

Hannes Androsch

Wechselkurssysteme und Wirtschaftskrisen

Dieser Beitrag stammt aus dem Buch „Ein Steuermann in stürmischen Zeiten – Erinnerungen an Stephan Koren zum 90. Geburtstag (1919–1988)“, herausgegeben von Dkfm. Dr. Heinz Kienzl und Prof. Herbert Krejci, Wien 2009.

Die Sachverhalte in diesem Buch wurden von Autoren und Verlegern sorgfältig erwogen und geprüft. Dennoch kann eine Garantie nicht übernommen werden. Eine Haftung der Autoren beziehungsweise der Verleger und ihrer Beauftragten für Personen-, Sach- und Vermögensschäden ist ausgeschlossen.

Wir danken der Oesterreichischen Nationalbank für ihre freundliche Unterstützung bei der Verwirklichung dieses Buches.

Umschlaggestaltung: Robert Kalina

Impressum und Auskünfte:

Paul Lazarsfeld-Gesellschaft für Sozialforschung

Maria Theresien-Straße 24/4

A-1010 Wien

Tel.: (01) 319 44 45

Herausgeber: Dkfm. Dr. Heinz Kienzl, Prof. Herbert Krejci

Inhalt

Wechselkurssysteme und Wirtschaftskrisen	4
Der klassische Goldstandard (1880–1914)	8
Das Bretton-Woods-System (1945–1971)	19
Systeme mit flexiblen Wechselkursen	28
Die globale Finanzkrise 2008	38
Empfehlungen für die Bewältigung der Krise	55
Literaturverzeichnis	59
Zum Autor	61

Wechselkurssysteme und Wirtschaftskrisen¹

~ Hannes Androsch ~

“No single exchange rate regime is right for all countries or at all times” Jeffrey Frankel (1999)

„Der Zustand des Geldwesens eines Volkes ist Symptom aller seiner Zustände“. Joseph A. Schumpeter (1929)

Stephan Koren kannte sich aus mit Wirtschaftskrisen und nahm in den wichtigen strategischen Themen, mit denen er in der Ausübung seines Amtes konfrontiert war, stets eine eindeutige und kompromisslose Haltung ein. Als Finanzminister in der österreichischen Bundesregierung von 1968 bis 1970 hatte er unmittelbar mit den letzten Nachwehen des Bretton-Woods-Systems zu tun. Ein Teil seiner Amtszeit als Finanzminister überschneidet sich mit der von keinem Geringeren als Paul Volcker, der als Unterstaatssekretär im amerikanischen Finanzministerium für internationale Finanzangelegenheiten verantwortlich war. Und während Dr. Koren in den Jahren von 1978 bis 1988 der Oesterreichischen Nationalbank als Präsident vorstand, war Paul Volcker fast zur selben Zeit Vorsitzender der US-Notenbank, des Federal Reserve Systems.

¹ Der Autor dankt Ciarán Cassidy und Wilhelm Hankel für ihre Unterstützung und ihre Vorschläge bei der Abfassung dieses Beitrags.

Die beiden Persönlichkeiten hatten aber viel mehr gemeinsam als ihre scheinbar parallel verlaufenden Karrieren. Paul Volcker wird oft zugeschrieben, dass er in den 1980er-Jahren die Inflation in den USA erfolgreich unter Kontrolle gebracht hat. Dies gelang ihm durch die konsequent restriktive Geldpolitik, wobei er sich oft mit starker politischer Opposition auseinandersetzen musste. Stephan Koren war überzeugter Verfechter der Hartwährungspolitik und Kritiker defizitfinanzierter Staatsausgaben. Stabiles Wirtschaftswachstum bei geringer Inflation war eines seiner wichtigsten Ziele. Es ist also offensichtlich, dass die beiden Persönlichkeiten viel gemeinsam hatten.

Ich habe das Thema für meinen Beitrag teilweise aufgrund der aktuellen internationalen Finanzkrise gewählt, die gegenwärtig im Zentrum des wirtschaftlichen Diskurses steht und zu der Stephan Koren wohl einiges beizutragen gehabt hätte. Finanzkrisen werden in der öffentlichen Wahrnehmung oft mit den Wechselkursen in Zusammenhang gebracht und zwar insofern, als die Wechselkurse gewissermaßen als Verursacher für die Finanzkrise gelten. Eine der wichtigsten Maßnahmen nach einer Krise ist die Reformierung des Wechselkurssystems und seiner institutionellen Verankerung. Erwartungsgemäß haben wir kürzlich den Ruf nach einem „neuen Bretton Woods“ vom französischen Staatspräsidenten Sarkozy und der deutschen Bundeskanzlerin Merkel vernommen.

Meiner Ansicht nach ist jedoch nicht so sehr das System selbst problematisch, sondern viel mehr die Art und Weise, wie das System betrieben wurde. Wir haben den Goldstandard abgeschafft, als er den herrschenden Ansprüchen nicht mehr genügte – erst später haben wir erkannt, dass das Problem eher auf menschliches Versagen denn auf einen fachlichen Fehler zurückzuführen war. Dasselbe gilt auch für das Bretton-

Woods-System, das durch eine Überschwemmung der internationalen Wirtschaft mit US-Dollar untergraben wurde. Es war eine unmittelbare Folge der US-Politik: der Krieg in Vietnam, die große Sozialreform „Great Society“ im eigenen Land und das Raumfahrtprogramm – all diese zusätzlichen öffentlichen Ausgaben mussten ohne Steuermehereinnahmen finanziert werden. Sie sollten durch eine größere Geldmenge ermöglicht werden, und ein großer Teil der Überschüsse wurde in die internationale Wirtschaft freigesetzt.

Schließlich wurde klar, dass die Vereinigten Staaten ihre Konvertibilitätsverpflichtungen bei kurzfristigen Dollarverbindlichkeiten außerhalb der USA nicht länger erfüllen konnten; erkannt und verkündet wurde diese Schieflage vom französischen Staatspräsidenten Charles de Gaulle und seinem Berater Jacques Rueff. Entgegen den Erwartungen sollte der Dollar aber weiterhin eine Rolle als internationale Tauschwährung und Rechnungseinheit spielen, nämlich auf der Grundlage einer von Henry Kissinger mit der saudi-arabischen Regierung im Jahr 1974 geschlossenen Vereinbarung, die letztlich den Petrodollar-Standard etablierte. Von diesem Zeitpunkt an durfte Öl nur noch in US-Dollar berechnet und fakturiert werden. Dies führte zu einem massiven Petro-Dollar-Recycling, das 1982 das erste Opfer forderte, als Mexiko zahlungsunfähig wurde.

Im Augenblick scheint sich die Geschichte wiederholen zu wollen, obwohl bis heute noch niemand einen überzeugenden Zusammenhang zwischen dem Wechselkurssystem und der Finanzkrise herstellen konnte.

In meinem Beitrag verfolge ich drei Zielsetzungen: Erstens sollen die drei wichtigsten Wechselkurssysteme der Welt seit der Mitte des 19. Jahrhunderts analysiert werden: der Goldstandard, Bretton Woods

und die Freigabe der Wechselkurse (Floating) 1973 sowie die zahlreichen Paradigmenwechsel seither. Ich möchte auf die Hintergründe und Prinzipien jedes dieser Systeme eingehen und aufzeigen, warum sie (eine Zeit lang) funktionierten bzw. warum sie schlussendlich versagten. Wir werden sehen, dass die Hauptursache für das Scheitern in jedem Fall in unserem Unvermögen lag, das System im Rahmen seiner inhaltlichen Vorgaben anzuwenden. Dieser Exkurs soll unsere Erinnerung an die historischen Tatsachen auffrischen und uns dazu anhalten, die Vergangenheit nicht zu verklären. Dieses Thema nimmt den Großteil meines Artikels ein.

Ein weiteres Ziel ist die Analyse der globalen Finanzkrise von 2008, die sicherlich lange Zeit tiefe Spuren in unserer Psyche hinterlassen wird. In diesem Zusammenhang bin ich der Ansicht, dass die Ursache, oder vielmehr die Ursachen, sehr komplex sind und nicht einfach auf die Gier des kapitalistischen Systems reduziert werden können. Wir müssen vielmehr das Wechselspiel langfristiger weltweiter Wirtschaftstrends und vermehrt die Mikro-Entwicklungen auf den nationalen Kapitalmärkten genauer betrachten.

Abschließend möchte ich ein paar Lösungsansätze für das Problem unterbreiten, wobei diese eher geeignet sind, den Krieg zu beenden als den nachfolgenden Frieden zu regeln. Kurzfristig ist es unsere wichtigste Aufgabe, den Kollaps des Finanzsystems zu stoppen. Langfristig ist aber die Voraussetzung – und diese ist klarer denn je –, dass kein Land unbeschränkt über seine Verhältnisse leben kann, auch wenn institutionelle Gegebenheiten wie der Reservewährungsstatus der inländischen Geldmenge diese Bedingung aufzuweichen scheinen. Andererseits wird die langfristige Stabilität des Systems gleichermaßen durch Länder gefähr-

det, die merkantilistische Prinzipien verfolgen und Wachstum und Wohlstand durch die Konzentration auf Exporte und Unterdrückung der Nachfrage im Inland erreichen wollen. In diesem Zusammenhang denken wir an die Volkswirtschaften Asiens, insbesondere China, dessen politische Stabilität weitgehend vom Export-dominierten Wachstum abhängig ist.

Lassen Sie uns aber vorerst das Wechselkurssystem und dessen Zusammenhang mit der Finanzkrise betrachten.

Der klassische Goldstandard (1880–1914)

In den letzten 150 Jahren haben wir drei Mal einen grundsätzlichen Systemwandel erlebt, dazwischen verschiedenste Varianten und Spielarten dieser drei Systeme: der klassische Goldstandard, der seinen Höhepunkt als weltweites System Ende des 19. Jahrhunderts erreichte, das Bretton-Woods-System auf Basis der Stufenflexibilität (*Adjustable Peg*), das mehr oder weniger erfolgreich ab Ende des Zweiten Weltkriegs bis Ende 1971 in Kraft war, und die generelle Freigabe der Wechselkurse (*Floating*) ab 1973.

In Europa gibt es seit 1999 ein viertes System: die Wirtschafts- und Währungsunion (WWU), obwohl diese allerdings eher ein regionales System ist als ein globales. Die WWU ist auch weit mehr als ein Wechselkurssystem. Dennoch kann man die zu Grunde liegende Währung, also den Euro, als einen der drei Pfeiler des entstehenden, dreipoligen weltweiten Währungssystems neben dem Dollar und dem Yen betrachten (Androsch, 2008a).

Gemeinhin wird der Goldstandard als das einfachste, effizienteste und stabilste System der Währungsbeziehungen zwischen mehreren Ländern betrachtet, das es jemals gegeben hat. Der Goldstandard sorgte automatisch für einen Ausgleich im Falle von Zahlungsbilanzungleichgewichten zwischen einzelnen Ländern, stellte automatisch und selbstkorrigierend Preisstabilität her und stabilisierte den internationalen Kapitalverkehr, der die Wechselkurse im Rahmen ihrer gesetzlichen Paritäten hielt. Mit dem Ausbruch des Ersten Weltkriegs fand er ein jähes Ende. In der Folge wurden Versuche unternommen, ihn wieder in der einen oder anderen Form zu etablieren. Und er hat seit damals die romantische Faszination von Gold als geldwertes Vermögen und als sicheres Mittel zum Erhalt des Reichtums gefördert.

Denn seine Performance war beeindruckend: Der Goldstandard sorgte für eine lang andauernde Periode stabiler Wechselkurse, und die Paritäten blieben innerhalb einer geringen Schwankungsbreite von ca. 1%. Zu dieser Zeit konnten sich die Arbeitskräfte international frei bewegen, die Investoren hatten relativ guten Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten und es gab keine Devisenkontrollen zwischen den einzelnen Ländern.

Die Theorie hinter dem System. Die Funktionsweise des Systems wurde mit drei einfachen Mechanismen erklärt. Als Antwort auf den Merkantilismus, deren Vertreter der Meinung waren, dass ein Land durch ständige Überschüsse im Außenhandel reich und durch konstante Defizite arm werde, entwickelte David Hume den sogenannten Goldautomatismus (*Price-Specie-Flow-Mechanismus*). Dieser schien für zwei Länder mit einem gemeinsamen Goldstandard perfekt zu passen. Hume hatte behauptet, dass ein Defizitland Goldreserven verliert, wodurch die

Geldmenge reduziert und die Nachfrage im Inland gebremst wird. Auf diese Weise sinkt die Nachfrage nach Importen und es stehen mehr Waren für den Export zur Verfügung. Das Überschussland kann Geldreserven ansammeln, was die Nachfrage im Inland steigert und die Menge der heimischen, für den Export zur Verfügung stehenden Waren reduziert und die Nachfrage nach Importen aus dem Defizitland erhöht. Ergo wirkt ein Zahlungsbilanzdefizit oder -überschuss dank des Goldflusses von den Defizitländern in die Überschussländer und dank der daraus resultierenden symmetrischen Auswirkung auf die Nachfrage in den beiden Ländern automatisch selbstregulierend.

