

Winkler, Adalbert

**Article — Published Version**

## Globale Ungleichgewichte, Wechselkursregime und Finanzkrise

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Winkler, Adalbert (2008) : Globale Ungleichgewichte, Wechselkursregime und Finanzkrise, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 88, Iss. 11, pp. 723-731, <https://doi.org/10.1007/s10273-008-0862-y>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/43034>

### Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

### Terms of use:

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Adalbert Winkler

# Globale Ungleichgewichte, Wechselkursregime und Finanzkrise

*Als Ursache für die internationale Finanzkrise werden immer wieder die globalen Zahlungsbilanzungleichgewichte genannt. Wie belastbar ist dieser Erklärungsansatz, auch vor dem Hintergrund zunehmender Ungleichgewichte in der Euro-Zone – also in Staaten, die den Wechselkurs ihrer Währungen am Euro orientieren? Mit welchen Problemen werden die Schwellenländer bei der Integration in die globalen Finanzmärkte konfrontiert? Unter welchen Voraussetzungen wird eine Neugestaltung des internationalen Währungs- und Finanzsystems gelingen?*

Die Finanzkrise hat einen großen Stein ins Rollen gebracht. Nahezu alle Aspekte des monetären und finanzwirtschaftlichen Bereichs sollen auf den Prüfstand, angefangen von einzelnen Finanzprodukten bis zur Gestaltung des internationalen Weltwährungssystems. Zwar sind sich die meisten Beobachter einig, dass der Auslöser der Krise im US-Markt für zweitklassige Hypothekenkredite, in der Art und Weise der Kreditvergabe (Solvenzproblem) sowie der Form der Weiterreichung an die Kapitalmärkte (Liquiditätsproblem) zu suchen ist. Doch angesichts der Dimension der Krise scheint es als nahezu unfassbar zu gelten, dass schlichte Mängel in der Kreditvergabe sowie eine Überforderung der Kapitalmärkte bei der Transformation illiquider Kredite in liquide Wertpapiere die entscheidenden Krisenursachen darstellen können.

In der langen Liste anderer Faktoren, die die Krise verursacht haben können, nehmen die globalen Ungleichgewichte, das hohe Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten sowie die entsprechenden Überschüsse der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, einen prominenten Platz ein. Dies ist verständlich, da diese Konfiguration der Leistungsbilanzsalden seit vielen Jahren als „unhaltbar“ eingestuft wurde. Die Krise spiegelt daher scheinbar jene „ungeordnete Korrektur“ der Salden wider, vor der so oft gewarnt wurde. Entsprechend stellen die globalen Ungleichgewichte eine zentrale Ursache, die Designprobleme bei der Verbriefung zweitklassiger Hypotheken dagegen nur einen Auslöser der Verwerfungen dar.<sup>1</sup>

Im Folgenden wird argumentiert, dass diese Sicht der Dinge zu kurz greift. Zum einen sind die Ungleichgewichte, die im Mittelpunkt der Diskussion der letzten

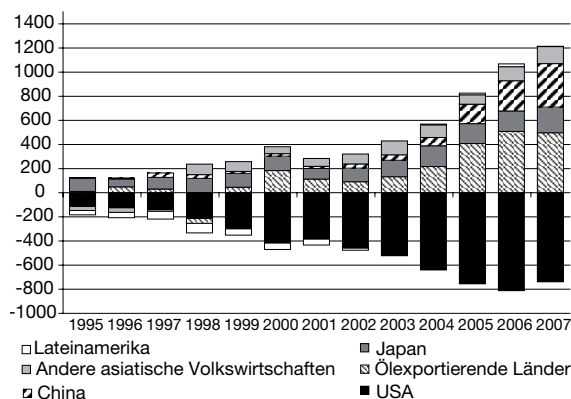
Jahre standen, Ungleichgewichte in der „Dollar-Zone“, also von Staaten, die den Wechselkurs ihrer Währungen am US-Dollar orientieren (Peripherie der „Dollar-Zone“). Vergleichbare Ungleichgewichte sind jedoch auch in der „Euro-Zone“ zu beobachten gewesen, also bei Staaten, die entweder dem Euro-Währungsgebiet (EWU) angehören oder – wie die meisten Länder Mittel-, Ost- und Südosteuropas – den Wechselkurs ihrer Währungen am Euro orientieren (Peripherie der „Euro-Zone“). Insofern ist die Weltwirtschaft seit Ende der neunziger Jahre von zwei Währungsblöcken gekennzeichnet, die ähnliche makroökonomische Entwicklungen, einschließlich wachsender Divergenzen der Leistungsbilanzsalden aufweisen. Zum anderen weist die derzeitige Finanzkrise nicht die Symptome auf, die als Folge einer „ungeordneten Korrektur“ der Ungleichgewichte erwartet wurden. Zwar hat der US-Dollar zwischen August 2007 und Sommer 2008 gegenüber dem Euro und anderen Währungen abgewertet. Aber der vorhergesagte Zinsanstieg, der ein externes Finanzierungsproblem der USA angezeigt hätte, war nicht zu beobachten. Im Gegenteil, wie in früheren Perioden krisenhafter Entwicklungen im US-Finanzsystem, die nicht im Kontext globaler Ungleichgewichte stattfanden, sanken in den USA sowohl die kurz- als auch die langfristigen Zinsen.

Es waren daher auch nicht die Ungleichgewichte sondern die zinspolitische Reaktion der Zentren auf die Finanzkrise, die die Integrität der beiden Währungszonen gefährdete. Denn solange sich die konjunkturelle Entwicklung in den Peripherien von jener in den Zentren abzukoppeln drohte, war die Geldpolitik der Zentren für beide Zonen insgesamt zu expansiv. Die Folge waren steigende Inflationsraten, und der Wirtschaftspolitik in den aufstrebenden Volkswirtschaften fiel es zusehends schwer, den Preisanstieg ohne Rückgriff

*Prof. Dr. Adalbert Winkler, 46, ist Professor für Development Finance und Akademischer Leiter des Centre for Development Finance an der Frankfurt School of Finance & Management.*

<sup>1</sup> Vgl. zum Beispiel Bank für Internationalen Zahlungsausgleich: Jahresbericht, Basel 2008.

**Abbildung 1**  
Entwicklung der Ungleichgewichte  
in der „US-Dollar-Zone“  
(Leistungsbilanzsalden in Mrd. US-\$)

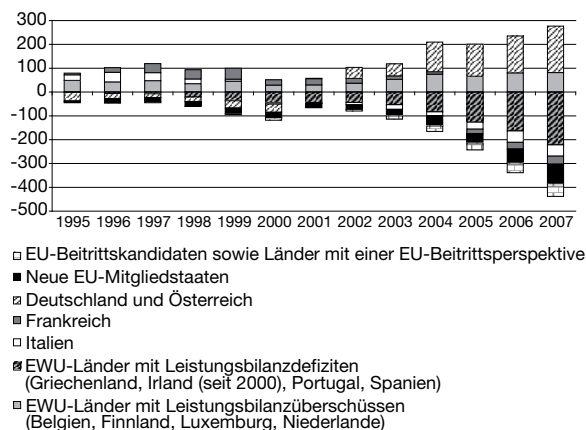


auf eine autonome Geldpolitik zu begrenzen. Entsprechend wurde erwartet, dass einige Länder in beiden Währungszone ihre Wechselkursregime zumindest flexibler gestalten würden, um der Inflationsbekämpfung einen größeren Spielraum zu geben.

