwirtschaftliche Entwicklungsstrategie war in verschiedener Hinsicht erfolgreich. Sie nutzte Exporte nicht nur als Motor zur Schaffung inländischer Nachfrage und Produktion, sie verhinderte auch, dass China aufgrund von Leistungsbilanzdefiziten und destabilisierenden ausländischen Portfolioinvestitionen und Kreditaufnahmen wie so viele andere Entwicklungsländer in eine außenwirtschaftliche Überschuldungsposition geriet. Die Abwesenheit von Währungskrisen und ausländischer Überschuldung ist für die Entwicklung eines Landes von herausragender Bedeutung. Dank der Regulierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs war China offensichtlich in der Lage, die Vorteile der Globalisierung zu ernten und die Nachteile zu vermeiden.

China ist jedoch aufgrund seiner hohen Überschüsse in der Leistungsbilanz zu einem Störfaktor der Weltwirtschaft geworden und

entwickelt sich auf Kosten anderer Länder. Zwar erlauben in diesen Ländern die günstigen chinesischen Importe einen höheren Konsum, jedoch führt kein Weg daran vorbei, dass dieser Vorteil mit geringerem Wachstum und geringerer Beschäftigung bezahlt wird. Sollten sich die Überschüsse nicht reduzieren, dann ist nicht auszuschließen, dass hauptleidtragende Länder wie die USA administrative Maßnahmen zur Reduzierung chinesischer Importe einleiten werden. Zudem ist für eine so große Ökonomie wie China die weltwirtschaftliche Abhängigkeit aufgrund des hohen Anteils der Exporte am BIP gefährlich hoch. Eine stärker binnenwirtschaftlich orientierte Entwicklung, basierend auf einer höheren inländischen Konsumtion, wäre auch für China vorteilhaft. Ein Abbau der hohen Leistungsbilanzüberschüsse ist somit aus externen und internen Gründen für China empfehlenswert.

Es gibt kein Zweifel daran, dass der RMB unterbewertet ist und eine weitere Aufwertung angestrebt werden sollte. Allerdings sollte man von China keine radikale sprunghafte Aufwertung seiner Währung verlangen, denn dies würde die Gefahr beinhalten, dass China von seinem bisher erfolgreichen Entwicklungspfad abkommt. Eine weiterhin kontinuierliche und sich entsprechend der außenwirtschaftlichen Entwicklung beschleunigende Aufwertungen des RMB stellt somit den prinzipiell richtigen Weg dar. Das in den letzten Jahren überdurchschnittliche Wachstum und die ansteigende Inflationsrate in China unterstützt zudem den Prozess des Abbaus des Überschusses. Denkbar ist zudem eine Exportsteuer in China, die schnell eingeführt und den Entwicklungen flexibel angepasst werden kann.¹⁶ Ob China jedoch aus eigenen Stücken die hohen Leistungsbilanzüberschüsse schnell reduzieren wird, darf bezweifelt werden.

China folgt einem Wechselkursregime des *Managed Floating Plus*, wobei das Plus durch massive Devisenmarktinterventionen der PBoC und Kapitalverkehrsregulierungen den Wechselkurs stabilisiert und Leistungsbilanzüberschüsse konserviert. Devisenmarktinterventionen stellen einen zentralen Baustein der Außenwirtschaftspolitik Chinas dar und sichern das exportorientierte Wachstumsmodell ab. Würde China seinen Wechselkurs den Marktkräften überlassen, dann würde dies das Wachstum in China deutlich abschwächen. Es ist genau diese Befürchtung, die China vor einer massiven Aufwertung seiner Währung zurückschrecken lässt. Denn hohes Wachstum wird zur Verhinderung der Eskalation der Arbeitslosigkeit und der ohnehin steigenden sozialen Spannungen aufgrund der zunehmenden Ungleichheit der Einkommens- und

Vermögensverteilung als notwendig erachtet. Die moderate Aufwertung des RMB ab 2005 stellt ein begrenztes politisches Zugeständnis dar. Es ist zu vermuten, dass China aufgrund seiner binnenwirtschaftlichen Situation schwerlich zu einer Wechselkurspolitik zu bewegen ist, welche die Leistungsbilanzüberschüsse schnell abschmelzen lässt.

Ein Währungssystem des *Managed Floating Plus* ist, wenn die Leistungsbilanzüberschüsse nicht zu groß werden, nicht nur für China funktional und entwicklungsfördernd. Es kann als Vorlage für andere Entwicklungsländer gelten. In der Tat folgen nach dem Schock der Asienkrise im Jahre 1997 eine Reihe von Entwicklungsländern einer solchen Strategie, zumindest, was Devisenmarktinterventionen und die Verhinderung von Leistungsbilanzdefiziten angeht.

Aus Entwicklungsperspektive wünschenswerte moderate Überschüsse der Gruppe der Entwicklungsländer sind nur möglich, wenn die Gruppe der Industrieländer Leistungsbilanzdefizite akzeptiert. Japan und Deutschland konnten sich bisher nicht mit einer solchen Politik anfreunden und frönen nach wie vor einer merkantilistischen Strategie zur Erzielung von Leistungsbilanzüberschüssen. Während der Wirtschaftswunderjahrzehnte nach dem Zweiten Weltkrieg war diese erfolgreich, brachte jedoch für beide Länder während des vergangenen Jahrzehnts nicht die erhofften Wachstum- und Beschäftigungseffekte.¹⁷ Ein Abbau der Leistungsbilanzüberschüsse Deutschlands und Japans ist somit ebenso dringend notwendig wie ein Abbau in China.