John Stuart Mill entwickelte den Preisstabilitäts-Mechanismus: In einem Goldstandard-Land ist Gold die Rechnungseinheit; die Werte aller anderen Waren werden indirekt in Bezug auf Gold festgelegt. Eine Überversorgung mit Gold bedeutet Inflation, da der Goldpreis fällt und alle anderen Preise in Bezug auf Gold und Währung steigen. Goldknappheit bedeutet aus genau den umgekehrten Gründen Deflation. Wenn Gold knapp ist, steigt sein relativer Preis (Deflation), sodass die Goldsuche intensiviert wird (und es somit wahrscheinlich auch zu neuen Goldfunden kommt). Das wirkt der Erhöhung des Goldpreises entgegen. Wenn es genügend Gold gibt, fällt der Preis (Inflation) und die Goldsuchaktivitäten gehen zurück. Dies führt gewöhnlich zu einem erneuten Anstieg des Goldpreises. Mill vertrat die Ansicht, dass Fluktuationen im relativen Goldwert die Schürftaktivitäten und somit die Menge neuer Goldfunde beeinflussen (so wie auch heutzutage der steigende Realwert von Erdöl die Förderung und somit die Menge neuer Ölfunde ankurbelt).

Die Annahme, dass die Wechselkursstabilisierung auch automatisch funktionieren sollte, entstand aus dem vollen Vertrauen aller Beteiligten

darauf, dass sämtliche Abweichungen von der Wechselkursparität rasch durch die zuständige Zentralbank korrigiert werden würden. Sollte beispielsweise das Pfund Sterling gegenüber dem französischen Franc an Wert verlieren, so würden sich die Spekulanten auf die britische Währung stürzen, um von den mit Sicherheit zu erwartenden Wertzuwächsen zu profitieren, die sich nach den Korrekturmaßnahmen der britischen Zentralbank ergeben. Solche spekulative Geldströme hätten jedoch eine stabilisierende Wirkung, da die daraus resultierende Nachfrage nach Pfund Sterling die Wechselkursparität korrigieren würde, ohne dass die britische Zentralbank eingreifen muss.

Die Realität. Funktioniert hat der Goldstandard dann doch etwas anders. Das hat zuerst einmal damit zu tun, dass die Wirtschaft sich nicht so verhielt, wie es diese einfachen Mechanismen voraussagten, zumindest nicht kurzfristig. Wie so oft bei einfachen Mechanismen in der Volkswirtschaftslehre funktionieren sie in der Praxis trotz ihrer theoretischen Logik und sachlichen Eleganz oft nicht. Der Goldstandard wurde auch nicht geschaffen, weil er offensichtlich so hervorragend funktionierte – tatsächlich war seine Einführung durchsetzt von Krisen, ja sogar Aussetzungen, und seine wirkliche Blütezeit dauerte nur 34 Jahre.

Die Arithmetik des Goldstandards. In einem Land mit Goldstandard wird, und das ist der Unterschied zu anderen volkswirtschaftlichen Systemen, der Goldpreis mit einem fixen Währungsbetrag festgelegt (z.B. 35 USD pro Feinunze) und die vollständige Konvertibilität sowohl im eigenen Land als auch international sichergestellt. Wenn erforderlich, sind die Behörden verpflichtet, auf dem Goldmarkt einzugreifen und den Goldpreis in Bezug auf die Landeswährung zu fixieren.

Schwierig wird es im Falle einer Inflation, wenn das durchschnittliche Preisniveau in Bezug auf die Währung steigt. Nehmen wir der Einfachheit halber einen allgemeinen Preisanstieg von 10% an. Der Goldpreis ist jedoch von den Behörden festgesetzt und darf nicht steigen. Dies ist ein klassisches Beispiel für die Intervention der Regierung auf einem Markt und die Festlegung eines Höchstpreises unter dem Gleichgewichtspreis.

In unserem Beispiel der inflationären Wirtschaft gibt es kein Problem bei den Märkten, auf denen die Warenpreise um 10% gestiegen sind. Die Währung ist jedoch in Bezug auf Gold ubewertet und Gold ist unterbewertet in Bezug auf die Währung und alle anderen Waren. Aus diesem Grund ist der Ankauf von Gold höchst sinnvoll (weil es billig ist) und die Nachfrage nach Gold wird steigen. Die Regierung muss weiterhin verkaufen, um den Preis aufrechtzuerhalten. Das geht aber nur so lange, wie die Vorräte reichen.

Früher oder später muss die Regierung Hilfsmaßnahmen ergreifen: (1) die Währung in Bezug auf Gold abwerten (z.B. auf 38,5 USD pro Feinunze, sodass der Goldpreis also auch um 10% gestiegen ist), (2) eine restriktive Wirtschaftspolitik betreiben, sodass die Preise um 10% sinken und wieder ihr früheres Niveau erreichen oder (3) Gold nicht mehr für Geld verkaufen, also die Konvertibilität aufheben. Die dritte Option bedeutet die Aufhebung des Goldstandards. Option (1) ist zwar möglich, geht aber mit einem Verlust an Glaubwürdigkeit und nationalem Prestige einher, sodass üblicherweise Option (2) zur Anwendung kam.

Die Entstehung des Goldstandards. Es gibt zwar keinen offiziellen Beginn des Goldstandards, es wird aber weitgehend angenommen, dass er als internationaler Standard seit ca. 1880 existierte und etwa bis

zum Ausbruch des Ersten Weltkrieges im Jahr 1914 aufrecht war (Eichengreen und Flandreau, 2005). Obwohl Großbritannien bereits 1821, oder vielleicht sogar noch früher, einen Goldstandard eingeführt hatte, folgten andere Länder, einschließlich Indien als eine der größten Kolonien, nur langsam dem Beispiel Großbritanniens. Indien führte den Goldstandard erst 1898 ein. Einer der Gründe für diesen späten Zeitpunkt war die Angst vor einer Inflation, zu der es nach neuen Goldfunden kommen könnte.

Außerdem bevorzugten viele Länder einen Silber- oder Bimetallstandard: also Gold- und Silbermünzen mit gleichem Wert, die gleichzeitig in Umlauf sind, oder die Konvertibilität einer Papierwährung in Gold oder Silber. Frankreich war das führende Land mit Bimetallstandard und legte beinahe über das gesamte Jahrhundert das Tauschverhältnis zwischen Silber und Gold mit 15,5:1 fest.

Erst in der Mitte des 19. Jahrhunderts führte eine Reihe von Ländern, eines nach dem anderen und aus verschiedensten Gründen, den Goldstandard für seine Währungen ein. Dadurch konnte der Goldstandard eine kritische Masse erreichen, sodass ein positiver Netzwerkeffekt entstand und der Standard für immer mehr Teilnehmer interessant wurde. Die Diskussion „Gold oder Silber“ hielt aber an. Im Jahr 1896 war dies das Hauptthema bei den amerikanischen Präsidentschaftswahlen.

Der Demokratische Kandidat William Jennings Bryan setzte sich damals für ein Silberprägungsprogramm ein und schlug vor, den Markt mit Silbermünzen zu überschwemmen, um der Deflation und Depression entgegenzuwirken, unter der die Vereinigten Staaten schon seit vielen Jahren litten (vergleichbar mit der Reaktion der US-Notenbank Fed

während der Dotcom-Krise im Jahr 2000 und der Finanzkrise von 2007/08, als sie Liquidität in die Finanzmärkte pumpte). Dieser Vorschlag wurde von manchen Schuldnergruppen wie z. B. den kleinen Farmern besonders begrüßt, deren Schulden sich durch die Inflation verringert hätten. Der Republikanische Kandidat McKinley trat für den Goldstandard zur Wiedererlangung von Wohlstand ein, was als nicht-inflationär betrachtet wurde und von Gläubigergruppen wie z. B. den Banken unterstützt wurde.

McKinley gewann die Wahlen, und die Vereinigten Staaten traten dem Goldstandard offiziell im Jahr 1900 bei, wobei der Dollar bereits seit 1873 in Gold konvertierbar war. Im Lauf der 1870er-Jahre führten alle großen Volkswirtschaften den Goldstandard ein bzw. nahmen bereits an dem System teil. Dazu gehörten unter anderem Deutschland und Japan (1871), die Lateinische Münzunion (Belgien, Schweiz, Frankreich, Italien und Griechenland) im Jahr 1873, die Skandinavische Währungsunion (Dänemark, Norwegen und Schweden) im Jahr 1875, Spanien (1876) und Finnland (1878). Bis zum Jahr 1880 war der Goldstandard voll etabliert.

In Österreich indessen verschwammen die Konturen. Im Jahr 1857 wurden zwar Goldmünzen eingeführt, ihre Verwendung beschränkte sich aber vorrangig auf den Zahlungsverkehr mit Ländern, die bereits den Goldstandard implementiert hatten. Nach dem Ausgleich zwischen Österreich und Ungarn im Jahr 1867 stellte die Doppelmonarchie Überlegungen zur Einführung einer Währung mit Golddeckung an. Dies wurde jedoch durch den Widerstand von Interessensgruppen verzögert, die hofften, von dem Wettbewerbsvorteil auf Grund einer abgewerteten österreichischen Währung zu profitieren. Im Jahr 1892 schließlich

wurde die Prägung von Goldmünzen beschlossen und die Goldwährung wurde im Jahr 1900 gesetzliches Zahlungsmittel. Die Goldmünzen waren aber nie als vorwiegendes Zahlungsmittel in Umlauf, denn die Österreicher bevorzugten Papiergeld und die Goldmünzen landeten zwangsläufig wieder in den Tresoren der Banken.

Kein einheitliches System. Der Goldstandard war jedoch in den teilnehmenden Ländern nicht einheitlich. Goldmünzen waren in relativ wenigen Ländern allgemein in Umlauf, beispielsweise in den USA, Frankreich und Deutschland. Einige Staaten, z. B. Großbritannien und die USA, gaben nicht nur Goldmünzen aus, sondern hauptsächlich Papiergeld, das vollständig in Gold konvertierbar war. Oft war es den Ländern erlaubt, weniger als 100% Gold zur Deckung ihrer Währung zu halten. Manche Länder durften einen Teil ihrer Reserven in Form von Forderungen in Währungen halten, die in Gold konvertierbar waren, so z.B. Österreich-Ungarn oder Schweden, oder sie durften ihre Reserven sogar gegen Entrichtung einer Abgabe unter 100% fallen lassen, wie in Österreich-Ungarn, Russland oder Japan.

Wie stabil war dieses System? Hierzu gibt es unterschiedliche Ansichten. Michael Bordo (1981) hat die Preisstabilität während der Zeit des Goldstandards, Bretton Woods und der freien Wechselkurse in den 1970er-Jahren verglichen. In dieser Bewertung geht keines der Systeme als klarer Sieger hervor. Der Goldstandard bewirkte – über die 30 Jahre seines Bestehens hinweg betrachtet – im Durchschnitt ein relativ konstantes Preisniveau, wobei sich kurze Inflationsperioden immer wieder mit länger anhaltenden Phasen der Deflation und Konjunkturtiefs abwechselten.

Nach allgemeiner Ansicht kann die sogenannte „Lange Depression“ von 1873 bis 1896 auf die Unzulänglichkeiten des Goldstandards zurückgeführt werden. Die gleichzeitig stattfindende Zweite Industrielle Revolution – geprägt vom Fortschritt vor allem in der Chemie-, Elektro-, Erdöl- und Stahlindustrie – wurde durch bloßen Geld- und Liquiditätsmangel gebremst. Das Hauptproblem lag in der mangelnden Flexibilität des Goldstandards, auf den steigenden Liquiditätsbedarf der wachsenden Volkswirtschaften zu reagieren. In der Folge weckten die in dieser Zeit in vielen Branchen auftretenden Probleme protektionistische Gefühle und veranlassten zahlreiche Länder, darunter die USA, Frankreich und Deutschland, Schutzzölle einzuführen.

Der deflatorische Druck ließ schließlich am Ende des 19. Jahrhunderts durch neue Goldfunde etwa am kanadischen Klondike River oder in Südafrika nach. Der quälenden Geldknappheit wurde Abhilfe verschafft und eine Periode von Inflation und schnellem Wachstum begann. Diese dauerte bis zum Ausbruch des Ersten Weltkriegs an (Eichengreen und Flandrau, 1997).

Im 19. Jahrhundert war es für die Politik noch möglich, Wirtschaftsfaluten zu ignorieren, denn die Bekämpfung der Arbeitslosigkeit wurde erst ab Beginn des 20. Jahrhunderts als sozialwirtschaftliches Ziel der Regierung wahrgenommen. In vielen Ländern wurde Arbeitslosigkeit eher als negative Folge der Einstellung der Arbeitslosen wahrgenommen und nicht als Fehlverhalten einer Zentralbank, die die Zinsen in Zeiten einer Rezession erhöht, um den Außenwert der Währung zu schützen.