Der Konkurs von Lehman Brothers sowie seine Folgen für die Stabilität der Finanzsysteme und die realwirtschaftliche Entwicklung in den USA und dem Euro-Währungsgebiet führten zu einem abrupten Ende dieser Episode. Sehr schnell glitten eine Reihe aufstrebender Volkswirtschaften in ein Währungskrisenszenario ab, das von einer Überschussnachfrage nach Dollar- und Euroliquidität gekennzeichnet ist. Damit wurde deutlich, dass die Strategien für die Integration in das globale Finanzsystem, für die sich die Peripherien nach den Finanz- und Währungskrisen Ende der neunziger Jahre entschieden hatten, das Risiko einer plötzlichen Umkehr der Kapitalströme nur begrenzt eindämmen können, wenn der Ursprung der Krise in den entwickelten Volkswirtschaften liegt. Die asiatische Integrationsstrategie des Reservenbaus und der Leistungsbilanzüberschüsse kommt ins Wanken, wenn die Exportnachfrage aus den entwickelten Volkswirtschaften, insbesondere den USA, wegzubrechen droht. Die Integrationsstrategie der mittel-, ost- und südosteuropäischen Volkswirtschaften, ihr Finanzsystem überwiegend auf der Basis von Banken aus dem Euro-Währungsgebiet zu entwickeln, gerät in Schwierigkeiten, wenn diese Banken selbst von einer Finanzkrise betroffen sind.

Die Finanzkrise zeigt daher, dass in einer real- und finanzwirtschaftlich immer enger verbundenen Welt, unilaterale Strategien aufstrebender Volkswirtschaften zur Begrenzung der Risiken, die mit dem Eintritt in das internationale Finanzsystem verbunden sind, auf Dau-

**Abbildung 2**  
Entwicklung der Ungleichgewichte  
in der „Euro-Zone“  
(Leistungsbilanzsalden in Mrd. US-\$)



Quellen: IWF, eigene Berechnungen.

er kaum tragfähig sind. Eine Neugestaltung des internationalen Währungs- und Finanzsystems, die nun auf der Tagesordnung steht, wird deshalb dann erfolgreich sein, wenn sie aufstrebenden Volkswirtschaften bessere Antworten auf die Frage ermöglicht, wie sie Kapitalmobilität und Wechselkursstabilität miteinander verbinden können.

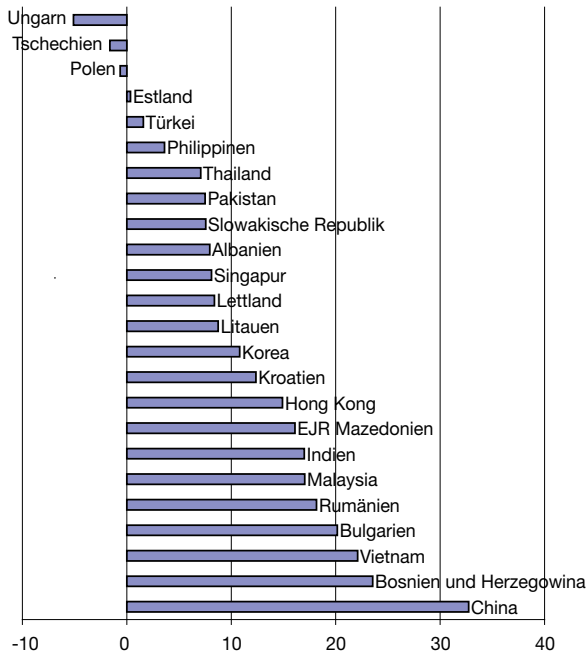
#### Divergierende Leistungsbilanzsalden innerhalb der „Dollar-Zone“ und der „Euro-Zone“

Die globalen Ungleichgewichte nahmen Anfang dieses Jahrzehnts Kontur an, als – im Gegensatz zu früheren Konjunkturzyklen – das US-Leistungsbilanzdefizit trotz nachlassender wirtschaftlicher Aktivität in den USA weiter anstieg, um im Aufschwung der Jahre 2003-2006 noch zuzunehmen. Die Gegenposition bildeten Staaten, die durch eine starke wechselkurspolitische Anbindung an den US-Dollar gekennzeichnet sind. Dazu gehörten – neben Japan – zunächst vor allem die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, die von der Asienkrise 1997 besonders stark betroffen waren (Hongkong, Indonesien, Korea, Malaysia und Thailand). Mit dem Anstieg der Öl- und Rohstoffpreise seit 2000 kamen die öl- und rohstoffreichen Staaten hinzu. Schließlich weist seit 2002 China rasch wachsende Leistungsbilanzüberschüsse auf. Die globalen Ungleichgewichte sind daher Ungleichgewichte innerhalb der „Dollar-Zone“ (vgl. Abbildung 1).<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Zum Begriff vgl. S. Jen, C. St-Arnaud: The Structural Integrity of the „De Facto Dollar Zone“, Morgan Stanley, Global Economic Forum, 2006. Andere bevorzugen die Bezeichnung „Bretton Woods II“, vgl. M.P. Dooley, D. Folkerts-Landau, P.M. Garber: An Essay on the Revived Bretton Woods System, NBER Working Paper, Nr. 9971, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2003.

**Abbildung 3**  
**Währungsreserven in aufstrebenden**  
**Volkswirtschaften Europas und Asiens**

(in % des BIP, Veränderung 2007 gegenüber 1999 in Prozentpunkten)



Quellen: IWF, eigene Berechnungen.

Die „Dollar-Zone“ besteht schon lange.<sup>3</sup> Nach der Asien-Krise war jedoch erwartet worden, dass zumindest die großen aufstrebenden Volkswirtschaften – dem Bipolar view<sup>4</sup> über nachhaltige Wechselkursregime bei freiem Kapitalverkehr folgend – verstärkt zu flexiblen Wechselkursen übergehen würden. Diese Erwartung erfüllte sich nicht. Zwar gab es – von Ausnahmen abgesehen – keine Rückkehr zur offiziellen Wechselkursfixierung. Erhebliche Interventionen am Devisenmarkt und der damit verbundene Aufbau von Währungsreserven, sowie eine nur zögerliche Liberalisierung des Kapitalverkehrs weisen jedoch darauf hin, dass selbst Länder, die ihre Wechselkursregime flexibler gestaltet haben, weit von dem Verhalten entfernt sind, das Industrieländer mit flexiblen Wechselkursen auszeichnet.<sup>5</sup>

<sup>3</sup> So weisen die ölreichen Golfstaaten seit den siebziger Jahren eine US-Dollar-Bindung auf. Auch viele Volkswirtschaften in Emerging Asia betreiben seit vielen Jahren eine am US-Dollar orientierte Geld- und Wechselkurspolitik.