Die Weltwirtschaft leidet an einer Unterregulierung. Die vergangenen Jahrzehnte zeigen, dass flexible Wechselkurse und freier internationaler Kapitalverkehr nicht zum Ausgleich der Leistungsbilanzen führen, sondern zu Wechselkursstürbungen und gigantischen Leistungsbilanzungleichgewichten. Hinzu kommen Länder wie China, die mit weitreichenden wirtschaftspolitischen Regulierungen Leistungsbilanzüberschüsse erzwingen. Was fehlt, ist eine weltweite Koordinierung sowohl der internationalen Kapitalströme, der Wechselkurse als auch der Leistungsbilanzen. In einer unkoordinierten Welt ist die Versuchung groß, dass sich einzelne Länder auf Kosten andere entwickeln wollen. China ist ein Beispiel dafür, Deutschland und Japan sind andere Beispiele. Es spricht wenig dafür, dass China in einem solchen Umfeld freiwillig auf exzessive Überschüsse verzichten wird.

¹⁷ Vgl. Micheal Heine/Hansjörg Herr/Cornelia Kaiser, Wirtschaftspolitische Regime westlicher Industrieländer, Baden-Baden 2006.

¹⁶ Vgl. Lawrence Lau/Joseph E. Stiglitz, China's Alternative to Revaluation, in: The Financial Times vom 25. 4. 2005.

Finanzmärkte als Entwicklungshemmnis

Ein Paradies für Anleger: An der Johannesburger Börse betrug die Eigenkapitalrendite für international notierte Titel im Jahr 2005 43 Prozent. Lukrative Finanzmarktgeschäfte sind heute nicht länger auf die großen Finanzplätze in den Industrieländern beschränkt. Selbst Afrika partizipiert: „Das Interesse der Investoren an der ‚new frontier‘ Subsahara Afrika wuchs 2006 bedeutend,

Peter Wahl

Geb. 1948; Leiter des Arbeitsbereichs Finanzmärkte von WEED – Weltwirtschaft, Ökologie & Entwicklung, Eldenaer Straße 60, 10247 Berlin. peter.wahl@weed-online.org

wenn auch von einem sehr niedrigen Niveau aus.“¹ Daher verwundert es nicht, wenn sich die privaten Kapitalflüsse in den Süden seit 2001 mehr als versechsfacht haben. Allerdings ist dabei zu berücksichtigen,

dass es nach wie vor eine starke Konzentration auf die *Emerging Markets* (aufstrebende Märkte der Schwellenländer), und hier wiederum auf Asien gibt.

Den Zuflüssen von 1,1 Billionen US-Dollar (USD) stehen Abflüsse von 890 Mrd. USD gegenüber, sodass 2006 ein Nettokapitalfluss in die Entwicklungsländer von 220 Mrd. USD bleibt. Gegenüber 72,1 Mrd. USD im Jahr 2000 ist auch das immerhin noch eine Verdreifachung.

Finanzflüsse und Verteilung

Allerdings sagt die Leistung der Johannesburger Börse nichts über die Verteilungswirkung – und damit über die Effekte auf die Armutsbekämpfung aus. Das South African Institute for Race Relations kommt in einer Studie zu dem Ergebnis, dass die Zahl der Armen² in Südafrika 2005 mit 4,2 Millionen doppelt so hoch war wie 1996.³ Offenbar gehen die Profite der Finanzmärkte an weiten Teilen der Bevölkerung völlig vorbei.

Zu den Gewinnern gehören dagegen die südafrikanischen *High Net Worth Individuals* (HNWIs). So heißen im Finanzjargon Personen, deren Netto-Kapitalvermögen sich auf eine Million USD aufwärts beläuft. Das weltweit höchste Wachstum an HNWIs hat Afrika. 2005 betrug es 11,7 %, 2006 sogar 12,5 %.⁴ Neben dem Rohstoffboom ist es vor allem die zunehmende Nutzung der internationalen Finanzmärkte, welche die rasante Steigerung ermöglicht. So wuchs im Jahr 2006 das Kapitalvermögen der afrikanischen HNWIs um 100 Mrd. USD. Zum Vergleich: Im selben Jahr betrug die gesamte Entwicklungshilfe für die Region 43,4 Mrd. USD,⁵ also nicht einmal die Hälfte des Vermögenszuwachses der HNWIs. Gleichzeitig nimmt der Anteil der Armen ständig zu. Die Weltbank prognostiziert, dass „2030 mehr als drei Viertel der Bevölkerung von Subsahara-Afrika zu den Ärmsten der Welt gehören werden.“⁶ 1990 waren es 47,7 %.