Charles Kindleberger ist der Ansicht, dass die Stabilität des Goldstandards zum Großteil der führenden Rolle der Bank of England, insbe-

sondere bei der Festlegung des Diskontsatzes, zu verdanken war. Diese Vorreiterrolle wurde von den anderen Zentralbanken im System akzeptiert, die die Vorgaben widerspruchlos übernahmen. Auf diese Art und Weise kam es zu einer systemkonsistenten Geldpolitik in allen Teilnehmerstaaten. Unterstützt wurde diese Tatsache maßgeblich dadurch, dass sich die Regierungen ein ausgeglichenes Budget verordneten und die Ausgaben durch die Höhe der Steuereinnahmen bestimmt waren. Barry Eichengreen (2008) ist da anderer Meinung: Die Stabilität des Systems hängt für ihn mit der institutionellen Glaubwürdigkeit der vielen Zentralbanken im System zusammen, von ihrer absoluten Verpflichtung zum Außenwert und zur Konvertibilität ihrer Währung in Bezug auf Gold. Die Glaubwürdigkeit beruhte auf der verpflichtenden Einhaltung und wurde durch die internationale Zusammenarbeit weiter verstärkt.

Der Goldstandard: Epilog. Der Goldstandard konnte wiederholt auftretende Phasen der Panik auf den Finanzmärkten und Wirtschaftskrisen nicht unterbinden. Als Beispiele seien der Crash von 1873 genannt, der mit schweren Verlusten an der Wiener Börse begann und in einer Welle von Eisenbahninsolvenzen in den USA kulminierte; oder der Beinahe-Kollaps der Barings Brothers Bank in London nach fehlgeschlagenen Investitionen in Argentinien (1890); oder die Bankenpanik in den USA (1907), als durch dramatische Kursrutsche an der Börse eine Kreditkrise ausgelöst wurde.

Darüber hinaus traten am Goldstandard teilnehmende Länder immer wieder aus dem System aus, insbesondere in Kriegszeiten, nur um nach Ende der Kampfhandlungen zu den gleichen Paritäten wie vor dem Krieg wieder beizutreten. Daher war es nicht ungewöhnlich, dass die Konverti-

bilität von Währung in Gold zu Beginn des Ersten Weltkrieges ausgesetzt wurde.

Während dieses Kriegs musste Großbritannien riesige Mengen an Goldreserven für die Finanzierung des Kriegs verwenden. Noch dazu stiegen die Pfund-Sterling-Preise im Verhältnis zu ihrem Vorkriegsniveau um 40%. Die Rückkehr zu Gold im Jahr 1925 war ein Fehler und wurde durch Großbritanniens Beharren auf der Pfund-Sterling-Parität der Vorkriegszeit zur Katastrophe. Sir Winston Churchill, der als amtierender Finanzminister hauptverantwortlich dafür war, wurde in der Folge deshalb heftig von John M. Keynes kritisiert. Die Vorkriegs-Sterling-Parität konnte nämlich nur durch eine horrende Deflation erreicht werden – ein wirtschaftlicher Aderlass, den die geschwächte Wirtschaft kaum verkraften konnte. Als zahlreiche Länder, erstaunlicherweise aber nicht die USA, den Goldstandard im Jahr 1931 aufgaben, brach das System zusammen. Es begann eine ein Jahrzehnt dauernde Weltwirtschaftskrise, gekennzeichnet durch immens hohe Arbeitslosenzahlen und verschlimmert durch Abwertungswettläufe und wachsende Nichtkonvertierbarkeit.

Mundell (1999) betrachtete die fehlgeleitete Goldpolitik Großbritanniens, zusammen mit dem rücksichtslosen Festhalten der US-Notenbank Fed an der Goldparität während der 1930er-Jahre als die Hauptgründe für die Weltwirtschaftskrise. Zu Zeiten, als die Weltwirtschaft eigentlich mächtige Liquiditätsspritzen gebraucht hätte, verfolgten die zwei führenden Zentralbanken einen Deflationskurs mit dem Ziel der Wechselkursintegrität. Ein Kommentar von Professor Y. C. Jao zu einer anderen Krise in einem anderen Zeitalter enthält auch für den Goldstandard passende Abschiedsworte:

“Letztendlich zählt nur eine gesunde Wirtschaft. Was nützt schon ein fester Wechselkurs ..., wenn die Wirtschaft tot ist.” Y. C. Jao (2003)²

Das Bretton-Woods-System (1945–1971)

Das Bretton-Woods-System wurde von den Vereinigten Staaten als führender Weltmacht am Ende des Zweiten Weltkrieges entworfen und gestaltet. Die Dominanz der Vereinigten Staaten zeigt sich klar in der Tatsache, dass die USA zu dieser Zeit für 50% der weltweiten Produktion verantwortlich zeichneten. Bereits von Krankheit gezeichnet, forcierte Präsident Roosevelt noch den amerikanischen Imperialismus, und nach dem Krieg wurde der Dollar endgültig zum internationalen Träger amerikanischer Interessen. Der Dollar war allgegenwärtig und drauf und dran, Teil des Instrumentariums der US-Politik zu werden. Sein Einfluss war auf den Märkten spürbar, während die Rolle der „unsichtbaren Hand“ entsprechend abnahm.

Das Bretton-Woods-System unterschied sich maßgeblich und in vielerlei Hinsicht vom Goldstandard. Erstens existierte es in einer Zeit bedeutenden Weltwirtschaftswachstums. Dadurch konnte eine relativ fixe, durch Goldreserven bestimmte Geldmenge den sich ändernden Liquiditätsanforderungen der Zeit nicht mehr entsprechen. Zweitens war zwar der US-Dollar die Ankerwährung im System und nominal an Gold gebunden bzw. in Gold konvertierbar, doch Bretton Woods war ein partielles Reservesystem, in dem die Vereinigten Staaten Goldreserven in Höhe von lediglich 25% der ausgegebenen Währung halten mussten. Drittens

² Jao (2003).

entwickelten sich die internationalen Kapital- und Geldmärkte rasch, wodurch auch das Volumen und die Geschwindigkeit der internationalen Geldflüsse stiegen. Und schließlich funktionierte Bretton Woods nach Abschaffung der Devisenkontrollen im Jahr 1959 nicht mehr lange.

Das als Bretton Woods bekannt gewordene internationale Finanzabkommen wurde im Juli 1944 bei einer Konferenz in New Hampshire, USA, ausverhandelt. Es nahmen Vertreter von 44 Ländern einschließlich der Sowjetunion teil, wobei diese die Schlussvereinbarung nicht ratifizierte. Angesichts der Tatsache, dass die britische Delegation von keinem geringeren als J. M. Keynes angeführt wurde, ist es wohl kaum verwunderlich, dass Großbritannien einige der besten Ideen eingebracht hat. Und in Anbetracht der verheerenden Folgen des Zweiten Weltkrieges für die meisten Volkswirtschaften und deren Abhängigkeit von den USA für ihre Erholung ist es auch nicht verwunderlich, dass die Vereinigten Staaten das Endergebnis maßgeblich bestimmten.

Ziel war es, eine neue internationale Finanzordnung zu schaffen, um die schlimmsten Auswüchse der Weltwirtschaftskrise zu verhindern (Abwertungswettläufe, Importbeschränkungen und Kapitalverkehrskontrollen), die den internationalen Handel und Zahlungsverkehr beinahe zum Erliegen brachte und unmittelbar für die Deflationsspirale in vielen Ländern verantwortlich war. Keynes schlug eine Weltzentralbank vor, die eine internationale Reservewährung, den Bancor, ausgeben und verwalten sollte. Diese Währung sollte an einen Korb von 30 Waren, darunter auch Gold, gebunden sein. Zahlungsungleichgewichte zwischen den Ländern sollten der gemeinsamen Verantwortung der Überschuss- und Defizitländer unterliegen, sodass in den Überschussländern eine expansive Geldpolitik betrieben werden musste und in den Defizitländern eine

restriktive; auf diese Weise sollte eine deflationäre Ausrichtung der Weltwirtschaft vermieden werden.

Die Vereinigten Staaten waren von dieser Idee nicht gerade begeistert. Da das Land in absehbarer Zukunft am ehesten einen Überschuss verzeichnen würde, befürchtete man, dass die Verpflichtung zu einer expansiven Geldpolitik eine Inflation bedeuten würde. Schlussendlich einigte man sich darauf, dass der US-Dollar die Rolle der Leitwährung spielen würde, wobei sein Wert mit 35 USD pro Feinunze Gold fixiert wurde. Da die USA am Ende des Krieges etwa 65% der weltweiten Goldreserven hielten, schien dieser Wert glaubhaft. Man einigte sich auch auf die Einrichtung eines Internationalen Währungsfonds (IWF) zur Überwachung der neuen Ordnung.

Mit der Gründung des IWF im Dezember 1945 wurde eine neue Institution geschaffen, die den internationalen Zahlungsausgleich erleichtern sollte, indem sie Ländern in Krisensituationen Zugang zu Devisenreserven gewährt. Dadurch sollten unmittelbare Deflationsmaßnahmen in Defizitländern verhindert werden. Der IWF sollte auch das System der Wechselkursparitäten überwachen. Der Dollar war an den Goldwert gekoppelt und alle konvertierbaren Währungen waren innerhalb einer Bandbreite von $\pm 1\%$ an den Dollar gebunden. Im Falle eines „fundamentalen Ungleichgewichts“ in der Zahlungsbilanz sollte einem Land die Erlaubnis zur Änderung seiner Wechselkursparität um bis zu 10% erteilt werden können.

Zwei vordringliche Probleme verhinderten jedoch, dass das System in der unmittelbaren Nachkriegszeit vollumfänglich zum Einsatz kam. Sechs Jahre kompromissloser Krieg hatten in Europa Gewerbe und

Industrie und vieles darüber hinaus in Trümmern hinterlassen. Der Wiederaufbau erforderte eine zielgerichtete Verteilung der Ressourcen, sodass die Volkswirtschaften in Europa teilweise die Grundzüge von Planwirtschaften annahmen. Die Freiheit des Marktes musste weitgehend eingeschränkt werden. Erst 1959 wurden die meisten Währungen vollständig konvertierbar, der Yen 1964, sodass Bretton Woods erst zu diesem Zeitpunkt als vollwertiges System zum Einsatz kam.

Das zweite Problem lag in der akuten Knappheit des Dollar außerhalb der USA, der sogenannten Dollarlücke. Es war auch völlig unklar, woher man die US-Währung nehmen sollte angesichts der Tatsache, dass die USA gewöhnlich ein Land mit Leistungsbilanzüberschüssen waren, das eher die weltweite Liquidität absorbierte als sie zu erhöhen.

Eine Reihe von Faktoren waren für die Zunahme von in Dollar denominierten Verbindlichkeiten außerhalb der USA ausschlaggebend. Die Vereinigten Staaten gewährten nach dem Krieg einigen ihrer Kriegesverbündeten Kredite (Großbritannien und Frankreich) und unterstützten 16 westeuropäische Länder außerordentlich großzügig (Marshall-Plan 1948–1951). Darüber hinaus unterhielten die USA aufwändige Militärbasen auf der ganzen Welt, was ebenfalls beträchtliche Finanzabflüsse verursachte. Und schließlich zog die Sowjetunion mit Beginn des Kalten Krieges in den späten 1940er-Jahren ihre Dollarguthaben in großen Mengen aus den USA ab und verlagerte sie nach London. Grund dafür war die Befürchtung der Sowjetunion und ihrer Verbündeten, dass die Vereinigten Staaten diese Konten einfrieren und so den Zugang unmöglich machen könnten. Eine unbeabsichtigte Nebenwirkung dieser Verlagerung war die Entstehung des sogenannten Eurodollarmarktes. Der IWF unternahm 1967 durch die Einführung der Sonderziehungs-

rechte (SZR, *Special Drawing Rights*) einen weiteren Versuch, die internationalen Reserven zu erhöhen. Die Dollarlücke sollte sich zu einer Dollarschwemme entwickeln.

Kurz nach der Einführung des Systems machten sich bereits erste Risse bemerkbar. Robert Triffin warnte 1960, dass das System einen Konstruktionsfehler aufwies und Gefahr lief, sich selbst auszuschalten – die Vereinigten Staaten mussten für Defizite im Zahlungsverkehr mit dem Ausland sorgen, um die US-Währung im Ausland in Umlauf zu bringen. Genau diese Defizite waren aber die Ursache, dass man international das Vertrauen in die Dollar-Gold-Konvertibilität verlor. Die Notwendigkeit der Erhöhung der internationalen Liquidität widersprach der Notwendigkeit, das Vertrauen in den Dollar aufrechtzuerhalten. Aufgrund der Golddeckung des US-Dollar musste auch der Preis am freien Markt für Gold stabilisiert werden.