<sup>4</sup> Vgl. S. Fischer: Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? Distinguished Lecture on Economics in Government, American Economic Association and the Society of Government Economists, Delivered at the Meetings of the American Economic Association, New Orleans, 6. Januar 2001; <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.htm>

<sup>5</sup> Vgl. dazu auch H. Remsperger, A. Winkler: Emerging markets and the global monetary system: The challenge of rising inflation, in: *Intereconomics*, Vol. 43 (2008), Nr. 5, S. 268-276.

Es gibt mehrere Gründe, die die Rückkehr zu einer wechselkursorientierten Geldpolitik erklären. So haben die aufstrebenden Volkswirtschaften ihren Anteil am globalen Handel von Gütern und Dienstleistungen erheblich steigern können, so dass sie ein Interesse an vergleichsweise stabilen Wechselkursen haben.<sup>6</sup> Viele Länder benötigen zudem weiterhin einen externen monetären Anker, auch weil die Voraussetzungen für eine autonome Geldpolitik, insbesondere ein entwickeltes Finanzsystem, nicht gegeben sind. Schließlich sind die bekannten „fear of floating“-Argumente zu nennen, die kleine, offene Volkswirtschaften davor zurückschrecken lassen, den Wechselkurs vollständig zu flexibilisieren.

Auch in Europa haben die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften nach den Währungs- und Finanzkrisen der neunziger Jahre an einer wechselkursorientierten Politik festgehalten, die sich allerdings nicht am US-Dollar, sondern am Euro ausrichtet. Entsprechend kann seit Anfang dieses Jahrzehnts währungspolitisch von einer „Euro-Zone“ gesprochen werden, die neben den Mitgliedsländern des Euro-Währungsgebietes selbst die Länder Mittel-, Ost- und Südosteuropas umfasst. Weitgehend unbeachtet blieb, dass innerhalb der „Euro-Zone“ in den letzten Jahren ebenfalls eine immer stärkere Divergenz der Leistungsbilanzsalden zu beobachten war: Steigenden Defiziten in den südlichen Ländern des Euro-Währungsgebietes und den Staaten Mittel-, Ost- und Südosteuropas standen wachsende Leistungsbilanzüberschüsse in den übrigen Mitgliedsländern der EWU gegenüber (vgl. Abbildung 2).<sup>7</sup>

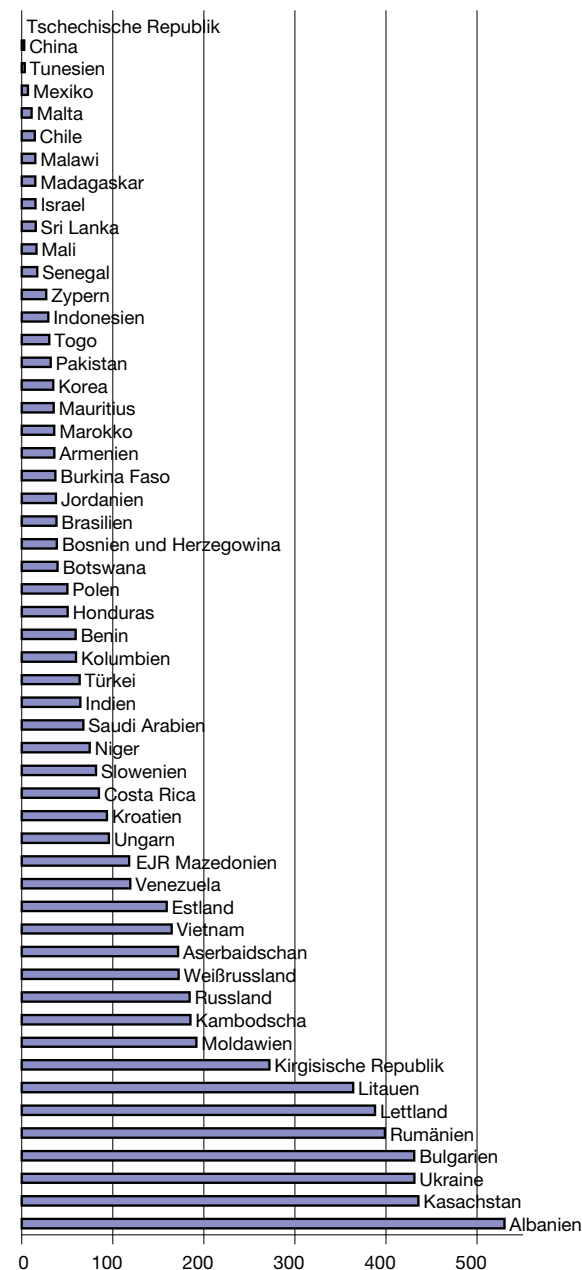
Die Diskussion der letzten Jahre bezog sich jedoch fast ausschließlich auf die Ungleichgewichte in der „Dollar-Zone“, während jene der „Euro-Zone“ kaum thematisiert wurden. Dies kann darauf zurückgeführt werden, dass Leistungsbilanzsalden innerhalb des Euro-Währungsgebietes nicht krisenrelevant sind, da sie per Definition keine Wechselkurs- und Zinsimplikationen haben können. Das Euro-Währungsgebiet insgesamt hat aber eine annähernd ausgeglichene Leistungsbilanz. Zudem verhalten sich die Ungleich-

<sup>6</sup> Vgl. P. Lane, G.M. Milesi-Feretti: The Drivers of Financial Globalization, IIS Discussion Paper 238, Dublin 2008. Insofern kann davon gesprochen werden, dass sich die „impossible trinity“, also die Unvereinbarkeit von freiem Kapitalverkehr, autonomer Geldpolitik und festen Wechselkursen in Richtung „inconsistent quartet“ weiterentwickelt hat, wonach bei der Wahl des Wechselkursregimes auch der Grad der güterwirtschaftlichen Verflechtung von Volkswirtschaften zu berücksichtigen ist; zum Begriff vgl. T. Padoa-Schioppa: The external value of the euro, Remarks at the 3rd DVFA/GMCC Dinner on 3 December 1998 in Frankfurt am Main, [www.ecb.int](http://www.ecb.int)

<sup>7</sup> Zur Divergenz der Leistungsbilanzsalden innerhalb der EWU vgl. A. Ahearne, B. Schmitz, J. von Hagen: Current Account Imbalances in the Euro Area, mimeo 2007.