Insofern kann aus erhöhten Zuflüssen in Entwicklungsländer nicht automatisch auf positive entwicklungspolitische Effekte geschlossen werden. Das gilt auch für die Bewertung von Direktinvestitionen. Auch sie sind deutlich angestiegen, etwa um das Doppelte. In der Regel sind Direktinvestitionen entwicklungspolitisch nützlicher als reine Finanzmarktgeschäfte, allerdings nur unter bestimmten Umständen. So stellt sich immer die Frage nach der Beschäftigungswirkung, und zwar nicht nur quantitativ, sondern auch hinsichtlich der Qualität der Arbeitsplätze.

¹ International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, Washington, D. C. 2007, S. 24.

² Armutsdefinition nach Weltbankkriterium: 1 Dollar Pro-Kopf-Einkommen pro Tag.

³ Vgl. John Kane-Berman, Analysing the poverty of the president's attack, 22. 11. 2007, in: <http://www.sairr.org.za/wsc/pstory.php?storyID=458> (21. 1. 2008).

⁴ Vgl. Merrill Lynch/Capgemini, World Wealth Report, o.O. 2007.

⁵ Davon entfielen 39,9 Mrd. USD auf Subsahara Afrika. Allerdings sind darin 12,4 Mrd. Schuldenerlasse enthalten, die nur vorübergehend wirksam sind. Rechnet man sie heraus, betragen die tatsächlichen Öffentlichen Entwicklungsleistungen (ODA) für Afrika 37,5 Mrd., also etwa ein Drittel des Vermögenszuwachses der afrikanischen HNWIs. Vgl. OECD Development Assistance Committee. Final ODA flows in 2006. DCD/DAC/RD(2007)15/RD2, 10. 12. 2007.

⁶ Vgl. World Bank, Global Economic Prospects, Managing the Next Wave of Globalization, Washington, D. C. 2006, S. 79.

Weiterhin sind wichtig: Wissenstransfer, die Einbeziehung von lokalen Zulieferern und die Höhe des Gewinntransfers ins Ausland. Hinzu kommen ökologische Aspekte. Sind niedrige Umweltstandards ein Motiv für Investitionen, so kann das ruinöse Folgen haben. Gleiches gilt für soziale und menschenrechtliche Mindeststandards.

Während die privaten Kapitalflüsse und Direktinvestitionen in die Entwicklungsländer stark zunehmen, hat die Schuldenkrise, die jahrelang die Finanzbeziehungen zwischen Nord und Süd beherrschte, an Brisanz verloren. Sie hatte nach 1982 für ein Jahrzehnt zu einem Netto-Kapitalabfluss aus dem Süden geführt – im übertragenen Sinne war dies eine Bluttransfusion vom Kranken zum Gesunden. Dank hohen Wachstums, hinter dem vor allem die Nachfrage von Wachstumslokomotiven wie China steckt, konnte eine Reihe von Ländern ihre Schulden an die öffentlichen Gläubiger teilweise oder ganz tilgen – in den Fällen von Algerien, Brasilien, Peru und Russland sogar vor Ablauf der Frist.

Auch bei der Gruppe der armen, hochverschuldeten Länder (*Highly Indebted Poor Countries* – HIPC) hat es durch die so genannte HIPC-Initiative eine gewisse Erleichterung gegeben. Zwar wurden von dem in Aussicht gestellten Schuldenerlass über 70 Mrd. USD nur 41,3 Mrd. bereitgestellt.¹⁷ Dennoch ist die Schuldendienstquote der HIPC deutlich gesunken – von 330 % auf 120 %. Allerdings ist die Lage dieser Länder nach wie vor prekär. So ist absehbar, dass sie eines ihrer Millennium-Entwicklungsziele, nämlich die Halbierung der Armut bis 2015, verfehlen werden.

Die Zunahme von Ressourcenflüssen in die Entwicklungsländer und die gleichzeitige Entspannung der Schuldenkrise bedeuten jedoch keineswegs, dass die Finanzbeziehungen zwischen Nord und Süd nun in ruhigen Bahnen verliefen. So haben die systemischen Veränderungen der vergangenen Jahre Strukturen entstehen lassen, welche die Stabilitätsrisiken erhöht und die verteilungspolitischen Asymmetrien verschärft haben. Dabei spielen

nicht nur Krisen eine Rolle. Auch ohne sie sind die Komplexität und Undurchsichtigkeit des Systems und die alltägliche Schwankungsintensität kaum mehr beherrschbar. Selbst Aufsichtsbehörden und die Rating Agenturen haben bei der jüngsten Hypothekenkrise auf dem US-Immobilienmarkt versagt. Neuartige Akteure und Instrumente wie *Hedge-Fonds* und Derivate, die Volatilität der Wechselkurse, die Kurzfristlogik der Finanzmärkte, das halbseidene Milieu der Offshorezentren, all das macht die Finanzmärkte zu einem Minenfeld für alle, die auf ein stabiles Umfeld, Berechenbarkeit und Nachhaltigkeit von Wirtschaften angewiesen sind, darunter zuvorderst die verwundbaren Ökonomien der Entwicklungsländer.

Finanzkrisen

Die Häufigkeit und die Schärfe von Finanzkrisen haben deutlich zugenommen. Große Krisen trafen Mexiko 1994, Ostasien 1997, Russland 1998, Brasilien 1999, die Türkei 2000 und Argentinien 2001/2002. Nicht nur die betroffenen Länder können um Jahre zurückgeworfen werden: Infolge der ökonomischen Verflechtung ist die „Ansteckungsgefahr“ inzwischen extrem groß. So war beispielsweise während der Krise in Thailand der Einbruch in Laos noch weitaus größer. Das Land wickelt über 80 Prozent seines Außenhandels mit Thailand ab.