Wesentliche Adaptierungen begannen fast unmittelbar nachdem man das System in der Praxis implementiert hatte. Im Jahr 1961 wurde der sogenannte Goldpool in London zur Stabilisierung des Goldpreises auf dem freien Markt und insbesondere zur Verhinderung von Preisspitzen gegründet. Wie bei vielen Versuchen, die Preise auf einem Niveau zu stabilisieren, das nicht den Markterwartungen entspricht, verfehlte dieses Konsortium von Zentralbanken sein Ziel, als die Goldverkäufe im Lauf der Zeit die Goldkäufe überstiegen. Nach einem besonders starken Ansturm auf den Dollar (und Goldkäufen) wurde der Goldpool im März 1968 aufgehoben. In der Folge gab es die Anbindung des Dollar an Gold faktisch nicht mehr bzw. war sie sozusagen auf den Kreis der Zentralbanken beschränkt.

Weitere Krisen folgten auf dem Fuß. Die Krise in den Jahren 1964 bis 1967 führte trotz radikaler Versuche der Labour-Regierung, den Wechselkurs zu halten, im November 1967 zur Abwertung des Pfund Sterling von 2,80 USD auf 2,40 USD. Dies zeigte umso deutlicher, dass Währungsspekulationen einfach und risikofrei sind, und der Spekulationsdruck auf den Dollar stieg. Im folgenden Jahr wurde der französische Franc nach inneren Unruhen, die als Studentenrevolte in die Geschichte eingingen, abgewertet. In Westdeutschland wurde 1969 der Wert der Deutschen Mark neu festgesetzt, jedoch im Mai 1971 bereits wieder freigegeben, also drei Monate bevor der amerikanische Präsident Nixon die Goldbindung des Dollar außer Kraft setzte und das „Goldfenster“ schloss, das den Zentralbanken den Tausch von US-Dollar gegen Gold ermöglicht hatte. Danach wurde Bretton Woods ein Dollar-System (Garber, 1993).

Im Dezember 1971 wurde ein letzter Versuch unternommen das System zu flicken, und zwar in Form des „Smithsonian Agreement“. Der Dollar wurde auf 38 USD pro Feinunze Gold abgewertet und die Handelsbandbreiten auf $\pm 2,25\%$ ausgeweitet. Aber das System war nicht mehr zu retten, insbesondere weil die Geldpolitik der USA weiterhin viel zu expansiv war. Der US-Dollarstandard, der offiziell seit der Schließung des Goldfensters im August 1971 und informell seit der Abschaffung des Goldpools 1968 gegolten hatte, konnte schließlich 1973 dem Spekulationsdruck nicht mehr standhalten. Die Währungen wurden dem freien Spiel der internationalen Märkte überlassen und die Phase der flexiblen Wechselkurse begann.

Was ist schief gegangen? Die kurze Antwort lautet, dass die Geldpolitik der Teilnehmerstaaten mit dem System fester Wechselkurse nicht

vereinbar war. Die Geldpolitik der einzelnen Länder orientierte sich mehr an inländischen Zielen denn an einem außenwirtschaftlichen Gleichgewicht. Die Vereinigten Staaten trugen als das Leitährungsland die Verantwortung für die Steuerung der weltweiten Geldmenge und der internationalen Inflation. Sie finanzierten jedoch durch Geldschöpfung oder Geldmengenausweitung sowohl im Inland als auch im Ausland weitreichende politische Ziele, nämlich indem sie von den Bretton-Woods-Teilnehmerstaaten eine Inflationssteuer einhoben. Die anderen Länder im System mussten für eine ausgeglichene Zahlungsbilanz sorgen oder zumindest anhaltende Überschüsse oder Defizite vermeiden. Aber das taten nur wenige. Deutschland war kaum bereit wirtschaftlich zu expandieren, um die bestehenden Überschüsse abzubauen. Großbritannien gelang es nicht, seine Defizite zu bereinigen. Es waren also nicht nur die Vereinigten Staaten von Amerika, die das System zum Scheitern brachten: Auch Deutschland, das Vereinigte Königreich und Frankreich, die nun laut nach einer Wiedereinführung des Bretton-Woods-Systems riefen, konnten ihrer Verantwortung nicht nachkommen.

In der Folge verwandelte sich die akute Dollarknappheit in den 1940er-Jahren, und in geringerem Ausmaß auch in den 1950er-Jahren, in eine Dollarschwemme in den 1960er-Jahren. Es war leicht zu erkennen, dass die USA nicht in der Lage waren, all ihren kurzfristigen Dollar-Verbindlichkeiten gegenüber den anderen Ländern nachzukommen, sodass die ersten, die diese einforderten, einen klaren Vorteil hatten. Als erstes Land machte Frankreich seine Ansprüche geltend. Zwischen 1962 und 1966 fielen die Goldvorräte der USA um mehr als 3 Mrd USD, während im selben Zeitraum die Vorräte Frankreichs um beinahe dieselbe Menge stiegen. Keines der anderen Länder verzeichnete signifikante Fluktua-

tionen bei seinen Goldreserven. Hatten die USA 1945 noch 67% der gesamten Goldreserven gehalten, so war diese Zahl 1970 auf 16% gefallen. Gegen Ende 1967 verschlechterte sich die Situation so rasch, dass sie nicht länger haltbar war: Die Konvertibilität musste aufgehoben werden.

Darüber hinaus war Bretton Woods kein Goldstandardsystem, trotz der Dollarbindung an Gold und der Tatsache, dass liquide Dollarverbindlichkeiten im Ausland (theoretisch) frei in Gold konvertierbar waren. Inländerkonvertibilität war in den USA untersagt. Außerdem waren die Vereinigten Staaten verpflichtet, partielle Goldreserven für die ausgegebene Währung zu halten. Folglich war eine geldpolitische Korrektur bei einem Zahlungsbilanzungleichgewicht erst dann erforderlich, wenn diese Grenze überschritten wurde. Die Vereinigten Staaten verhielten sich, obwohl sie in dieser Hinsicht innerstaatlich in der ersten Hälfte des Jahrhunderts vorbildlich gehandelt hatten, gegenüber der internationalen Wirtschaft nicht wie eine konservative Zentralbank.

Heute mag das ziemlich eigenartig erscheinen, aber die Leistungsbilanz der USA rutschte erst 1971 in die roten Zahlen. Die Überschwemmung der internationalen Wirtschaft mit US-Dollar wurde durch die Kapitalbilanz verursacht, die den Leistungsbilanzüberschuss bei weitem überstieg. Der Kapitalabfluss war die Reaktion auf Zinsdifferenziale, bedeutete aber, dass die USA vorübergehend von den inflationären Folgen ihrer eigenen Geldpolitik verschont blieben. Der Inflationsdruck wurde über den Devisenmarkt exportiert. Letztendlich war der Rest der Welt nicht mehr bereit, diese Situation zu akzeptieren.

Mit der Inflation kam auch die Inflationssteuer (*Seigniorage Tax*), die die Vereinigten Staaten vom Rest der Welt einheben durften. Dies

bedeutet, dass die USA Papiergeld ausgab, aber reale Mittel im Gegenzug von jenen erhielt, die US-Dollar wollten oder brauchten. Mit Anziehen der Inflation verringerte sich der Wert der Dollarguthaben, sodass die Weltwirtschaft wiederum mehr US-Dollar brauchte, um das gleiche Transaktionsvolumen zu finanzieren. Ein Großteil dieser Steuer war ohnedies unvermeidbar – die Staaten außerhalb der USA brauchten den US-Dollar als internationale Währung, insbesondere seitdem die Bank of England Mitte der 1960er-Jahre die Rolle des Pfund Sterling als Reservewährung aufgehoben hatte. Die benötigte US-Währung konnte man nur im Austausch gegen Waren oder Wirtschaftsgüter erhalten. Als aber die Inflation gegen Ende der 1960er-Jahre in den USA und weltweit weiter stieg, erhöhte sich die Seigniorage Tax. Dollarguthaben verloren an Wert, sodass immer mehr US-Dollar zur Finanzierung des internationalen Handels notwendig waren. Die Funktion des Geldes als Wertaufbewahrungsmittel wurde ausgehöhlt.

Wo Dollarverbindlichkeiten in Form einer Währung gehalten werden, z. B. in Ländern wie Ecuador, El Salvador oder Panama, wo der Dollar die offizielle Währung ist, oder in Russland oder Israel, wo der Dollar in weit verbreitetem Umlauf ist, wird die volle inflationsbedingte Seigniorage Tax eingehoben. In anderen Ländern jedoch werden Devisenreserven in den Zentralbanken und anderen Instituten gehalten, und zwar nicht in Form von Geld, sondern als kurzfristige US-Geldmarktpapiere. Dies führt zwar gewöhnlich zu einer geringeren Seigniorage, verhindert sie aber nicht. Mit steigender Inflation wird die Zinskurve steiler. Geldmarktpapiere haben weniger als die volle Inflationsprämie, also ist der Schutz nicht vollständig gegeben.

Unter diesen Umständen konnte man nur erwarten, dass die internationale Rolle des Dollars an Bedeutung verlieren würde. Dies passierte jedoch aus zwei Gründen nicht. Erstens gab es einfach keine Alternative. Keines der Hartwährungsländer war bereit, die Rolle der Reservewährung zu übernehmen. Zweitens schlossen US-Außenminister Henry Kissinger und US-Finanzminister William Simon ein Abkommen mit den Erdöl exportierenden Ländern, das die Berechnung und Fakturierung von Erdöl in Dollar vorsah. Andere Rohstoffhersteller folgten. Auf diese Art und Weise wurde der internationale Nutzen bzw. Wert des Dollars nicht nur bewahrt, sondern noch gesteigert.

Systeme mit flexiblen Wechselkursen

Die Befürworter fester Wechselkurse stützen sich für gewöhnlich auf zwei Grundsätze: Erstens fördert ein fester Wechselkurs den Handel und die Investitionen und er ist vor allem zwischen Ländern mit ähnlichen Wirtschaftsstrukturen vorteilhaft. Zweitens fungieren feste Wechselkurse als Anker für die Geldpolitik der beteiligten Länder, was für Regierungen oder inländische Institutionen von Vorteil ist, wenn ihre Fähigkeit in Zweifel gezogen wird, für eine gewisse Stabilität der Preise oder Inflationsraten sorgen zu können. Die Befürworter flexibler Wechselkurse berufen sich auf die Tatsache, dass eine autonome Geldpolitik möglich ist und wichtiger eingestufte inländische Ziele verfolgt werden können. Der (flexible) Wechselkurs federt exogene Schocks ab, wie z. B. eine abrupte Umkehr der Terms of Trade.

Der Goldstandard mit voller Kapitalmobilität funktionierte in seiner Blütezeit deshalb, weil die Geldpolitik an die Wechselkursnotwendigkei-

ten gebunden war. Außer in Kriegszeiten war die Fiskalpolitik beständig darauf abgestimmt. Der Preis für dieses System waren jedoch jahrelange, wenn nicht jahrzehntelange, Perioden der Deflation und schwacher Wirtschaft. Der Goldstandard brach zusammen, als die Situation unerträglich wurde und die Regierungen die Verantwortung für die Arbeitslosigkeit übernahmen. Die politische Entscheidung über den „Trade-off“ zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation, auch als Phillips-Kurve bezeichnet, war nicht mehr an eine Null-Inflation gebunden. Bretton Woods war anfangs deshalb erfolgreich, weil Kapitalmobilität und Währungskonvertibilität stark eingeschränkt waren. Sobald diese Einschränkungen Ende der 1950er-Jahre aufgehoben wurden, ging es mit dem System bergab. Die teilnehmenden Länder, natürlich das Leitwährungsland, aber genauso andere teilnehmende Volkswirtschaften, wollten ihre Geld- und Fiskalpolitik den strengen Vorschriften des Systems nicht unterwerfen.

Spätestens 1973 war allen klar, dass Bretton Woods überholt war. Die Wechselkurse zwischen Dollar, Deutscher Mark und Yen waren freigegeben worden. Bereits davor, im März 1972, hatten die sechs ursprünglichen EU-Mitgliedstaaten und die drei damaligen Beitrittskandidaten in Basel bei einem Treffen ein Wechselkursabkommen untereinander nach Smithsonian-Art getroffen, dem die Deutsche Mark zu Grunde lag und nicht der US-Dollar. Ziel war es, die Schwankungslimits für die Währungen der an dem Abkommen beteiligten Länder noch enger zu setzen, als das Smithsonian Agreement das vorgesehen hatte. Dies wurde als die „Schlange im Tunnel“ oder kurz „Schlange“ bekannt. Die Überlegung war, dass heftige Wechselkursschwankungen dem Handel innerhalb der Gemeinschaft nicht dienlich waren.