**Abbildung 4**  
**Bankkredite an den privaten Sektor in**  
**aufstrebenden Volkswirtschaften**

(in % des BIP, prozentuale Veränderung 2007 gegenüber 2000)



Quellen: IWF, eigene Berechnungen.

gewichte in Europa theoriekonform: die aufholenden Volkswirtschaften inner- wie außerhalb des Euro-Währungsgebietes verzeichnen Defizite, die Länder mit höherem Pro-Kopf-Einkommen dagegen Überschüsse. Schließlich sind die Leistungsbilanzdefizite in Mittel-, Ost- und Südosteuropa – in absoluten Zahlen ausgedrückt – vergleichsweise gering und daher systemisch

relativ unbedeutend. Allerdings wird seit einigen Jahren davor gewarnt, dass – vergleichbar der Asienkrise – die Defizitländer außerhalb der EWU mit einer plötzlichen Umkehr der Kapitalströme und damit einer Währungs- und Finanzkrise konfrontiert sein könnten.<sup>8</sup>

#### Gleichlaufende makroökonomische Entwicklungen in „Dollar-Zone“ und „Euro-Zone“

„Dollar-“ und „Euro-Zone“ wiesen in den letzten Jahren weitgehend gleichlaufende makroökonomische Entwicklungen auf. Die wechselkursorientierte Politik der aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien und Europa implizierte die weitgehende Übernahme der Geldpolitik der Federal Reserve bzw. der EZB, die von einem raschen Aufbau der Währungsreserven abgesichert wurde. Dies gilt vor allem für jene Länder, die durch einen besonders hohen Grad der Wechselkursfixierung gegenüber dem US-Dollar und dem Euro gekennzeichnet sind (vgl. Abbildung 3), und zwar weitgehend unabhängig von Vorzeichen und Höhe des Leistungsbilanzsaldos. So stieg zum Beispiel das Verhältnis aus Währungsreserven und heimischen Bruttoinlandsprodukt in Bosnien und Herzegowina sowie Bulgarien fast ebenso stark wie in China, obwohl Bosnien und Bulgarien hohe Leistungsbilanzdefizite aufwiesen, China dagegen hohe Leistungsbilanzüberschüsse zu verzeichnen hatte.

Die Übernahme der US- und europäischen Geldpolitik ging mit einem kräftigen Rückgang der Realzinssätze einher, der vor dem Hintergrund großer Angebotsüberhänge auf den Güter- und Arbeitsmärkten zunächst fast ausschließlich zu Mengeneffekten, also einem starken Wirtschaftswachstum in beiden Regionen führte. In den letzten beiden Jahren wurden die Mengeneffekte jedoch zunehmend von Preiseffekten ergänzt. Dies war einerseits auf Überhitzungserscheinungen zurückzuführen, da in einigen Ländern die Angebotsüberschüsse auf den Arbeitsmärkten weitgehend erschöpft waren. Andererseits war der Inflationsschub Folge des von der globalen wirtschaftlichen Dynamik geförderten Anstiegs der Preise für Rohstoffe und Agrarprodukte, die in den repräsentativen Warenkörben der Peripherieländer einen vergleichsweise hohen Anteil aufweisen.

#### Leistungsbilanzsalden und finanzielle Integration

Während die aufstrebenden Volkswirtschaften in beiden Währungszonen ähnliche Entwicklungen bei Wachstum und Inflation zu verzeichnen hatten, erzielten die asiatischen Volkswirtschaften hohe und/oder

<sup>8</sup> Vgl. z.B. B. Eichengreen, O. Choudhry: Managing Capital Flows: Eastern Europe in an Asian Mirror, University of California, Berkeley 2005.



wachsende Leistungsbilanzüberschüsse,<sup>9</sup> die Staaten Mittel-, Ost- und Südosteuropas dagegen (hohe und/oder wachsende) Leistungsbilanzdefizite. Eine Ursache für die divergierende Entwicklung der Leistungsbilanzsalden in den Peripherien der beiden Währungszone liegt in der US-Wirtschaftspolitik, die im Vergleich zur Politik im Euro-Währungsgebiet stärkere antizyklische Akzente setzte, also von einer expansiveren Geld- und Fiskalpolitik gekennzeichnet war.<sup>10</sup> Grundsätzlich wiesen Geld- und Fiskalpolitik in den USA und der EWU in den letzten Jahren jedoch ähnliche Verlaufsmuster auf. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, warum durchaus vergleichbare Politiken im Zentrum mit so gegenläufigen Leistungsbilanzentwicklungen in der Peripherie einhergingen.<sup>11</sup>

Ein Ansatz, die Divergenz der Leistungsbilanzentwicklung in den Peripherien beider Währungszone analytisch zu erfassen, zielt auf die unterschiedlichen Integrationsbedingungen in den globalisierten Finanzmärkten, mit denen die aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien und Europa nach den Finanz- und Währungskrisen Ende der neunziger Jahre konfrontiert waren.<sup>12</sup> Emerging Europe eröffnete sich mit der Perspektive des Beitritts zur Europäischen Union die Möglichkeit, dem Finanzsystem des Zentrums und – sofern die Maastricht-Kriterien erfüllt werden – dem Euro-Währungsgebiet beizutreten. Die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften in Europa haben daher nach den Währungs- und Finanzkrisen der neunziger Jahre ihre nationalen Finanzsysteme geöffnet und auf eine neue institutionelle Basis gestellt, indem sie einen massiven Markteintritt ausländischer Banken, insbesondere aus der EWU, ermöglichten. Erhebliche Kapitalzuflüsse, nicht zuletzt von den Konzernzentralen an die Unternehmenstöchter, führten zu einer starken Ausweitung des heimischen Kreditgeschäfts (vgl. Abbildung 4). Ergebnisse waren ein von der Bin-

nennachfrage, Investitionen und Konsum, getriebener Wachstumsprozess und (hohe) Leistungsbilanzdefizite.

Emerging Asia musste aus den Turbulenzen Ende der neunziger Jahre dagegen die Schlussfolgerung ziehen, dass es bei einer plötzlichen Umkehr der internationalen Kapitalströme auf sich allein gestellt ist. Das Scheitern der im Meltzer-Report enthaltenen Ansätze, einen internationalen Lender of last resort zu schaffen,<sup>13</sup> verdeutlichte zudem, dass sich daran auch in der Zukunft nichts ändern wird. Die asiatischen Volkswirtschaften haben daher eine Politik der vorsichtigen Öffnung des Kapitalverkehrs betrieben und sich vor allem darum bemüht, externe Verwundbarkeiten soweit wie möglich zu reduzieren. Zudem haben sie versucht, über den Aufbau von Währungsreserven, das Fehlen eines internationalen Lenders of last resort durch Selbstversicherung wettzumachen.<sup>14</sup> Ergebnisse waren ein auf die Exportnachfrage gestützter Wachstumsprozess und (hohe) Leistungsbilanzüberschüsse. Die asiatischen Volkswirtschaften hatten vermutlich keine andere Wahl. Zwar hätten sie – dem Beispiel Emerging Europe folgend – ihre Finanzsysteme ebenfalls komplett ausländischen Investoren öffnen können. Fraglich bleibt aber, ob dieses Angebot auf eine große Nachfrage gestoßen wäre. Denn der Eintritt der EWU-Banken in Mittel-, Ost- und Südosteuropa wäre wohl nicht in diesem Maße erfolgt, wenn es nicht die EU-Beitrittsperspektive gegeben hätte (bzw. geben würde). Es ist wohl diese(r) Beitritt(s)perspektive zum europäischen Markt, die die Attraktivität von Direktinvestitionen – nicht nur im Finanzsektor, sondern auch in der Realwirtschaft – begründet, und zwar nicht nur aus ökonomischer Sicht, sondern auch aus politischer, rechtlicher und regulatorischer Sicht. Zwar entsprechen in einigen Ländern der Region die „governance“ Standards (noch) nicht denen in der EU-15. Aber die (Aussicht auf) rechtliche und politische Sicherheit von Investitionen und Finanzbeziehungen ist erheblich größer als für jede andere Region. Insofern stellt die europäische Lösung einen Sonderfall dar, mit den Herausforderungen der finanziellen Globalisierung umzugehen.<sup>15</sup>

<sup>9</sup> Der seit Beginn des Jahrzehnts zu beobachtende Anstieg der Öl- und Rohstoffpreise führte zu einer starken Verbesserung der Leistungsbilanzposition der öl- und rohstoffreichen Volkswirtschaften. Dies ist verständlich, da sich die betroffenen Länder einerseits um Konsumglättung, andererseits um eine die Generationen übergreifende Verteilung des Öl- und Rohstoffreichtums bemühen, indem sie begrenzte natürliche Ressourcen zumindest teilweise durch Finanzaktiva ersetzen. Vgl. dazu ECB: Oil-exporting countries: key-structural features, economic developments and oil revenue recycling, in: Monthly Bulletin, Juli 2007, S. 75-86.