Hauptbetroffene sind Lohnabhängige und die Armen. Aber eine Krise führt nicht nur zu inneren Verwerfungen. Wenn, wie in der Asienkrise 1997, die thailändische Währung um 40 % und die indonesische sogar um 60 % an Wert verlieren, bedeutet dies auch, dass der Wertverlust dieser Volkswirtschaften auf den Weltmärkten schlagartig 40 % bzw. 60 % beträgt. Die Einkünfte aus dem Export brechen weg, während sich die Importe entsprechend verteuern. Es wird geschätzt, dass die Finanz- und Bankenkrise der letzten 25 Jahre das Einkommen der Entwicklungsländer um etwa ein Viertel verringert haben. Bei der Asienkrise wird der entgangene Output in den fünf Folgejahren auf 900 Mrd. USD geschätzt.¹⁸

¹⁷ Vgl. Daniela Setton, Quo Vadis Internationales Schuldenmanagement?, in: Karten neu gemischt. WEED-Schuldenreport 2007, Berlin 2007, S. 32.

¹⁸ Vgl. Stephany Griffith-Jones, New Investors in Developing Countries: opportunities, Risks and Policy Responses, the Case of Hedge Funds, o. O. 2007.

Bisher waren Schwellenländer Schauplatz der großen Finanzkrisen. Die (derzeitige) US-Hypothekenkrise zeigt jedoch, dass selbst das Zentrum des globalen Finanzsystems mit den neuen Problemen nicht ohne weiteres fertig wird. Der Ansteckungseffekt reichte u. a. bis zur Sächsischen Landesbank. Banken in den Entwicklungsländern sind bisher allerdings nicht betroffen. Dennoch wird sich die Krise auch auf den Süden auswirken:

- Das globale Wachstum wird schon jetzt um mindestens ein halbes Prozent sinken. Damit geht auch die Nachfrage aus den Industrieländern zurück.
- Die Kapitalbeschaffungskosten steigen, mit entsprechenden Konsequenzen für Investitionen und Beschäftigung.
- Sollte die Krise zum Auslöser einer Rezession in den USA werden, wird dies alle Länder treffen, die eng mit der US-Ökonomie verflochten sind.

Die Leidtragenden werden voraussichtlich (wieder) die „kleinen Leute“ sein, von denen in den USA viele ihr mühsam erworbenes Eigenheim verloren haben.

Offshorezentren

Ein entwicklungspolitisch besonders problematisches Element im internationalen Finanzsystem sind Steuerparadiese wie Offshorezentren (OFCs), die das Kapital aus den Entwicklungsländern ziehen. OFCs sind von Aufsicht und Regulierung weitgehend frei. Anders als der Name es suggeriert, liegen sie nicht unbedingt auf hoher See. Das größte Offshorezentrum ist zum Beispiel die Londoner City. „Offshore“ heißt nicht mehr, als dass dort keine, oder nur sehr geringfügige Formen der Finanzaufsicht existieren oder keine oder wenig Steuern erhoben werden.

Höchste Diskretion und das Bankgeheimnis machen sie zu idealen Orten für Geldwäsche und Steuerhinterziehung. Verlässliche Zahlen gibt es nicht. Dabei sind es nicht nur die Mafia oder terroristische Netzwerke, die sich der OFCs bedienen, sondern auch transnationale Unternehmen, Banken und andere institutionelle Anleger.

Die Kapital- und Steuerflucht von Unternehmen, Wohlhabenden und korrupten Eliten führt zu einem permanenten Abfluss von Ressourcen. Etwa 50 % aller Barvermögen und Wertpapiere aus Lateinamerika sind in OFCs angelegt. Im Nahen Osten sind es sogar 70 %. Die Verluste der Entwicklungsländer durch Offshoreanlagen werden auf 500 Mrd. USD jährlich geschätzt¹⁹ – etwa das Fünffache der gesamten Entwicklungshilfe.

OFCs spielen auch eine große Rolle bei der Erosion der Unternehmens-, Vermögens- und Kapitalsteuern in Industrie- und Entwicklungsländern. Mit Steuervergünstigungen und speziellen Dienstleistungen wird Steuerdumping betrieben. Schätzungsweise 11,5 Billionen USD Privatvermögen sind in den OFCs angelegt. Mindestens 255 Mrd. wurden dabei dem Fiskus der Herkunftsländer entzogen. Aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive sind Offshorezentren völlig überflüssig. Sie nutzen nur einer kleinen Gruppe privilegierter Akteure, institutionellen Investoren sowie kriminellen Vereinigungen.

Freie Wechselkurse

Mit der Einführung freier Wechselkurse 1973 ist nicht nur eine beliebige ökonomische Variable verändert worden. Neben den Zinsen ist der Wechselkurs der wichtigste strategische Preis. Unterschiedliche Währungen erhöhen nicht nur die Transaktionskosten für Außenhandel und Investitionen, sondern führen zu einem Wechselkursrisiko, dessen Absicherung weitere Kosten produziert.