Die Zeit war aber noch nicht reif dafür, und die Vereinbarung erwies sich als sehr instabil. Im März 1979 wurde sie vom Europäischen Währungssystem (EWS) abgelöst, dessen Herzstück ein Wechselkursmechanismus (WKM) war. Die Vorreiter bei der Errichtung dieses Systems waren der westdeutsche Kanzler Helmut Schmidt und der französische Präsident Valéry Giscard d'Estaing. Bei diesem komplexen Mechanismus gab es bilaterale Leitkurse, um die die Währungen mit einer Bandbreite von $\pm 2\frac{1}{4}\%$ schwanken durften – dies ist als Zielzonenvereinbarung bekannt. Alle neun Mitgliedstaaten des Basel-Abkommens traten dem EWS bei, wiewohl das Vereinigte Königreich erst kurz vor Zusammenbruch des WKM teilnahm, und selbst dann nur kurz.

Im Herbst 1973 trat ein weiteres Ereignis ein, das eine entscheidende Wende in der Wirtschaft bedeutete: Der Ölpreis vervierfachte sich. Die Auswirkungen auf die Weltwirtschaft waren katastrophal, denn die Nachfrageelastizität nach Öl war – zumindest kurzfristig – extrem niedrig.

In der Reaktion der Öl importierenden Länder bildeten sich zwei Lager. Es gab Länder wie Westdeutschland, die den Preisschock so rasch wie möglich selbst abfangen und die Anpassung an den Terms-of-Trade-Schock beschleunigen wollten. Andere Länder, allen voran das Vereinigte Königreich, verschoben die Anpassung und befriedigten die Gesamtnachfrage. Die erste Gruppe entwickelte sich zu einem Block mit niedriger Inflation und harter Währung; die zweite zu einem Block mit hoher Inflation und weicher Währung. Durch die starke Anbindung an die Deutsche Mark wurden die Niederlande, Österreich und die Schweiz Teil des Hartwährungsblocks.

Der Ölpreisanstieg hatte eine weitere, ungewollte Nebenwirkung – die Erdöl exportierenden Länder konnten die Öleinnahmen nicht durch höhere inländische Ausgaben absorbieren und mussten sie im internationalen Bankensystem sozusagen „recyclen“. Es kam zu einem sprunghaften Anstieg von syndizierten Krediten; Banken mit massiven Geldeingängen können auf dieser überschüssigen Liquidität nicht sitzen bleiben, sondern müssen Kredite vergeben. Viele Öl importierende Länder erwiesen sich als willige Abnehmer. Gefördert wurde dies durch die in Bankenkreisen vorherrschende, zum Dogma erhobene Einstellung, dass staatliche Kreditaufnahmen ohne Risiko seien. Man nahm weitläufig an, dass die Regierungen immer ihre Schulden zurückzahlen können, da sie zur Einhebung von Steuern berechtigt sind. Eine Regierung könne demnach nicht bankrott werden.

Als Mexiko den Schuldendienst gegenüber seinen internationalen Gläubigern einstellte, kam es im August 1982 zur „Lateinamerikanischen Schuldenkrise“ (oder Lateinamerikakrise). Die Glaubwürdigkeit war mit einem Mal nicht mehr gegeben und die großen internationalen Banken stoppten ihre Kreditvergabe an Lateinamerika und Südostasien für beinahe das ganze restliche Jahrzehnt. In Lateinamerika verursachte die Schuldenkrise sieben äußerst schwierige Jahre, in denen Investitionen, Konsum und Wachstum zum Stillstand kamen, die Reallöhne drastisch sanken und die Armut stieg (Dean, 2003). Dieser Volatilitätszyklus in der internationalen Kreditvergabe war auch bei späteren Krisen regelmäßig zu beobachten – exzessive Kreditvergabe vor der Krise, ausgelöst durch Herdentrieb und Moral Hazard-Verhalten und manchmal basierend auf einer zweifelhaften Einstellung, gefolgt von einem fast welt-

weiten Stopp der Kreditvergabe, verursacht von negativer Auslese bei Ausbruch der Krise.

Auch wenn diese Darstellung stark vereinfacht ist, bin ich der Meinung, dass derartige Kräfte hinter einigen Finanzkrisen stecken, die wir in den letzten Jahrzehnten erlebt haben. Neben der staatlichen Schuldenkrise, die vor allem Lateinamerika in den 1980er-Jahren traf, fielen in der zweiten Hälfte des Jahrzehnts in den USA etwa zweieinhalbtausend Banken der Sparkassenkrise (Savings and Loans Crisis) zum Opfer, was die Steuerzahler etwa 560 Mrd USD kostete (Dean, 2003). Japan wurde vom Platzen der Vermögenspreisblase erschüttert, von der sich die Börse erst 13 Jahre später wieder erholen sollte. In den Jahren 1992/1993 leitete die skandinavische Bankenkrise die Spekulationskrise des europäischen Wechselkursmechanismus ein, welche dem WKM als ein realistisches Zielzonenabkommen beinahe ein Ende setzte. Im Oktober 1987 brachen die Aktienmärkte weltweit drastisch ein; die Gründe dafür wurden nie vollständig geklärt. Damals wurde das Program Trading als bedeutsamer Faktor betrachtet. In den Jahren 1997/1998 folgte die Krise der asiatischen Schwellenländer, die am stärksten in Thailand, Indonesien und Südkorea zu spüren war, gefolgt von den Krisen in der Türkei und in Russland 1998. Die Dotcom-Blase der Technologieaktien, die im Jahr 2000 in den USA platzte, war auf dem äußerst zweifelhaften Glauben an eine „New Economy“ aufgebaut gewesen. Und zuletzt ist in den Jahren 2007/2008 die Subprime-Hypothekenkrise ausgebrochen, die auf Grund der Überzeugung, dass Aktien- und Immobilienblasen in Wirklichkeit eine vertretbare Anpassung der relativen Kurse wären, zu einer globalen Finanzkrise geführt hat. Alle diese Krisen waren unter-

schiedlich und in gewisser Weise einmalig. Und doch gab es bei vielen Gemeinsamkeiten, die nicht zu übersehen sind.

Wie wurde unsere Wahrnehmung eines geeigneten Wechselkurssystems durch diese Krisen geformt? Haben sie uns geholfen, ein optimales Wechselkurssystem zu finden? Ich fürchte, die kurze Antwort lautet „Nein, nicht wirklich“, und die meisten Empfehlungen nach den Krisen haben kaum mehr bewirkt, als dass die Grenzen, wenn man daran stieß, jedes Mal noch ein Stückchen weiter verschoben wurden.

Nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems war man zu Beginn optimistisch in Bezug auf den Nutzen von flexiblen Wechselkursen. Dies war in erster Linie auf die Theorien anerkannter Experten wie Milton Friedman (1953) und Harry Johnson (1972) zurückzuführen, die die Meinung vertraten, dass flexible Wechselkurse stabil sind und Fundamentaldaten widerspiegeln. Heute wird diese Ansicht als naiv angesehen. Meese und Rogoff (1983) waren außerstande, die sogenannten Fundamentaldaten zu identifizieren, die die angemessenen Wechselkurse festlegen sollten, oder zumindest jene, die vom Markt als angemessen betrachtet wurden. Dies impliziert, dass Kommentare von Entscheidungsträgern darüber, dass die Wechselkurse den Fundamentaldaten nicht entsprechen oder sie nicht widerspiegeln, jeder empirisch verifizierbaren Grundlage entbehren. Finanzströme durch Kapitalbilanzen vieler Länder haben zu einer Wechselkursvolatilität geführt, die nach allgemeiner Meinung viel zu hoch war. Sogar Robert Mundell (1999) gestand ein, dass die Konvergenz von Inflationsraten in der Weltwirtschaft in den letzten Jahren nicht zu einem entsprechenden Rückgang der Wechselkursvolatilität geführt hat.

Ein frei schwankender Wechselkurs kann eine Volkswirtschaft auch nicht gegen externe Schocks isolieren, wie Mundell in seinem richtungsweisenden Werk über „optimale Währungsräume“ darlegte. Dies könne man nur dann erwarten, wenn die Grenzen einer Volkswirtschaft mit den Grenzen einer Wirtschaftsregion identisch sind, die auf der Grundlage von Faktormobilität und Homogenität der Produktionsstruktur als solche definiert ist. Denn sonst könnte ein Terms-of-Trade-Schock in einem Teil der Volkswirtschaft einen Wirtschaftsaufschwung und in einem anderen eine Rezession auslösen.

Es verfolgen ohnehin nur wenige Länder eine Politik der frei schwankenden Wechselkurse. Stattdessen haben wir eine Unzahl von Systemen mit gleitenden Paritäten (Crawling Peg), Zielzonen etc. gesehen. Darüber hinaus können Länder Zinssätze oder Direktinterventionen einsetzen, ohne ein Wechselkursziel zur Beeinflussung ihrer vermeintlich flexiblen Kurse bekanntzugeben.

Mit vielen dieser Misch- oder Zwischenformen von festen und flexiblen Wechselkursen wurde versucht, die störenden Auswirkungen der Volatilität auf den Handel und die Investitionen zu bekämpfen. Doch nach der Asienkrise 1997 gerieten diese Mischformen unter führenden Wirtschaftsexperten stark unter Beschuss. Da anpassbare Wechselkursanbindungen (Soft Pegs) diese Volkswirtschaften vor den schlimmsten Folgen von Kapitalströmen nicht schützen konnten, kam es zur These, ein Wechselkursregime müsse sich zwischen den Ecklösungen fest und flexibel entscheiden (Bipolar View). Demzufolge sollten Länder entweder die Wechselkurse freigeben oder an einem sogenannten Hard Fix teilnehmen, womit ein Currency-Board-System, die Dollarisierung oder eine Währungsunion gemeint ist. In den beiden letzteren Fällen verfügt das

betreffende Land nicht über ein unabhängiges gesetzliches Zahlungsmittel.

Die Abneigung gegen Soft Pegs bzw. Adjustable Pegs war weit verbreitet. „Soft-Peg-Systeme haben sich über die Jahre einfach nicht als haltbar erwiesen, vor allem für Länder, die auf den internationalen Kapitalmärkten integriert sind oder gerade dabei sind, sich zu integrieren“ (Stanley Fischer, 2001). Doch diese Schlussfolgerung ist nicht neu. Mehr als ein Jahrzehnt zuvor hatte sie bereits Sir Alan Walters, der frühere Wirtschaftsberater Margaret Thatchers, vertreten (Walters Critique). Walters behauptete, dass ein Adjustable-Peg-System von Natur aus instabil sei. Dies ist besonders offensichtlich, wenn ein Land mit höherer Inflationsrate einem System mit festen Wechselkursen beitrifft. Die Abschaffung von Kapitalverkehrskontrollen führt zu Instabilität und dem Zusammenbruch des Systems auf Grund von (nominaler) Zinsarbitrage, was störende Unterschiede bei Realzinssätzen auslöst. Walters war der Ansicht, dass Großbritannien dem WKM nicht beitreten sollte und die Währungen frei schwanken sollten. Mit seiner Kritik, die zum Rücktritt von Schatzkanzler Nigel Lawson führte, nahm er den Zusammenbruch des WKM im Jahr 1993 vorweg, doch seither wurde die Kritik entweder bestritten oder ignoriert.

Befürworter des Bipolar Views in den 1990er- Jahren sprechen von einer Aushöhlung von Wechselkurssystemen, die nicht einer der Ecklösungen entsprachen. Zwischen 1991 und 1999 sank die Anzahl der Länder mit einem Wechselkursmechanismus außerhalb der beiden Ecklösungen von 98 auf 63. Die Anzahl jener Länder, die eine der beiden Ecklösungen implementierten (ultraharte Anbindung oder flexibel), stieg von 61 auf 122 (Fischer, 2001, IWF-Quellen zitierend). Diese Zahlen beinhalten

auch die EU-Mitgliedstaaten, die sich im Übergang von EWS/WKM zur WWU befanden.

Aber nicht alle sind überzeugt. Ein Currency-Board-System als Form der festen Bindung verhinderte den Währungskollaps in Argentinien im Jahr 2002 nicht und es ist bekannt, dass ein Currency-Board-System das Manko hat, nicht als Lender of Last Resort fungieren zu können. Darüber hinaus merkten einige Beobachter an, dass China, Indien und – in geringerem Ausmaß – Malaysia es in erster Linie der Einführung von Devisenkontrollen und nicht einer Wechselkursvereinbarung zu verdanken hatten, dass sie von der Asienkrise verschont blieben (Grenville, 2000). Es ist natürlich ketzerisch, zum jetzigen Zeitpunkt derartige Kontrollen zu befürworten, wo der Zeitgeist in Richtung Globalisierung und freier Kapitalverkehr strebt. Ein Hard Fix könnte jedoch für eine kleine, unselbstständige Volkswirtschaft mit relativ unreifen Finanzstrukturen sehr gut funktionieren. In allen anderen Fällen ist ein pragmatischer Ansatz vermutlich eher angebracht.