<sup>10</sup> Vgl. P. Aghion: A Primer on Innovation and Growth, Bruegel Policy Brief 2006/06, Brüssel 2006.

<sup>11</sup> Da sich die aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien und Europa in einem rasanten Konvergenzprozess befinden, sagt die Theorie zudem – unabhängig von Geldpolitik und Wechselkursregime – Leistungsbilanzdefizite zum Zweck der Konsumglättung voraus.

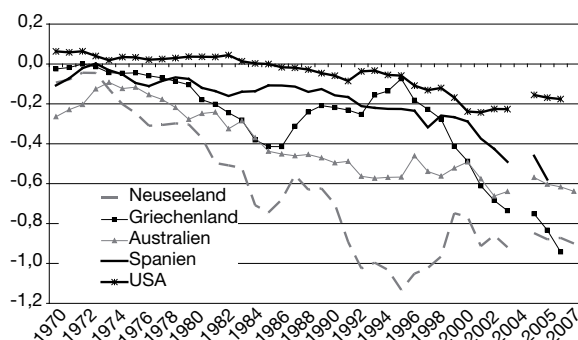
<sup>12</sup> Vgl. dazu ausführlich S. Herrmann, A. Winkler: Real Convergence, Financial Markets, and the Current Account – Emerging Europe versus Emerging Asia, ECB Occasional Paper Series Nr. 88, Juni 2008.

<sup>13</sup> Vgl. International Financial Advisory Commission: Report to the US Congress on Reform of the Development Banks and the International Financial Regime, Washington, DC, 2000.

<sup>14</sup> Vgl. M. Obstfeld, J.C. Shambaugh, A. M. Taylor: Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves, CEPR Discussion Paper Nr. 6693, London 2008.

<sup>15</sup> Vgl. dazu auch E. Berglöf, P. Bolton: The great divide and beyond. Financial architecture in transition, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 16 (2002), Nr. 1, S. 77-100; sowie R. Stulz: The limits of financial globalization, in: Journal of Finance, Vol. 60 (2005), Nr. 4, S. 1595-1638.

**Abbildung 5**  
**Nettoauslandsposition**  
**ausgewählter Volkswirtschaften**  
 (in % des BIP)



Quellen: P. Lane, G.M. Milesi-Feretti: The Drivers of Financial Globalization, IIS Discussion Paper 238, Dublin 2008 (bis 2004), IWF Artikel IV Berichte, eigene Berechnungen.

#### Ungleichgewichte und Finanzkrise – entwickelte Volkswirtschaften

Die Entwicklungen der Leistungsbilanzsalden in den Peripherieländern der „Dollar-Zone“ und „Euro-Zone“ spiegeln daher nicht nur unterschiedliche Wirtschaftspolitiken im Zentrum, sondern auch unterschiedliche Bedingungen der Integration in das globale Finanzsystem wider. Aber wurde damit nicht der Keim für die derzeit zu beobachtende Krise gesät, indem sie zu unhaltbaren Leistungsbilanzdefiziten der USA auf der einen und der europäischen Peripherie auf der anderen Seite geführt haben?

Hohe Leistungsbilanzdefizite gelten aus zwei Gründen als potentielle Krisenverursacher: sie können ein Solvenzproblem, also eine Überschuldung des jeweiligen Landes auslösen, oder zu einem Liquiditätsproblem werden, also in einer Währungskrise enden. Die USA haben weder vom Niveau noch vom Verlauf der Nettoauslandsverbindlichkeiten ein besonders dringliches Verschuldungsproblem (vgl. Abbildung 5). Eine Analyse der die Schuldendynamik bestimmenden Faktoren zeigt,<sup>16</sup> dass dies vor allem darauf zurückzuführen ist, dass

- die USA auf ihre Auslandsforderungen im Durchschnitt einen höheren Zins erzielen als sie auf ihre Auslandsverbindlichkeiten entrichten müssen;
- die Auslandsverbindlichkeiten der USA fast ausschließlich auf US-Dollar, die Auslandsforderungen jedoch auf Fremdwährung lauten. Damit erzielen die

USA bei jeder Abwertung Kapitalgewinne, während ihre Verbindlichkeiten unverändert bleiben.

- das US-Wachstum den auf die US-Auslandsverbindlichkeiten zu zahlenden Zinssatz leicht übertraf.

Dagegen hatten andere Volkswirtschaften, darunter auch einige Staaten der „Euro-Zone“ in den letzten Jahren einen wesentlich stärkeren Anstieg der Nettoauslandsverbindlichkeiten zu verzeichnen, so dass ihre Nettoauslandsverbindlichkeiten – gemessen am jeweiligen Bruttoinlandsprodukt – das US-Niveau deutlich übertreffen.<sup>17</sup>

Die These von einer „ungeordneten Korrektur“ des US-Leistungsbilanzdefizits stellte auch weniger auf ein Solvenz-, als vielmehr auf ein Liquiditätsproblem ab. Gemeint war ein Währungskrisenszenario, in dem – vergleichbar den Ereignissen in Asien und anderen Emerging markets der neunziger Jahre – die Gläubiger der Vereinigten Staaten nicht mehr bereit sind, das US-Leistungsbilanzdefizit zu den herrschenden Wechselkurs- und Zinskonditionen zu finanzieren. Thematisiert wurde also ein rapider Vertrauensverlust in den US-Dollar, der sich z.B. in einem plötzlichen Verzicht von Zentralbanken und Staatsfonds ausdrückt, Dollarreserven zu akkumulieren bzw. einen beträchtlichen Teil dieser Reserven in Euro oder andere Währungen umzuschichten. Dies würde die „mother of all monetary crisis“<sup>18</sup> auslösen, möglicherweise sogar das Ende der Rolle des US-Dollar als dominierende internationale Währung einleiten.