Ähnlich ist die Situation für den Schuldendienst. Bei Kursänderungen kann er über Nacht plötzlich ansteigen – oder auch absinken. Die Wechselkursvolatilität ist daher ein permanenter Unsicherheitsfaktor für Entwicklung. Deshalb wird auf verschiedenen Wegen versucht, sie in den Griff zu bekommen. Lösungen, wie zum Beispiel eine Weltwährung oder regionale Währungen nach dem Vorbild des Euro, sind vorerst nicht in Sicht. Auch die Erfahrungen mit der Kopplung an Starkwährungen sind sehr gemischt. Daher bedienen sich immer mehr Entwick-

¹⁹ Vgl. John Christensen/Sony Kapoor, Tax Avoidance, Tax Competition and Globalisation: making tax justice a focus for global activism, in: Accountancy Business and the Public Interest, 3 (2005) 2.

lungsländer eines Instruments, das ihnen wenigstens ein gewisses Maß an nationalstaatlicher Autonomie gewährt: des Einsatzes von Währungsreserven. Mit den Reserven kann die Zentralbank durch den gezielten Auf- oder Verkauf von Devisen die eigene Währung stabil halten. Allerdings ist dies teuer: „Wenn immer die Zentralbank eines Landes Devisen herausgibt, denen keine realwirtschaftliche Kapitalbildung im Land entspricht, kommt es zu internationalen Vermögensverlagerungen, deren Ausmaß die Ströme der Entwicklungshilfe oft um ein Vielfaches übertrifft.“^{I¹⁰}

Bei der Asienkrise half aber selbst dieses Mittel nicht, da die Reserven zu gering waren. Deshalb haben jene Länder, die es sich leisten konnten, enorme Reserven angelegt. Absoluter Spitzenreiter ist China mit 1,5 Billionen USD. Russland hatte im November 2007 463 Mrd., Indien 273, Brasilien 180 und Singapur 160 Mrd. USD angehäuft.^{I¹¹}

Freilich werden damit Mittel absorbiert, die dann nicht mehr für Entwicklung und Armutbekämpfung zur Verfügung stehen. Finanziert werden müssen die Reserven durch inländische Staatsverschuldung: „Das Hauptproblem hoher Reserven für die Binnenwirtschaft ist die große Anhäufung öffentlicher Schulden.“^{I¹²}

Hinzu kommt, dass hohe Reserven Zinserhöhungsdruck erzeugen. Schließlich führt eine Abwertung der Reservewährungen zu Verlusten. Genau das erleben wir augenblicklich mit dem Verfall des Dollarkurses. Währungsreserven zur Sicherung gegen das Wechselkursrisiko sind also sehr ineffizient und stellen eine Belastung für die Entwicklung eines Landes dar.

Allerdings gibt es auch Finanzmarktakteure, denen die Wechselkursschwankungen lukrative Renditen bieten. Die Kursschwankungen ermöglichen nämlich Arbitrage- und Spekulationsgeschäfte mit Devisen, Zinsen

und Wertpapieren. Unter Arbitrage ist die Ausnutzung von bekannten Kursdifferenzen zu verstehen.^{I¹³} Sie findet auch bei Zinsen und Wertpapieren statt. So ist gegenwärtig der so genannte *Carry Trade* sehr en vogue, der wie folgt funktioniert: Ein (zum Beispiel) in den USA mit 5 % Zinsen aufgenommenen Kredit wird in Brasilien weiterverliehen, wo der Zinssatz bei 15 % liegt. Der dabei erzielte Gewinn entspricht der Differenz von 10 %. Allerdings werden die Zinseinnahmen damit der brasilianischen Volkswirtschaft entzogen.

Demgegenüber ist Spekulation sehr unsicher. Da selbst geringe Kursschwankungen von wenigen Basispunkten^{I¹⁴} bei Einsatz großer Summen beträchtliche Gewinne abwerfen, ist diese neue Profitquelle höchst attraktiv geworden. Heute werden pro Börsentag 2 Billionen USD umgesetzt. Das meiste davon sind spekulative Geschäfte. Mehr als 80 % dieser Transaktionen haben eine Laufzeit von weniger als sieben Tagen.^{I¹⁵}

Die Kurzfristigkeit bedeutet natürlich auch Unkalkulierbarkeit und Unsicherheit. Per Mausclick können Investoren Milliardenbeträge aus einem Land abziehen (Exit). Die Exit-Option ist nicht nur ein ökonomisches Stabilitätsrisiko, sondern auch ein politisches Druckmittel, mit dem die Investoren Wohlverhalten von Regierungen erzwingen können. Der frühere Chef der Deutschen Bank, Rolf Breuer, beschrieb das so: „Anleger müssen sich nicht mehr nach den Anlagemöglichkeiten richten, die ihnen ihre Regierung einräumt, vielmehr müssen sich die Regierungen nach den Wünschen der Anleger richten.“^{I¹⁶}

Institutionelle Anleger und Shareholder-Orientierung

Die Dynamik der Finanzmärkte hat auch neue Akteure auf den Plan gerufen. Im Zen-

^{I¹⁰} Paul Bernd Spahn, Zur Durchführbarkeit einer Devisentransaktionssteuer. Gutachten im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, Bonn 2002, S. 9.