Der Kapitalverkehr ohne Devisenkontrollen ist problematisch geworden. Besonders seit dem Zweiten Weltkrieg war die Entstehung von riesigen, professionell gemanagten Geldfonds zu beobachten. Ob unter dem Titel Privatbank, Vermögensverwaltungsfonds, Pensions- und Sozialversicherungsfonds, Investmentfonds, Hedgefonds, Private Equity Fonds oder staatliche Vermögensfonds, sie alle haben im Prinzip die gleiche Aufgabe. Mit Hilfe komplexer Portfoliotechniken teilen sie das Fondsvermögen verschiedenen Anlageklassen zu mit dem Ziel, den bei einem bestimmten Risiko maximal möglichen Gewinn zu erzielen.

Die Portfoliostrukturierung erfolgt auf globaler Ebene. Wenn sich Fondsmanager entschließen, ihr Engagement in Wertpapieren von Schwellenländern, Lateinamerika etc. zu erhöhen, erfahren die betreffenden Regionen einen enormen Kapitalzufluss. Und wenn Fondsmanager zu dem Schluss gelangen, dass die Risikoprognose in der fraglichen Region schlechter geworden ist, wird der Kapitalabfluss ebenso gewaltig sein. In der Zwischenzeit befindet sich der Wechselkurs auf Berg- und Talfahrt.

Für große, relativ geschlossene Währungsblöcke stellt dies ein eher geringes Problem dar. Für kleinere Währungen kann es hingegen eine akute Finanzkrise auslösen. Und für kleine Währungen ohne ein ausgereiftes Finanzsystem und makellose Glaubwürdigkeit ihrer Währung kann die Finanzkrise zu einer dramatischen Wirtschaftskrise werden. Dies liegt daran, dass der Großteil der Schulden in den Bilanzen von größeren wirtschaftlichen Unternehmungen – sowohl im privaten als auch im öffentlichen Sektor – in Fremdwährung ausgewiesen ist. Wenn nun der Wechselkurs drastisch fällt, steigt der Wert der Verbindlichkeiten in der Landeswährung, was zwangsläufig zu einem Abschwung und in vielen Fällen zur Insolvenz führt (Cavallo, 2005).

Solche Volkswirtschaften müssen unbedingt an einem festen Wechselkurs festhalten. Wenn es den Währungsbehörden eines Landes an Glaubwürdigkeit fehlt oder das Ausmaß der Geldflüsse nicht zu handhaben ist, sind Devisenkontrollen vermutlich die einzige Möglichkeit. Und diese Option sollte nicht leichtfertig verworfen werden.

Eine Art der fixen Anbindung ist eine Einheitswährung; diese Möglichkeit beleuchtet Robert Mundell (1961) sehr genau. Mundell meint, dass

die ganze Welt einen optimalen Währungsraum darstellt und dass eine globale Einheitswährung riesige Vorteile in Form von geringeren Transaktionskosten bringen würde (Mundell, 1999 und 2008). Die jüngste weltweite Finanzkrise hat jedoch gezeigt, dass das Vertrauen international möglicherweise nicht ausreicht, um von geringeren Transaktionskosten zu profitieren.

Die globale Finanzkrise 2008

Bei der als amerikanische Subprime-Krise allgemein bekannt gewordenen Krise ging es nicht nur um Subprime-Hypotheken allein, sondern allgemein um Subprime-Kredite, d.h. billige Kredite für Autos (Bloomberg, 2008), für Kreditkartenschulden sowie andere Formen der Haushalts- und Unternehmensverschuldung. Hätte sie sich auf den Hypothekenmarkt beschränkt, hätte man das Problem vielleicht relativ leicht in den Griff bekommen können; der Subprime-Hypothekenmarkt macht mit 1 Billion USD etwas weniger als 10% des 11 Billionen USD schweren Hypothekenmarktes in den USA aus.

Und die Subprime-Kredite beschränkten sich auch nicht auf die USA, wie an den Vermögensblasen im Immobilienmarkt des Vereinigten Königreichs, Irlands und Spaniens, bei Entwicklungsprojekten in Mittel- und Osteuropa sowie an den Börsen weltweit zu beobachten war. Warum hat diese Krise nun zu einer Finanzkrise so unvergleichlichen Ausmaßes geführt und birgt derart unheilvolle Risiken für die globale Realwirtschaft?

Beim Versuch solche Fragen zu beantworten, ist zu bedenken, dass die zu Grunde liegenden Ursachen viel weitreichender und tiefgreifender

sind, auch wenn die Krise in den USA, und insbesondere auf dem Immobilienmarkt, ihren Anfang genommen hat. Einerseits gab es die klassische Intervention der Regierungen, die versuchten, den Wechselkurs zum Vorteil ihres Landes zu manipulieren; andererseits versuchte die US-Regierung, das amerikanische Finanzsystem im Interesse der eigenen sozialen und anderer strategischer Ziele zu steuern.

Auf internationaler Ebene hielt die chinesische Regierung den Wechselkurs des Renminbi zum Dollar künstlich niedrig, um mit Hilfe von Exporten Wachstum zu erzwingen. Diese und ähnliche Strategien in anderen asiatischen Ländern führten zu riesigen finanziellen Ungleichgewichten in der internationalen Wirtschaft. Drastische Preissteigerungen für landwirtschaftliche Produkte und Öl Mitte des Jahrzehnts führten ebenso zu Ungleichgewichten. Diese sind nicht nur fast immer Vorboten für eine Krise, sondern verhalten sich wie eine locker gewordene Schiffsladung in einem Unwetter auf hoher See, wenn die Krise dann ausbricht.

Eine weitere wichtige Betrachtung verdient die Intermediationsrolle von Banken und anderen Finanzinstituten. Die Umwandlung von Sparguthaben in Kredite – beide haben sehr unterschiedliche Merkmale – bringt beträchtliche Risiken mit sich. Diese Risiken verschwinden nicht, sondern verbleiben in den Bilanzen der Banken (Hankel, 2008). Wenn es nun Probleme mit den Krediten gibt und Sparer ihr Geld abheben möchten, kommt es zu einer ausgewachsenen Bankenkrise.

Zusätzlich zum „normalen“ Intermediationsrisiko gibt es deutliche Hinweise darauf, dass Finanzinstitute auch weitreichendem Betrug ausgesetzt waren – mit Sicherheit in den USA, möglicherweise aber auch in

anderen Ländern. Laut einem sachkundigen Beobachter hatte das betrügerische Verhalten der Kreditinstitute schon im Jahr 2004 weit um sich gegriffen (Black, 2008).

Es gibt auch kaum Zweifel, dass die Rolle der Ratingagenturen in dieser traurigen Geschichte besonders kritisch betrachtet werden muss. Die Rolle dieser Agenturen, wie z. B. Moody's oder Standard & Poor's, ist besonders heikel, da der Markt, um funktionieren zu können, auf eine adäquate Wertpapierbewertung vertrauen muss. Warum sie auf der ganzen Linie so katastrophal versagt haben, muss gründlich untersucht werden. Es wäre nicht das erste Mal, dass ihr Urteilsvermögen durch einen Interessenskonflikt getrübt gewesen wäre. Die einzig mögliche andere Erklärung ist Inkompetenz in der gesamten Branche, was der Fall wäre, wenn sie sich der Geschehnisse in ihrer Branche nicht bewusst gewesen wären. Insofern als die aktuelle Krise den Zusammenbruch des Marktsystems (zumindest) in der Finanzbranche darstellt, wird das Renommee dieser Agenturen schweren Schaden leiden.

Zuletzt zeigt sich eine weitere Dimension der Krise in den Bestrebungen der US-Regierung, die Kreditvergabe zum Zweck der Erreichung ihrer sozialpolitischen Ziele zu manipulieren. Hier sollen nicht die Ziele beurteilt werden, und es soll auch keine ausführliche Beschreibung der Vorgänge erfolgen, doch die damit erzeugten, unvereinbaren Anreize mussten zwangsläufig zu einem bitteren Ende führen (Androsch, 2008b). Der derzeitige Schwerpunkt auf finanzieller Innovation, Moral-Hazard-Verhalten, lockerer Regulierung des Schattenbankensystems und eine unangemessene Vergütungsstruktur waren unmittelbare Ursachen, aber sie zeichnen nicht das vollständige Bild.

Das makroökonomische Ungleichgewicht. Über den Beginn der Globalisierung bzw. Integration der Weltwirtschaft wurde bereits viel geschrieben. Verständlicherweise wird der Beziehung zwischen den Vereinigten Staaten und China großes Augenmerk geschenkt, da die beiden Länder gemeinsam für etwa ein Viertel der Weltbevölkerung, ein Drittel des globalen BIP und 60% des kumulierten weltweiten Wachstums im Zeitraum von 2002 bis 2007 verantwortlich zeichnen (Ferguson und Schularick, 2008). Das Geschehen konzentrierte sich vielleicht auf diese beiden Volkswirtschaften, war aber nicht auf sie beschränkt.

Wie die nachfolgende Tabelle zeigt, verzeichnen die USA seit deutlich mehr als einem Jahrzehnt regelmäßig ein Leistungsbilanzdefizit. Mit Ausnahme des Rezessionsjahres 2001 und des Krisenjahres 2007 stieg das Defizit jedes Jahr. Das Budget der US-Regierung schrumpfte beträchtlich zwischen 2000 und 2004, doch hier scheint das wahre Problem nicht zu liegen. Zwischen 1995 und 2007 sank die Staatsverschuldung in Prozent des BIP von etwa 50% auf 37%. Im gleichen Zeitraum blieb das Verhältnis der US-Staatsverschuldung zur gesamten OECD-Staatsverschuldung stabil bei etwa 0,3.

Staatsschulden spielten also zweifellos eine Rolle, können aber nicht als einzige Ursache für die festgestellten Leistungsbilanzdefizite herausgegriffen werden.

Finanzkennzahlen: USA 1995–2007

Jahr	Leistungsbilanzdefizit zu BIP (in %)	Staatsverschuldung zu BIP (in %) (- = Überschuss)
1995	1.5	2.3
1996	1.6	1.6
1997	1.7	0.4
1998	2.4	-0.6
1999	3.2	-1.0
2000	4.2	-2.8
2001	3.8	-0.5
2002	4.4	2.1
2003	4.8	3.4
2004	5.4	3.3
2005	5.9	2.4
2006	6.0	1.8
2007	5.3	1.5
2008		

Quelle: OECD: MEI

Der Hauptgrund für das hohe amerikanische Leistungsbilanzdefizit war die äußerst niedrige und weiter sinkende Sparquote des privaten Sektors. Der private Konsum wurde von einem kräftigen Vermögenseffekt als Folge steigender Häuserpreise und eines Börsenbooms angekurbelt. In diesem Zeitraum waren die Amerikaner augenscheinlich dazu bereit, Kredite aufzunehmen und ihr Eigentum mehrfach mit Hypotheken zu belasten, um bei ihren sehr hohen Konsumausgaben keine Abstriche machen zu müssen. Allein im Jahr 2005 belasteten amerikanische Hausbesitzer ihre Eigenheime mit etwa 750 Mrd USD, wovon der Löwenanteil für den privaten Konsum ausgegeben wurde.

Die Amerikaner lebten weit über ihre Verhältnisse, hauptsächlich von Importen aus China. China finanzierte dies gerne, um im eigenen Land Wachstum und Arbeitsplätze zu sichern – dies wurde von Ferguson und Schularick (2008) als „sinoamerikanische Symbiose“ oder auch „Chimerica“ bezeichnet. Dieses Arrangement zum beiderseitigen Vorteil verursachte jedoch nach außen einige negative Nebenwirkungen.

Dass die USA so lange über ihre Verhältnisse leben konnten, lag an der Bereitschaft der restlichen Welt, Verbindlichkeiten in US-Dollar zu akkumulieren; Lawrence Summers (2004) beschrieb dieses Vorgehen als „International Vendor Finance“. Im Fall Chinas tat die Zentralbank noch ein Übriges, indem sie den Renminbi künstlich niedrig hielt, um durch Exporte Wachstum zu erzielen. Dies erfordert eine Intervention der Zentralbank auf den Devisenmärkten und den Kauf von Dollar mit Renminbi, und damit in Wirklichkeit einen Kredit an die Federal Reserve. Andernfalls hätte das Leistungsbilanzungleichgewicht eine Aufwertung der neuen Industrieländer Asiens erzwungen. Die USA agierten ihrerseits als „*Importer of Last Resort*“ (Summers, 2008).