Auch dieses Krisenszenario ist nicht eingetreten. Zwar hat der US-Dollar gegenüber dem Euro seit 2000 trendmäßig, und mit Ausbruch der Finanzkrise bis in den Sommer 2008 noch einmal stark abgewertet.<sup>19</sup> Die langfristigen US-Zinsen sind jedoch stets dem von der Federal Reserve vorgegebenen Kurs gefolgt. Die USA hatten also noch nicht jenes Finanzierungsproblem, das aufstrebende Volkswirtschaften in Perioden einer kräftigen Abwertung ihrer Währung kennzeichnet. Es

<sup>17</sup> Dabei ist allerdings zu beachten, dass das Konzept der Nettoauslandsverbindlichkeiten auch Verbindlichkeiten in Form von Eigenkapital ausländischer Investoren aufweist. Dies bedeutet, dass die Rendite aus dieser Forderung nicht fixiert ist, sondern von der ökonomischen Entwicklung des Schuldnerlandes abhängt. Angesichts der Tatsache, dass gerade in den neuen EU-Mitgliedstaaten und den EU-Kandidatenländern Direktinvestitionen eine besonders große Rolle spielen, ist dieser Zusammenhang hier besonders zu berücksichtigen.

<sup>18</sup> Vgl. F. Bergsten: How to Solve the Problem of the Dollar, in: Financial Times, 11. Dezember 2007.

<sup>19</sup> Dabei reflektierten Fluktuationen im US-\$/Euro-Wechselkurs vor allem (Erwartungen über) den relativen geldpolitischen Kurs der Federal Reserve und der EZB sowie den (Erwartungen über) Wachstumsdifferenziale zwischen den USA und der EWU. Vgl. dazu auch M. Fratzscher: US Shocks and Global Exchange Rate Configurations, ECB Working Paper Nr. 835, Frankfurt a.M. 2007.

<sup>16</sup> Vgl. G. Meredith: Debt Dynamics and Global Imbalances: Some Conventional Views Reconsidered, IMF Working Paper Nr. 07/4, Washington, DC, 2007.

gibt auch keine Anzeichen für größere Umschichtungen der Währungsreserven vom US-Dollar zu anderen Währungen, einschließlich des Euro.<sup>20</sup>

Das Krisenszenario ist nicht eingetreten, gerade weil der US-Dollar die Leitwährung der von ihm geprägten Währungszone darstellt. Denn der Status einer Leitwährung innerhalb einer Währungszone ist vergleichbar mit dem Status der heimischen Währung in einer geschlossenen Volkswirtschaft oder innerhalb einer Währungsunion: Sie stellt die ultimative Quelle von Liquidität dar und kann daher nicht Gegenstand einer Liquiditätskrise werden. Insofern befinden sich Spanien/Deutschland und die USA/China in der gleichen Situation: der Aufbau gegenseitiger Nettoauslandsverbindlichkeiten und -forderungen kann nicht in einer Währungskrise enden, solange China am US-Dollar als Leitwährung festhält. Es ist folglich genau umgekehrt wie in den Asien-Krisenszenarien angenommen wird: der Verlust der Leitwährungsfunktion wird nicht durch eine Krise ausgelöst, sondern erst muss eine Währung die Leitwährungsfunktion verlieren, damit es überhaupt zu einer Krise kommen kann.<sup>21</sup>

Die derzeit zu beobachtende Finanzkrise hat daher auch nicht den Charakter einer Währungskrise, sondern folgt dem Muster einer klassischen Liquiditätskrise.<sup>22</sup> Ein makroökonomischer Solvenzschock, der Rückgang der Immobilienpreise in den USA, führte zur Illiquidität der strukturierten Wertpapiere, da das Originate-to-distribute-Modell eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen den ursprünglichen Kreditnehmern und den letztendlichen Haltern der Wertpapiere begründete. Als sinkende Immobilienpreise Zweifel an der Solvenz der Wertpapiere auslösten, kam es zu einem „run“: alle Marktteilnehmer wollten ihre Papiere verkaufen, fanden aber keine

Käufer, so dass der Markt zusammenbrach.<sup>23</sup> Mit dem rapiden Preisverfall der Papiere sprang die Unsicherheit auf den Geldmarkt über, der nach dem Konkurs von Lehman Brothers dann ebenfalls fast vollständig zum Erliegen kam. Mit anderen Worten: Die Krise wurde nicht von ausländischen Investoren ausgelöst, die auf US-Dollar laufende Papiere verkaufen wollten, sondern von amerikanischen und ausländischen Investoren, die alle Papiere verkaufen wollten, deren Wert mit der Entwicklung am US-Immobilienmarkt verknüpft war. Entsprechend ist der globale Charakter der Krise auch nicht auf die Konfiguration der Leistungsbilanzsalden zurückzuführen, sondern spiegelt in erster Linie die in den letzten Jahren stark gewachsene Verflechtung der Finanzmärkte der Industrieländer wider.<sup>24</sup> Insofern ist es folgerichtig, dass im Mittelpunkt der weltweiten Bemühungen vor allem eine Neuordnung des internationalen Finanzsystems steht, also das Setzen allgemeingültiger Regeln und Standards, um dieser Verflechtung gerecht zu werden, und weniger die Neuordnung des internationalen Währungssystems.

## Ungleichgewichte und Finanzkrise – aufstrebende Volkswirtschaften

Die aufstrebenden Volkswirtschaften waren von der Finanzkrise – von einigen Ausnahmen abgesehen – zunächst relativ unberührt, und zwar unabhängig vom Vorzeichen des Leistungsbilanzsaldos.<sup>25</sup> Dennoch wurde gerade in den ersten Monaten nach Ausbruch der Krise der Zusammenhalt beider Währungszone einem ersten Test unterzogen. Der Grund waren jedoch nicht die Leistungsbilanzdefizite und die steigenden Auslandsverbindlichkeiten der USA bzw. der Peripherieländer in der „Euro-Zone“, sondern die zunehmende Asymmetrie der konjunkturellen Entwicklung von Zentrum und Peripherie. Dies galt in besonderem Maße für die „Dollar-Zone“. Denn als die Federal Reserve auf die Finanzkrise und die Konjunkturabschwächung in den USA mit schnellen Zinssenkungen reagierte, stand dieser geldpolitische Kurs im Widerspruch zu einem nach wie vor hohem Wirtschaftswachstum und steigender Inflation in der Peripherie. Aus geldpolitischer Sicht waren in diesen Ländern folglich Zinserhöhungen und keine Zinssenkungen angezeigt. Konsequenterweise wurde zum Beispiel den Golfstaaten auch geraten, die US-Dollar-Bindung ihrer Währungen aufzugeben und zu flexib-

<sup>20</sup> Die Unabhängigkeit der USA in der Gestaltung ihrer Wirtschaftspolitik wird auch in der Wirkung der Fiskalpolitik auf Zins- und Wechselkurs in Krisenzeiten deutlich. Während Ende der neunziger Jahre in Asien und anderen Emerging markets Eingriffe des Staates zur Stützung des Finanzsystems als krisenverschärfend angesehen wurden, also zu höheren Zinsen und einer stärkeren Abwertung der eigenen Währung führten, ist das Eingreifen der US-Regierung in der jüngsten Finanzkrise trotz der (potentiell) hohen fiskalischen Kosten als Maßnahme der Vertrauensbildung gewertet worden, ohne erkennbar negative Wirkungen auf Zins und Wechselkurs.