^{I¹¹} Vgl. IMF, Data and Statistics, www.imf.org/external/np/sta/ir/sgp/eng/cursgp.htm.

^{I¹²} World Bank, Global Development Finance 2006, Washington, D. C. 2006.

^{I¹³} Wenn zum Beispiel der Wechselkurs zwischen Euro und USD bei Börsenschluss in der europäischen Zeitzone unterschiedlich notiert ist als bei Börsenbeginn in der Wallstreet, wird die Differenz durch entsprechende Transaktionen sehr schnell ausgeglichen.

^{I¹⁴} Ein Basispunkt bezeichnet ein Hundertstel Prozent (also 0,01 %).

^{I¹⁵} Kurzfristig ist definiert als eine Laufzeit bis zu sieben Tagen.

^{I¹⁶} Rolf E. Breuer, Die fünfte Gewalt, in: Die Zeit vom 18. 5. 2000.

trum steht dabei der „Institutionelle Anleger“. Von den weltweit 78,7 Billionen USD Vermögen wurden im Jahr 2005 55 Billionen (70 %), von institutionellen Investoren verwaltet.¹⁷ „Institutioneller Investor“ heißt, dass es zu einer Institutionalisierung und Professionalisierung der Eigentümerfunktion kommt. Das Streben nach der größtmöglichen Rendite wird jetzt nach allen Regeln der Kunst von hochspezialisierten Profis organisiert. Die verschiedenen Dimensionen von Unternehmertum, zu denen zwar schon immer das Gewinnstreben gehörte, aber auch andere, wie Wachstum, langfristige Wettbewerbsfähigkeit, Innovation, Sicherung der Arbeitsplätze, werden auf einen einzigen Parameter reduziert: die Eigenkapitalrendite.

Durch den Wettbewerb werden die Erwartungen an die Renditen immer höher geschraubt. Die neue Verhaltensmaxime greift auch auf die Realwirtschaft über. Auch dort dreht sich zunehmend alles um die Steigerung des Kurswertes für die Anteilseigner (Shareholder). Die neue Logik wird am rigorosesten von institutionellen Investoren, wie den *Private Equity Funds* (PEFs) durchgesetzt. Das Interesse dieser ist nicht, langfristig Eigentum zu erwerben, sondern ein Unternehmen nach einiger Zeit – durchschnittlich nach fünf Jahren – gewinnbringend wieder zu verkaufen. Ein wesentliches Merkmal der PEFs ist, dass sie hebelverstärkt operieren, das heißt, dass sie einen hohen Anteil an Fremdkapital verwenden. Wenn das Unternehmen dann übernommen wurde, wird ihm die Schuldenlast übertragen.

Um die angepeilte Wertsteigerung beim Wiederverkauf zu erzielen, wird das Unternehmen Kostensenkungsstrategien unterzogen, was mit Personalabbau, Arbeitszeitverlängerung, Outsourcing, Rationalisierungsinvestitionen und anderem verbunden ist. Da 80 % dieser Fonds in Steueroasen angesiedelt sind, sparen auch sie massiv Steuern.

Die Branche wächst sehr dynamisch und ist inzwischen auch in Entwicklungsländern aktiv. In Indien haben sich zum Beispiel zwischen 2004 und 2007 die Investitionen von PEFs von 1,1 Mrd. USD auf 10,8 Mrd. ver-

¹⁷ Vgl. Jörg Huffschmid, Finanzinvestoren – Retter oder Raubritter? Vortrag bei der IG Metall, Frankfurt/M. am 19. 10. 2006.

zehnfacht.¹⁸ Anders als in den Industrieländern, in denen ein Teil der Rentabilität durch Kostensenkungen zustande kommt, setzen die PEFs in den *Emerging Markets* eher auf starkes Wachstum.

Noch extremer findet sich die Shareholder-Logik bei *Hedge-Fonds* (HFs), die vorwiegend in hochriskante spekulative Finanzgeschäfte investieren. Das von HFs bewegte Kapital hat sich seit 1999 verfünffacht und betrug 2006 1,6 Billionen USD. Die Anleger müssen bei ihnen ein hohes Mindestkapital einbringen, haben dafür aber den Vorteil, dass Sie keinerlei Aufsicht unterliegen. Ihr Sitz ist meist in Offshorezentren, und sie arbeiten hebelverstärkt. Dem durch seine Pleite 1999 berüchtigt gewordenen Hedge-Fond LTCM war es zum Beispiel gelungen, mit Eigenmitteln von 4,8 Mrd. USD Aktiva in Höhe von 125 Mrd. USD zu finanzieren – eine Fremdfinanzierungsquote von 1:25.

Für die Entwicklungsländer bedeutet das nicht nur einen Anstieg des allgemeinen Stabilitätsrisikos. Aufgrund ihrer großen Kapitalmassen sind die Fonds in der Lage, die Währungen mittlerer und kleinerer Volkswirtschaften mit spekulativen Attacken anzugreifen. So behauptet die malaysische Regierung, dass die Asienkrise 1997 durch eine solche Attacke ausgelöst worden sei. Angesichts der Intransparenz der Branche ist diese Behauptung jedoch nicht nachweisbar – dass sie stimmt, ist aber ebenfalls nicht auszuschließen, denn das Potential dazu hätten solche Attacken auch heute noch.