Die Strategie, den Wechselkurs eines Landes durch Zentralbankintervention künstlich niedrig zu halten, ist nicht ohne Risiko. Sie mag vielleicht einen Wettbewerbsvorteil im Handel bringen, doch der Überschuss führt zu einem Liquiditätsüberhang in der Volkswirtschaft. Das Inflationsrisiko ist sehr hoch und kann sogar durch geldpolitische Sterilisierung nur eine Zeit lang abgewehrt werden. Japan hatte diese Strategie in den 1970er- und 1980er-Jahren verfolgt; die Folge war die japanische Bankenkrise in den späten 1980er-Jahren, von der sich das Land immer noch nicht vollständig erholt hat (Summers, 2004). Solch ein explosiver Druck baut sich möglicherweise auch in China auf, ist aber

vorläufig noch hinter unnatürlich hohen Sparguthaben von Unternehmen und Privatpersonen verborgen (Ferguson und Schularick, 2008).

Die Zentralbanken der asiatischen Überschussländer führten Devisenreserven durch das Bankensystem der Industrieländer zurück; das war jedoch nicht die einzige Quelle von Kapitalzuflüssen. Der steile Preisanstieg bei Rohstoffen, vor allem bei landwirtschaftlichen Produkten und Erdöl in der Mitte des Jahrzehnts führte zu einer Neuverteilung von Finanzkapital zu Gunsten von Ländern, die es nur begrenzt aufnehmen konnten. Es gab kaum eine andere Möglichkeit, als es durch das internationale Bankensystem zurückzuleiten. Es gab ausreichend Geld für willige Kreditnehmer.

Das führte zu der absurden Situation, dass die defizitären USA ersucht, ja sogar angefleht wurden, Geld von Überschussländern anzunehmen. Wäre der Zufluss nachfragegesteuert gewesen, wären die Renditen für amerikanische Wertpapiere stark gestiegen, während die Behörden mit der Finanzierung des anhaltenden Defizits kämpften. Stattdessen sanken die Renditen auf historische Tiefstände, was auf einen angebotsgesteuerten Zufluss schließen lässt. Für kurzfristige US-Wertpapiere bekommt man in US-Dollar fast keine Zinsen. Gibt es in den Gläubigerländern einen Anstieg des Wechselkurses - wie man das unter normalen Umständen erwarten würde - dann können die Verluste in Zusammenhang mit diesen Krediten in Landeswährung sehr hoch sein (Summers, 2004).

Da die Renditen für Geldmarktpapiere so niedrig waren, brauchte man eindeutig alternative Investitionsmöglichkeiten. Es gibt kaum Zweifel, dass die durch Intermediäre in das offizielle und Schattenbankensystem geleiteten Zuflüsse die Börsen immer weiter in die Höhe trieben. Das

gleiche gilt für Rohstoffe wie z. B. Öl. Andere geeignete Anlagemöglichkeiten fanden sich im großen Angebot an Mortgage Backed Securities (MBS) und anderen Arten von Collateralized Debt Obligations (CDOs). Diese versprachen nicht nur attraktive Renditen, sondern waren auch als extrem sicher eingestuft. Ausländische Zentralbanken und andere Institute investierten sehr viel in die von Fannie Mae und Freddie Mac begebenen Anleihen; der Schaden, den ein Zahlungsausfall am US-Schuldenmarkt angerichtet hätte, war der Hauptgrund, diese kollabierenden Institute unter staatliche Verwaltung zu stellen.

Die amerikanische Wohnraumfinanzierungspolitik. Es kam nicht überraschend, dass der Liquiditätsüberschuss den Weg zur Börse und in den Immobilienmarkt fand. Dies ist die klassische Entwicklung bei solchen internationalen Ungleichgewichten, wobei Rohstoffe eine weitere Möglichkeit bieten. Die Kombination Unmengen billigen Geldes mit der entsprechenden Regierungspolitik machte den amerikanischen Immobilienmarkt jedoch besonders anfällig für eine Blase.

Die Wohnbauförderung war lange Zeit Schwerpunkt der amerikanischen Sozialpolitik gewesen. Im Jahr 1977 wurde der „*Community Reinvestment Act*“ (CRA) verabschiedet, der verhindern sollte, dass Geschäftsbanken und Bausparkassen bei der Kreditvergabe – einschließlich Hypothekarkredite – Bewohner aus Wohnvierteln mit niedrigem Einkommen diskriminierten. Damit wurde der Praxis des sogenannten „Redlining“ Einhalt geboten, bei der die Lage und nicht nur wirtschaftliche Kriterien für die Kreditvergabe relevant sind. Dies war allerdings kein Subprime-Programm.

In den frühen 1990er-Jahren musste Fannie Mae einen gewissen Prozentsatz seiner Kredite für das Wohnbauförderungsprogramm reservieren, und ab 1999 mussten auch Kredite an jene Personen vergeben werden, die sonst nirgendwo einen Hypothekarkredit bekommen konnten. Im November 2000 verlangte das amerikanische Bauministerium (*United States Department for Housing and Urban Development, HUD*) von Fannie Mae, dass 50% aller Kredite an Familien mit niedrigem und mittlerem Einkommen vergeben werden; diese Verpflichtung konnte durch den Kauf von Wertpapieren, die durch Subprime-Hypotheken besichert waren, erfüllt werden. Im Jahr 2004 wurden Fannie Mae und Freddie Mac angewiesen, ihre Wohnbauförderungskredite auf 56% ihres gesamten Kreditgeschäfts zu erhöhen. In der Folge kauften diese Institute durch Subprime-Hypotheken besicherte Wertpapiere im Wert von 81 Mrd USD im Jahr 2003 und Wertpapiere um weitere 434 Mrd USD zwischen 2004 und 2006. So signalisierten sie deren vermeintliche Sicherheit und hielten damit die Nachfrage nach diesen Wertpapieren hoch.

In gewisser Hinsicht kann man die Ankündigung von Präsident Bush im Juni 2002, dass der Eigenheimbesitz bei Angehörigen von Minderheiten um mindestens 5,5 Millionen bis 2010 steigen solle, der folgenden, König Heinrich IV von Frankreich (1555–1610) zugeschriebenen Aussage gegenüberstellen:

“Si Dieu me prête vie, je ferai qu’il n’y aura point de laboureur en mon royaume qui n’ait les moyens d’avoir le Dimanche une poule dans son pot.”

Frei übersetzt wollte König Heinrich, dass sich jeder in seinem Reich, auch der einfachste Knecht oder Tagelöhner, am Sonntag ein Huhn im Topf leisten konnte. König Heinrich wurde für seine noblen Absichten verehrt, aber er war klug genug, keine persönlichen oder politischen Zusagen zu machen. Präsident George hingegen begann beste Finanzpraktiken zu ändern, um sein Versprechen Wirklichkeit werden zu lassen.

Zuerst wurden die halbstaatlichen Hypothekenfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac angewiesen, ihre Gelder in von Subprime-Hypotheken besicherten Wertpapieren anzulegen. Im Jahr 2001 erleichterte der „Commodity Futures Modernisation Act“ den Handel mit Kredit-Ausfallswaps für den Schattenbankensektor, zu dem auch Investmentbanken, Hedgefonds etc. gehörten. Der Versicherungsriese AIG wurde zu einem Hauptakteur auf diesem Markt. Das Gesetz entzog sie einer wirksamen Aufsicht und Regulierung, und durch die Senkung des Kreditrisikos wurden wahrscheinlich die Kreditgeber dazu verleitet, weniger vorsichtig zu sein.

Ab 2003 durften Hypothekengläubiger die herkömmlichen Kreditvergabekriterien wie z. B. Einkommen, Bonität, Fähigkeit zum Schuldendienst bei der Vergabe von Hypothekarkrediten ignorieren. Zum wichtigsten Kriterium wurde stattdessen die Fähigkeit des Kreditgebers, die Subprime-Kredite zu verbrieften. Und im Jahr 2004 hob die Börsenaufsicht SEC die sogenannte „Net Capital Rule“ für die fünf großen Investmentbanken auf, um ihnen die Möglichkeit zu geben, in ihren Bilanzen durch die Emission von Subprime-Hypotheken und ähnlichen Wertpapieren den Verschuldungsgrad noch weiter zu erhöhen. Das taten sie auch, manche bis zu einer Fremdkapitalquote von 30:1 oder sogar 40:1.

Während die nunmehr aufgeweichten Regeln und Kontrollen dazu führten, dass die Finanzindustrie kopfüber den schnellen Gewinnen hinterherjagte, zog die Kombination von Gier und Herdentrieb auch Wirtschaftsbetrug nach sich. Dieser nahm drei verschiedene Formen an (Black, 2008): Erstens wurden Kredite wissentlich mit falschen Angaben versehen; die Banken wussten genau, dass der Schuldner niemals in der Lage sein würde, den Kredit zurückzuzahlen, und Bankangestellte fälschten Dokumente, damit der Kredit bewilligt wurde. Zweitens wurden diese Informationen in öffentlichen Berichten nicht angegeben. Und drittens wurden diese Kredite an Dritte verkauft, ohne die Käufer darüber zu informieren, dass die Kredite niemals zurückgezahlt werden würden. Laut Black könnten an dieser „Betrugsepidemie“ 50% aller Nicht-Prime-Hypotheken beteiligt gewesen sein, d. h. Subprime und Alt-A-Hypotheken, sowie alle Kreditinstitute einschließlich IndyMac, Washington Mutual, Countrywide und noch viele andere. Und wahrscheinlich beschränkte sich dieser Betrug weder auf Hypothekarkredite noch auf die Vereinigten Staaten.

Die Attraktivität von Subprime-Hypotheken für Familien mit niedrigem und mittlerem Einkommen ist offensichtlich. So konnten auch sie am Konsumboom teilhaben. Ab 1997 begannen die Preise für Häuser rasant zu steigen, und durch die Lockerung der Bonitätskriterien konnten alle davon profitieren. Die Ausgestaltung der Hypotheken mit verlockend niedrigen Einstiegsrückzahlungen in den ersten Jahren, 100-prozentige Hypotheken oder Hypotheken, bei denen nur die Zinsen zurückzuzahlen waren, ermöglichten Privatpersonen die Aufnahme von weit mehr Fremdkapital, als andernfalls möglich gewesen wäre. So wurde den Privathaushalten eine Möglichkeit gegeben, von einem boomenden

Markt auf eine Art und Weise zu profitieren, wie sie früher nur Finanz- und Produktionsunternehmen zur Verfügung standen. Aus den Bedingungen von Subprime-Hypotheken geht nicht klar hervor, dass sie irgendeinen finanziellen Vorteil über die Laufzeit der Hypothek selbst beinhalteten.

Entwicklungen auf den Finanzmärkten. Politische Richtungswechsel trugen sicherlich zur Stimulation der bedeutenden strukturellen Entwicklungen bei, die damals auf den Finanzmärkten stattfanden. Die Profitgier in einem Umfeld lockerer Regulierung sorgte für den Rest.

Es begann mit der weitverbreiteten Umgehung bzw. Lockerung von Vorschriften zur Regulierung des Finanzmarktes, die das Finanzsystem vor genau jenen Risiken bewahren sollen, denen es schließlich zum Opfer fiel. Dies erfolgte durch die Entstehung eines Schattenbankensystems, das weitgehend von der Bankenaufsicht ausgenommen war. Die betreffenden Regeln sind das Reserve-Einlage-Verhältnis und der Liquiditätsgrad der Aktiva der Banken sowie die Fremdkapitalquote und die Eigenmittelquote einer breiten Palette von Finanz- und Quasi-Finanzinstituten. Dazu kommt noch die Trennung der Bankbilanzen in ein „Kreditbuch“ und ein „Handelsbuch“, wobei letzteres – wenn überhaupt – durch sehr wenige Vorschriften geregelt ist.

Die Vorschriften wurden missachtet – in der Theorie und in der Praxis. Mit Hilfe von Zweckgesellschaften oder Conduits – Rechtssubjekten, die auch tief in den Enron-Skandal verwickelt waren – wurden Vermögenswerte zwar geschickt aus den Bilanzen der Banken entfernt, jedoch oft nicht einmal aus dem Gebäude. Dadurch konnten in der Bilanz andere Vermögenswerte mit höheren Renditen aufscheinen, es wurden aber

trotzdem Erträge in Form von Managergehältern für die initiiierende Bank generiert. Die Handlungsfähigkeit der Währungsbehörden war eingeschränkt – entweder bedingt durch ein übertriebenes Festhalten an der Ideologie des freien Marktes, wie bei der US-Notenbank Fed, oder durch die Schwerfälligkeit einer zentralisierten Behörde, wie bei der EZB. In der Zwischenzeit konnte man zuschauen, wie streng regulierte Banken Transaktionen in nicht regulierte Bereiche umleiteten und durch die Umgehung von Vorschriften Gewinne machten.

Eine besonders wichtige Rolle spielten die sogenannten Structured Investment Vehicles (SIVs) und Zweckgesellschaften (Special Purpose Vehicles – SPVs). Diese wurden üblicherweise von den Banken als rechtlich eigenständige Gebilde gegründet, wodurch die Bank vermeintlich gegen ein Insolvenzrisiko der SIV oder SPV geschützt war.