<sup>21</sup> Für eine Währungsunion ist diese, auf den ersten Blick vielleicht überraschende Feststellung, vergleichsweise einleuchtend. Um es an dem oben erwähnten Beispiel zu verdeutlichen: die spanischen Leistungsbilanzdefizite können nur dann zu einer Währungskrise führen, nachdem die Währungsunion zerbrochen ist, Deutschland und Spanien also wieder zwei getrennte Währungen haben.

<sup>22</sup> Vgl. dazu auch C.W. Calomiris, G. Gorton: The Origins of Banking Panics, in: R.G. Hubbard (Hrsg.): Financial Markets and Financial Crises, Chicago 1991, S. 109-173; sowie G. Gorton: The Panic of 2007, NBER Working Paper Nr. 14358, Cambridge, MA, 2008.

<sup>23</sup> Vgl. J. Krahn: Die Stabilität von Finanzmärkten: Wie kann die Wirtschaftspolitik Vertrauen schaffen?, in: Johann-Wolfgang-Goethe Universität Working Paper Series Finance and Accounting, Nr. 164, Frankfurt a.M. 2006.

<sup>24</sup> Vgl. F. Fecht, H.P. Grüner, P. Hartmann, M. Lo Duca: Financial Globalization and Stability, Frankfurt a.M. 2007, mimeo.

<sup>25</sup> Vgl. IMF: World Economic Outlook, Washington, DC, April 2008.



len Wechselkursen überzugehen.<sup>26</sup> Ähnlich wurde mit Blick auf die Situation in China argumentiert. Im Kern handelt es sich um die gleichen Überlegungen, die vor mehr als dreißig Jahren zum Auseinanderfallen des Systems von Bretton Woods führten. Die Gefahr, den Status einer Leitwährung zu verlieren, drohte dem US-Dollar daher nicht von der Leistungsbilanz, sondern von einer zunehmenden Unvereinbarkeit des geldpolitischen Kurses der Federal Reserve mit der Preisniveaustabilität in den Peripherieländern.<sup>27</sup>

Ähnliche Überlegungen wurden auch für die „Euro-Zone“ formuliert. Denn angesichts hoher Wachstumsraten und steigender Inflation, insbesondere in Ländern mit einem vergleichsweise festen Wechselkurs, wurden Zweifel laut, ob es unter diesen monetären Bedingungen, also der Übernahme der EZB-Geldpolitik, den Ländern überhaupt gelingen kann, das Inflationskriterium des Maastricht-Vertrages zu erreichen.<sup>28</sup> Ungarn reagierte, indem es die einseitig formulierte Wechselkursbandbreite von  $\pm 15\%$  aufgab und zu einem frei schwankenden Wechselkurs überging.

Zwischen dem Ausbruch der Finanzkrise im August 2007 und dem Sommer 2008 war die Integrität beider Währungszone also vor allem dadurch gefährdet, dass sich die Konjunktorentwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften von der im Zentrum abzukoppeln drohte. Denn – so die Theorie optimaler Währungsräume – in einer solchen Situation ist es der Geldpolitik im Zentrum nicht möglich, Preisniveaustabilität für die gesamte Währungszone zu sichern. Zwar haben die Peripherieländer die Möglichkeit, über fiskal- und einkommenspolitische Maßnahmen gegenzusteuern.<sup>29</sup> Doch auf Dauer ist eine einheitliche Geldpolitik nur dann sinnvoll, wenn die betroffenen Volks-

wirtschaften hinreichend symmetrisch verlaufende Konjunkturzyklen aufweisen.<sup>30</sup>

Der Konkurs von Lehman Brothers führte zu einer grundlegenden Änderung der Situation, da er weltweit einen starken Anstieg der Nachfrage nach US-Dollar und Euro-Liquidität auslöste. Damit erreichte die Krise die Kapital- und Devisenmärkte der aufstrebenden Volkswirtschaften, erneut weitgehend unabhängig von Höhe und Vorzeichen der Leistungsbilanzsalden. Dagegen spielte die Form der Integration in die globalen Finanzmärkte bei der Übertragung des Liquiditätsschocks eine wichtige Rolle. Finanz- und Devisenmärkte der asiatischen Volkswirtschaften gerieten auch deshalb unter Druck, weil angesichts der Erwartungen eines Konjunkturerinbruchs in den USA die Grundlage des bisher so erfolgreichen Modells exportgetriebenen Wachstums in Frage gestellt wurde. In Emerging Europe wurde angesichts der schwieriger und teurer werdenden Refinanzierung am heimischen Geldmarkt hinterfragt, wie sehr die EWU-Mutterkonzerne weiterhin bereit und in der Lage sein werden, ihre in der Region tätigen Tochterbanken zu unterstützen.<sup>31</sup> Besonders groß wurden die Schwierigkeiten jedoch in jenen Ländern, deren Bankensysteme zu einem signifikanten Teil aus Instituten bestehen, die über keine Mutterkonzerne mit Zugriff auf die von der Europäischen Zentralbank und der Federal Reserve bereitgestellten Liquiditätsfazilitäten verfügen. Bei hohen auf Euro oder US-Dollar laufenden Verbindlichkeiten, sei es in Form von Depositen (inoffizielle Euroisierung/Dollarisierung) oder kurzfristigen Schuldverschreibungen sehen sie sich – einschließlich der dortigen Zentralbanken – mit einer Nachfrage nach Euro oder US-Dollar konfrontiert, die sie ohne Hilfe des jeweiligen Lenders of last resort, also der EZB und der Federal Reserve, kaum befriedigen können. Eine Ausnahme sind allein jene Länder, die – wie zum Beispiel Russland – über so hohe Reservenbestände verfügen, dass sie diese Nachfrage zumindest bisher allein schultern konnten.

Damit sind die aufstrebenden Volkswirtschaften erneut mit dem Asien-Krisen-Szenario konfrontiert. Im Gegensatz zu 1997/98 reagieren die Zentralbanken des Zentrums, der internationale Währungsfonds sowie die EU-Kommission jedoch stärker im Sinne eines Lenders of last resort. So hat die Federal Reserve in Form von Währungsswaps mit Zentralbanken von vier aufstrebenden Volkswirtschaften die Dollar-Liquidität

<sup>26</sup> Vgl. B. Setser: The Case for Exchange Rate Flexibility in Oil-Exporting Economies, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief 07-8, Washington, DC, 2007.

<sup>27</sup> Erneut ist der Vergleich mit einer Währungsunion sinnvoll, um diese Konsequenz zu verdeutlichen: Deutschland wird die Währungsunion nicht wegen spanischer oder anderer Leistungsbilanzdefizite verlassen, sondern – konzentriert man sich allein auf ökonomische Motive – allenfalls dann, wenn die gemeinsame europäische Geldpolitik zwar im Euro-Währungsgebiet Preisniveaustabilität erzielen würde, in Deutschland jedoch mit einer hohen Inflationsrate einherginge; vgl. dazu auch B. Eichengreen: The Breakup of the Euro Area, NBER Working Paper Nr. 13393, Cambridge, MA, 2007.

<sup>28</sup> Vgl. L. Bini Smaghi: Real convergence in Central, Eastern and South-Eastern Europe, Speech delivered at the ECB Conference on central, eastern and south-eastern Europe, Frankfurt, 1. Oktober 2007, [http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp071001\\_2.en.html](http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp071001_2.en.html)

<sup>29</sup> Sofern es sich nicht um EU-Mitgliedstaaten handelt, sind zudem administrative Maßnahmen möglich, die die Wirkungen einer restriktiven einheimischen Geldpolitik zumindest in Teilen erreichen sollen.