Auch *Hedge-Fonds* sind zunehmend in Entwicklungsländern aktiv. So laufen 45 % des Handels mit Schatzbriefen, 47 % von Schuldentiteln und 58 % aller Kreditderivative über sie.¹⁹

Auf dem G8-Gipfel in Heiligendamm 2007 wollte die deutsche Bundesregierung mehr Transparenz für die Fonds erreichen, scheiterte aber an der Haltung Großbritanniens und der USA. Das einzige Argument, das öffentlich zugunsten der *Hedge-Fonds* ins Feld

¹⁸ Vgl. Venture Intelligence India 2007, <http://ventureintelligence.in>.

¹⁹ Vgl. Financial Stability Forum, Update of the FSF Report on Highly Leveraged Institutions, Washington, D. C. 2007.

geführt wird, ist, dass sie vermeintlich Risiken trügen, die andere nicht übernehmen könnten und somit der Stabilität des Finanzsystems dienten. Richtig daran ist, dass die Risikobereitschaft der Fonds außerordentlich hoch ist. Das allein trägt jedoch zur Finanzmarktstabilität so viel bei, wie der Pyromane zum Brandschutz. Das Risiko verschwindet keineswegs, sondern ist nur versteckt in der Undurchsichtigkeit der Fonds und ihrer Operationsbasis, den Offshorezentren. Spätestens mit der US-Hypothekenkrise, an der zahlreiche dieser Fonds beteiligt sind, zerbrach der Glaube an das Gute in den Fonds an der Realität.

Derivate

Derivate entstanden ursprünglich aus dem Motiv, den Handel mit landwirtschaftlichen Produkten gegen Preisrisiken, zum Beispiel Missernten, abzusichern.²⁰ Der entsprechende Kontrakt ist ein Derivat, das heißt, er ist von einem anderen Geschäft abgeleitet. Auf gleiche Weise können Derivate sich auf Zinsen, Aktien- und andere Wertpapierkurse oder auf Indizes, wie den Dax oder Dow Jones beziehen. Im Glauben, dass spezialisierte Marktteilnehmer mit bestimmten Marktrisiken besser umgehen können, möchte der Derivatehandel den Markt berechenbar machen.

Die Welt der Derivate hat sich aber längst von der Absicherung von realwirtschaftlichen Geschäften entfernt. Das zeigt allein schon das Wachstum der Branche. Waren Derivate noch 1980 eine zu vernachlässigende Größe, betrug der Umsatz der börsennotierten Kontrakte 1990 bereits 123,4 Billionen USD. 2002 hatte er sich fast auf 693,7 Billionen USD verdreifacht. 80 % des Derivatehandels findet außerbörslich („*over the counter*“) und ohne jegliche aufsichtsrechtliche Kontrolle statt. Derivate sind heute quantitativ die bedeutendste Form der Wertpapiere.

Auch in der US-Hypothekenkrise spielen Derivate eine große Rolle: Im Wissen um die Risiken der Immobilienkredite im so genann-

ten Subprime-Sektor wurden diese Kredite weiterverkauft. Dabei wurde das Risiko auf unterschiedliche Tranchen verteilt. Die unterste Tranche musste das Risiko für das Gesamtvolumen der Kredite tragen. Dafür erhielten deren Käufer eine besonders hohe Risikoprämie. Die hochriskanten Tranchen wurden meist von *Hedge-Fonds* gekauft und weiterverkauft und dabei erneut nach dem o. g. Verfahren zerlegt.

Für Entwicklungsländer kann jener Typus von Derivaten, der auf die Absicherung realwirtschaftlicher Geschäfte zielt, als zweitbeste Lösung nützlich sein, solange die Volatilität auf den Finanzmärkten nicht durch andere Maßnahmen zurückgeht. Da aber die spekulativen Derivate das systemische Risiko erhöhen, sind auch die Ökonomien der Entwicklungsländer bedroht, selbst wenn sie nicht unmittelbar an Geschäften mit spekulativen Derivaten beteiligt sind. Daher ist eine strenge Regulierung dieser Geschäfte aus entwicklungspolitischer Sicht wünschenswert.

Ausblick

Die geschilderten Strukturen und Verfahren haben zu einem tief greifenden Wandel des globalen Wirtschaftssystems geführt. Dabei hat sich das Verhältnis von der Realwirtschaft zum Finanzsektor umgekehrt. War es früher die Funktion der Finanzdienstleister, Handel und Produktion im wahrsten Sinne des Wortes zu „dienen“, dominiert heute die Logik der Finanzmärkte. Der *Shareholder Value*, die ausschließliche Orientierung an der maximalen Rendite, ist zum Maß aller Dinge geworden.

Entwicklung folgt aber einer anderen Rationalität als jener der größtmöglichen Rendite. Für die Überwindung von Armut und Elend ist demokratische, politische Gestaltung entscheidend. Der Markt kann dazu einen Beitrag leisten, wenn er politisch eingeeht und eingebunden ist. Die Finanzmärkte müssen daher so reguliert werden, dass sie in den Dienst von Entwicklung gestellt werden können.