<sup>30</sup> Vgl. dazu auch M. Bordo, H. James: One World Money, Then and Now, NBER Working Paper 12189, Cambridge, MA, 2006.

<sup>31</sup> Vgl. dazu auch R. De Haas, I. Van Lelyveld: Internal capital markets and lending by multinational bank subsidiaries, EBRD Working Paper, Nr. 105, London 2008.

außerhalb der Vereinigten Staaten um bis zu 120 Mrd. US-\$ erhöht. Das gleiche Instrument nutzte die Europäische Zentralbank, um dem Euro-Liquiditätsbedarf in Ungarn zu begegnen. IWF und EU-Kommission haben begonnen, Hilfspakete zugunsten von Volkswirtschaften mit hohem US-Dollar- oder Euro-Liquiditätsbedarf zu schnüren.

### **Finanzkrise, Ungleichgewichte und Weltwährungssystem**

Die Finanzkrise verdeutlicht daher Schwächen der Integrationsstrategien in die globalen Finanzmärkte, die die aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien und Europa nach den Krisen am Ende der neunziger Jahre eingeschlagen haben, und die mit zu den globalen Ungleichgewichten geführt haben. Die erste Schwäche besteht in der unilateralen Rückkehr zur Wechselkursstabilisierung. Denn bei freiem Kapitalverkehr bedeutete dies, die Geldpolitik der Federal Reserve oder der EZB zu übernehmen und alle Anpassungslasten den anderen Wirtschaftspolitiken, insbesondere der Fiskalpolitik, zu überlassen. Dies ist zwar in gewissem Maße möglich.<sup>32</sup> Doch legen die Erfahrungen der vergangenen Jahre, insbesondere der Periode zwischen dem Ausbruch der Finanzkrise und dem Konkurs von Lehman Brothers, nahe, dass dieser Politik Grenzen gesetzt sind, und zwar sowohl mit Blick auf die heimische als auch die internationale Inflationsentwicklung. Da die aufstrebenden Volkswirtschaften aus den genannten Gründen vor dem Wechsel zu flexiblen Wechselkursen zurückschrecken,<sup>33</sup> hätte es einer international abgestimmten Wirtschaftspolitik bedurft. Im Mittelpunkt hätte dabei die Koordinierung der Makropolitiken in Zentrum und Peripherie, insbesondere von Fiskal- und Wechselkurspolitik, mit dem Ziel stehen müssen, Überhitzungserscheinungen zu bekämpfen. Fast als Begleiterscheinung wäre es dann vermutlich auch zu einem Rückgang der Ungleichgewichte gekommen.<sup>34</sup>

<sup>32</sup> Vgl. C. Allsopp, D. Vines: The Macroeconomic Role of Fiscal Policy, in: Oxford Review of Economic Policy, 21 (4), 2005, S. 485-508.

<sup>33</sup> Die empirische Evidenz zum Wechselkurs als Anpassungsinstrument außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte ist zudem bestenfalls gemischt. So haben in den vergangenen Jahren eine Reihe von Ländern mit flexiblen Wechselkursen hohe Leistungsbilanzdefizite (Australien, Großbritannien, Neuseeland) bzw. -überschüsse (Japan, Schweden, Schweiz) erzielt, ohne dass es zu einer entsprechend starken Auf- oder Abwertung der Währungen gekommen ist. Dies deckt sich mit den Erfahrungen, die die Industrieländer bereits in den siebziger und achtziger Jahren sammelten. Vgl. M. Chinn, S.-J. Wei: A Faith-based Initiative: Do We Really Know that a Flexible Exchange Rate Regime Facilitates Current Account Adjustment, mimeo 2008 sowie R.I. McKinnon: Floating Exchange Rates 1973-74: The Emperor's New Clothes, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 3 (1976), Nr. 1, 79-114.

<sup>34</sup> Vgl. z.B. B. Eichengreen, Y.C. Park: The Dollar and the Policy Mix Redux, Paper presented at the Korean Development Institute, März 2004.

Die zweite Schwäche der von den aufstrebenden Volkswirtschaften verfolgten Integrationsstrategien in die internationalen Finanzmärkte besteht in der inhärenten Begrenztheit der eigenen Möglichkeiten, in einem auf den internationalen Währungen, US-Dollar und Euro, aufbauenden globalen Finanzsystem, das plötzliche Versiegen bzw. die Umkehr von Kapitalströmen konterkarieren zu können. Reservenauflauf und Leistungsbilanzüberschüsse bzw. die Einladung an Banken aus dem Zentrum, sich in der Peripherie zu engagieren, reduzieren zwar die Notwendigkeit eines internationalen Lenders of last resort. Die Erfahrungen nach dem Konkurs von Lehman Brothers legen jedoch nahe, dass sie in einer interdependenten Welt nicht ausreichen, wenn Grundannahmen, auf denen die Risikominimierungsstrategien aufbauen, erschüttert werden. So sind die asiatischen Volkswirtschaften betroffen, weil der Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität in den Industriestaaten einen starken Einbruch bei den Exporten befürchten lässt, und damit die bisherige Wachstumsstrategie untergräbt. Die Volkswirtschaften in Emerging Europe sind betroffen, weil die Finanzkrise im Zentrum ausbrach, und folglich die Tochterunternehmen der westlichen Banken ihren Zentralen folgen und die Kreditvergabe zurückschrauben.

Die Finanzkrise zeigt daher, dass in einer real- und finanzwirtschaftlich immer enger verbundenen Welt unilaterale Strategien aufstrebender Volkswirtschaften zur Begrenzung der Risiken, die mit dem Eintritt in das internationale Finanzsystem verbunden sind, auf Dauer kaum tragfähig sind. Insofern sind die Rufe nach einem neuen Bretton Woods verständlich. Eine neue Weltfinanz- und Weltwährungsordnung wird ihrem Namen allerdings nur dann gerecht werden, wenn sie die Schwächen des bisherigen Systems überwindet: das Fehlen von Kriterien und Mechanismen, in einem globalisierten Finanzsystem gemeinsam Wechselkursrelationen und Wirtschaftspolitiken zu gestalten bzw. das Fehlen eines institutionalisierten internationalen Lenders of last resort, der aufstrebenden Volkswirtschaften die Sicherheit vermittelt, dass eine auf die Binnennachfrage setzende Wachstumsstrategie nicht zwangsläufig mit einer Währungs- und Finanzkrise enden muss. Verschiedene Ansätze, die in diese Richtung gehen, sind seit der Asien-Krise vorgeschlagen worden.<sup>35</sup> Die Chancen, dass sie aufgegriffen werden, sind diesmal deshalb besser, weil die Krise ihren Ursprung gerade nicht in der Peripherie, sondern im Zentrum hat.

<sup>35</sup> Vgl. – neben dem Meltzer-Report – z.B. J. Williamson: Reference Rates and the International Monetary System, Policy Analyses in International Economics, 82, Washington 2007.