²⁰ Zum Beispiel: Ein Bauer verkauft seine Ernte noch bevor sie ausgebracht ist zu einem fixen Preis an einen Händler. Unabhängig vom Ausgang der Ernte bekommt er den vereinbarten Preis. Der Händler hat das Risiko: Steigen die Preise nach der Ernte, macht er ein Geschäft, fallen sie, macht er Verlust.

APuZ

Nächste Ausgabe

8/2008 · 18. Februar 2008

Benelux

Evelyne Mertens

Die DG im östlichen Belgien – Europa im Kleinen

Dirk Rochtus

Belgien vor dem Kollaps?

Friso Wielenga

Die Benelux aus niederländischer Perspektive

Jürgen Stoldt

Luxemburg – Kern Europas

Georgi Verbeeck

Erinnerungspolitik in Belgien

Johannes Koll

Metropolregion Benelux-NRW

Herausgegeben von
der Bundeszentrale
für politische Bildung
Adenauerallee 86
53113 Bonn.



Redaktion

Dr. Katharina Belwe
Dr. Hans-Georg Golz
(verantwortlich für diese Ausgabe)
Dr. Ludwig Watzal

Redaktionelle Mitarbeit:
Johannes Piepenbrink (Volontär)

Telefon: (0 18 88) 5 15-0
oder (02 28) 9 95 15-0

Internet

www.bpb.de/apuz
apuz@bpb.de

Druck

Frankfurter Societäts-
Druckerei GmbH,
60268 Frankfurt am Main.

Vertrieb und Leserservice

- Nachbestellungen der Zeitschrift
Aus Politik und Zeitgeschichte
- Abonnementsbestellungen der
Wochenzeitung einschließlich
APuZ zum Preis von Euro 19,15
halbjährlich, Jahresvorzugspreis
Euro 34,90 einschließlich
Mehrwertsteuer; Kündigung
drei Wochen vor Ablauf
des Berechnungszeitraumes

Vertriebsabteilung der
Wochenzeitung **Das Parlament**
Frankenallee 71–81,
60327 Frankfurt am Main.
Telefon (0 69) 75 01-42 53
Telefax (0 69) 75 01-45 02
parlament@fsd.de

Die Veröffentlichungen
in *Aus Politik und Zeitgeschichte*
stellen keine Meinungsäußerung
der Herausgeberin dar; sie dienen
der Unterrichtung und Urteilsbildung.

Für Unterrichtszwecke dürfen
Kopien in Klassensatzstärke herge-
stellt werden.

ISSN 0479-611 X

Wolfgang Filc

3-8 **Stabilität des internationalen Finanzsystems**

Effiziente Finanzmärkte sind Voraussetzung für Wirtschaftswachstum. Die Instabilität des internationalen Finanzsystems hat zwei Ursachen: erstens die Privatisierung von Vermögenswertänderungsrisiken durch Deregulierung sowie Rückzug des Staates von Finanzmärkten und zweitens Informationsprobleme.

Heribert Dieter

9-14 **Der IWF auf dem Weg in die Bedeutungslosigkeit?**

Der IWF befindet sich in der schwersten Krise seit seiner Gründung. Die Finanzkrise in den USA schwächt den Fonds weiter, weil die Krise das vom IWF lange favorisierte Modell zur Organisation nationaler Finanzmärkte in Frage stellt. Ein weiteres Problem betrifft den großen Einfluss der Industrieländer.

Makram El-Shagi

15-20 **Weltweite Ansteckung: berechtigte Sorge oder grundlose Panik?**

Nach der Asienkrise 1997 griff der IWF ein, um die Krisenausbreitung auf die Weltwirtschaft zu verhindern. Im vorliegenden Beitrag wird gezeigt, dass die bekannten Mechanismen die befürchtete Ansteckung der Industriestaaten nicht bewirken können. Das Verhalten des IWF müsste daher überdacht werden.

Jan Prieewe

21-26 **Leistungsbilanzdefizit der USA**

Es wird das große US-Leistungsbilanzdefizit untersucht, das mit gravierenden Ungleichgewichten in der Weltwirtschaft verbunden ist. Die Ursachen liegen sowohl in den USA also auch in der mangelnden Ordnung des Weltwährungs- und Finanzsystems, die sich im Zuge der Globalisierung herausgebildet hat.

Hansjörg Herr

27-32 **Das chinesische Wechselkurssystem**

Das Wechselkurssystem Chinas ist durch staatliche Eingriffe geprägt. Leistungsbilanzüberschüsse sind ein Ziel der chinesischen Außenwirtschaftspolitik. Die Wechselkursentwicklung, die durch Kapitalverkehrskontrollen und Devisenmarktinterventionen der chinesischen Zentralbank abgesichert ist, dient dieser Strategie.

Peter Wahl

33-38 **Finanzmärkte als Entwicklungshemmnis**

Obwohl die Finanzströme in die Entwicklungsländer zunehmen und eine Entspannung der Schuldenkrise zu verzeichnen ist, sind die Finanzbeziehungen zwischen Nord und Süd in ihrer heutigen Form problematisch. Eine Entwicklung der Schwellenländer setzt eine politische Regulierung der Finanzmärkte voraus.