Das separate rechtliche Gebilde kaufte dann langfristig verbrieftete Kredite von der Bank und finanzierte den Kauf durch die Emission von forderungsunterlegten Wertpapieren (Asset-Backed Commercial Papers – ABCPs).

Die ABCPs waren durch die finanziellen Vermögenswerte in der Bilanz der SPV besichert. Sie mussten jedoch alle 90 bis 180 Tage übertragen werden, während die verbrieften Kredite langfristig und möglicherweise risikobehaftet waren. Solange der Markt funktionierte, war der Spread sehr vorteilhaft. In den Jahren 2007/2008 fiel jedoch der Wert der langfristigen Vermögenswerte dramatisch und die Kreditgeber wollten keine ABCPs kaufen. Dies führte zum Notverkauf von Vermögenswerten bzw. in manchen Fällen nahm die originierende Bank die fragwürdigen Werte wieder in ihre Bilanz auf.

Zweitens gab es eine Reihe von Innovationen auf den Finanzmärkten, die die Anhäufung eines mehrschichtigen Schuldenbergs auf relativ schmaler und instabiler Basis ermöglichten: Die erste Schicht bildeten Subprime-Hypotheken – relativ neue Instrumente, die zwar nicht den Regeln einer soliden Finanzierung entsprachen, aber starken Rückhalt von offizieller Seite genossen. Dann kam die Schicht der Schuldenverbriefung. Durch sachkundiges finanztechnisches Geschick, d. h. die Bündelung und Entbündelung von Cash Flows und deren Aufteilung in Risikotranchen, war es möglich, Wertpapiere zu konstruieren, deren verschlungene Cash-Flow-Pfade schwer nachvollziehbar waren – wenn sich überhaupt jemand die Mühe hätte machen wollen. Da der eigentliche Investor weit weg von der Person war, die die Kreditrisikoanalyse des Kreditnehmers durchführte, wurde auf die üblichen Vorsichtsmaßnahmen verzichtet.

Und da die Ratingagenturen die Struktur der MBSs und CDOs so „undurchsichtig“ fanden, wie es derzeit bevorzugt heißt, erweckte es den Anschein, als hätten sie für diese Papiere die gleichen Bewertungskriterien angewandt wie für ähnlich klingende, tatsächlich aber ganz andere Wertpapiere. Wie wäre es sonst zu erklären, dass eine Wertpapiertranche basierend auf Subprime-Hypotheken oder anderen Subprime-Krediten ein AAA-Rating bekommen konnte? Diese unglaubliche Transformation machte diese Papiere als Investitionsinstrumente für wichtige Finanzinstitute, Pensionsfonds etc. nicht nur in den USA, sondern weltweit geeignet.

Das Ausmaß des Problems schien sich auf der nächsten Stufe jedoch vervielfacht zu haben. Die Finanzindustrie begann, sämtliche Arten der Schuldentrückzahlung durch die Emission von Kredit-Ausfallswaps

(*Credit Default Swaps* – CDS) zu versichern. Ein Kreditgeber kauft einen CDS, um sich gegen das Ausfallsrisiko eines Schuldners abzusichern – grundsätzlich eine blendende Idee. Obwohl der CDS-Markt einen Wert von etwa 65 Billionen USD hat, gibt es für diese derivativen Finanzinstrumente keine organisierte Börse; sie werden rein außerbörslich gehandelt. Dadurch wird die Preisfeststellung für CDS subjektiv, undurchschaubar und im Großen und Ganzen fast unmöglich zu kalkulieren. Dazu kommt noch, dass ein CDS ab Emission eine fünfjährige Laufzeit hat.

Sämtliche Versicherungspolizen können wunderbar profitabel sein – egal wie ungenau die Risiken bewertet sind – bis zu dem Zeitpunkt, an dem die Ansprüche geltend gemacht werden. Mit einem neuen Produkt, das gegen eine schwache Konjunktur versicherte und in Zeiten des Wohlstands eingeführt wurde, erfuhr der CDS-Markt fantastisches Wachstum und Rentabilität. Die Vergütung von Swap-Emittenten basierte auf dem generierten Transaktionsumfang, sodass ein CDS, nachdem er für einen bestimmten Kredit ausgestellt war, möglicherweise zehn Mal oder öfter verkauft wurde – einmal an den Kreditgeber, der sein Risiko absicherte, und neun Mal an reine Spekulanten, die mit dem Kredit nichts zu tun hatten und einfach auf den Ausfall eines Dritten setzten (Gilani, 2008a und 2008b).

Derzeit herrscht große Uneinigkeit, wie groß die Risiko-Exponierung des CDS-Marktes tatsächlich ist. Viele Kontrakte sind Gegengeschäfte, z. B. versichert Bank A einen von Bank B vergebenen Kredit. Als Absicherung gegen das entstehende Risiko kauft Bank A ein CDS von Bank D, welche ihrerseits das gleiche bei Bank E tut. Es gibt dann also drei CDSs, aber nur einen zu versichernden Kredit. Die übrigen Kontrakte gleichen sich

aus. Durch die Größe des CDS-Marktes wird das Risiko sicher als zu hoch dargestellt, doch ist nicht bekannt, in welchem Ausmaß es überschätzt wird. Es ist aber zu einem gewissen Grad beruhigend, dass der CDS-Markt nach dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers noch reibungslos funktioniert.

Erwartungsgemäß wurden die verbrieften Kredite weltweit verkauft und in anderen Ländern imitiert. Wie oben erwähnt halten Fondsmanager und Banken Ausschau nach Vermögenswerten mit hoher Rendite und günstigen Risikomerkmale. Die neuen Finanzinstrumente mit ihren ausgezeichneten Ratings und guten Renditen boten eine wunderbare Gelegenheit. Das verbesserte Risiko/Ertrag-Verhältnis könnte man mit verbesserter Effizienz begründen, die durch die geschickte Nutzung des Finanzsystems erzielt worden war, oder es könnten auch andere, negativ behaftete Faktoren eine Rolle gespielt haben. Leider stellte sich heraus, dass Letzteres zutraf.

Die Krise brach in zwei Wellen los. In der ersten Welle wurden Finanzinstitute mit verdächtigen Wertpapieren oder „Giftmüll“ in ihren Bilanzen von den Märkten hart bestraft. Die Aktienkurse brachen ein und Investoren zogen ihre Mittel ab. Dieses Problem wurde durch intransparente Zusammenhänge zwischen Anlagebewertung, Berichtserfordernissen zum Zeitwert und Eigenmittelausstattung noch verstärkt. Auch die CDS-Inhaber, deren Versicherung wertlos geworden wäre, wenn die Aussteller der CDS ausfallen – wie es beinahe mit AIG geschehen wäre –, spielten eine wichtige Rolle. Die Lage kann sich unglaublich schnell ändern, und vielen Bankdirektoren war wenige Tage, bevor sie von den negativen Marktentwicklungen überrollt wurden, noch nicht bewusst, dass ihre Banken gefährdet waren.

Die zweite Welle ist in vielerlei Hinsicht schwieriger zu beschreiben. Finanzinstitute mit Liquiditätsüberschuss waren wegen adverser Selektion nicht mehr bereit, als Intermediär diese Gelder an weitere Kreditnehmer zu vergeben. Die Räder des Finanzsystems haben sozusagen aufgehört sich zu drehen. Versuche der US-Notenbank Fed, der EZB und anderer, die Krise dadurch zu mildern, dass sie die Leitzinsen senkten und Liquidität in die Märkte pumpten, haben bisher das Problem nicht gelöst.

Es hilft nicht, die Banken mit Liquidität zu überschwemmen, wenn diese dann auf Grund von adverser Selektion zu ängstlich sind, diese Liquidität weiterzugeben. Die Empfängerbanken sitzen vielmehr auf ihrem Geld und fürchten sich ein kleines bisschen weniger davor, was in anderen Bereichen ihrer Anlagenportfolios passieren könnte. Es hat auch keinen Sinn, sich von einer Senkung der Refinanzierungssätze der Banken um das eine oder andere Viertelprozent etwas Entscheidendes zu erwarten. Besser man verliert ein oder zwei Prozent Ertrag als den ganzen Kredit.

Es gibt aber noch eine andere mögliche Erklärung für den begrenzten Erfolg der bisher ergriffenen Maßnahmen. Tatsache ist, dass viele Banken unterkapitalisiert sind. Dies könnte an übermäßiger, aggressiv betriebener Fremdfinanzierung in guten Zeiten liegen, aber genauso an Verlusten durch gesunkene Vermögenswerte. Wenn die Banken auf Grund von Unterkapitalisierung dringend den Fremdkapitalanteil senken möchten, werden sie vermutlich von niemandem Geld leihen, nicht einmal von der Zentralbank, da dies ein Schritt in die falsche Richtung wäre. In diesem Fall erscheinen nicht einmal profitable Intermediationsmöglichkeiten attraktiv.

Die internationale Ausbreitung der Krise erreichte eine neue Dimension, als Lehman Brothers fallen gelassen wurde und bankrott ging. Dies könnte mit der übertriebenen Bewunderung für das amerikanische System zu tun haben, das unsere führenden Politiker jahrelang unterstützt haben und dadurch die Erwartung geweckt haben, dass Europa seine Banken auf die gleiche Art und Weise behandeln würde. Dass Bear Stearns gerettet werden musste, schockierte, doch das Schicksal von Lehman rüttelte endgültig wach und machte alle Beschwichtigungsversuche nichtig.

Empfehlungen für die Bewältigung der Krise

Als erstes muss man sich bewusst machen, dass jede Krise irgendwann zu Ende ist – oder zumindest war das in der Menschheitsgeschichte bisher immer der Fall. Auch diese Krise wird vorbeigehen; welcher Preis dafür bezahlt werden muss, bleibt jedoch abzuwarten.

Was unternommen werden sollte, hängt jedoch davon ab, ob wir nur den Brand löschen wollen oder ob wir, wie in Situationen nach einer Krise angebracht, ein neues Feuer verhindern möchten.

Für die von der Krise geschüttelten Banken ist die nützlichste Lehre aus der jüngsten Erfahrung die Tatsache, dass das hilfreichste Instrument eine staatliche Garantie ist, die im Namen der Gesellschaft von der Regierung gegeben wird. Die Garantie sollte alle Einlagen sowohl von Unternehmen als auch Privatpersonen, große und kleine Beträge sowie Termingelder und Sichteinlagen umfassen. Wie von Rhodes, Stelter, Saumya und Kronimus (2008) dargelegt, baut das Finanzsystem auf drei Säulen auf: Kapital, Liquidität und Vertrauen. Eine bedingungslose

Staatsgarantie bedient alle drei, ist jedoch auf lange Sicht keine wünschenswerte Lösung.

Ist die akute Krise vorbei, müssen als erstes die Geldmärkte wieder funktionsfähig gemacht werden. Angesichts der adversen Selektion ist dies keine einfache Aufgabe. Das Federal Reserve System hat jedoch demonstriert, dass der Interbankenmarkt wieder in Schwung gebracht werden kann, wenn die Banken geeignete Staatsgarantien erhalten. Alternativ kann die Regierung oder, als deren Vertreter, die Zentralbank Intermediary of Last Resort werden und als Clearingstelle für sämtliche Interbankenkredite fungieren.

Der Markt für Commercial Paper und Wertpapierpensionsgeschäfte ist ebenso wichtig, weil er großen Konzernen Betriebskapital zur Verfügung stellt. Ein Versagen dieser Märkte beschleunigt das Übergreifen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft. Der Staat oder die Zentralbank muss diese Märkte möglicherweise ebenfalls stützen.

Wenn die große Krise vorbei ist, hat die Ausstattung der Banken und anderer Finanzinstitute mit ausreichend Eigenkapital höchste Priorität. Dies ist aus mehreren Gründen wichtig: Erstens werden die Kapitalmärkte unmittelbar nach der Krise sehr schwach sein, sodass die Banken vielleicht nicht in der Lage sind, sich von den Kapitalmärkten zusätzliches Kapital zu holen. Zweitens werden unterkapitalisierte Banken möglicherweise ihren Fremdkapitalanteil reduzieren müssen, sodass sie ihre Rolle als kommerzieller Kreditgeber eine Zeit lang nicht ausüben können. Und schließlich sind unterkapitalisierte Banken der Gefahr einer feindlichen Übernahme zu einem Schnäppchenpreis ausgesetzt.

Kapital sollte jedoch immer in Form eines Stammkapitalanteils zugeführt werden. Verständlicherweise sind Bankaktionäre und das Management darüber nicht erfreut. Wenn aber ein Staat eine krisengeschüttelte Bank rettet, warum sollten dann die Regierung und der Steuerzahler nicht auch Vorteile daraus ziehen und von der Kurserholung an der Börse profitieren, wenn sich die Wirtschaftslage allmählich bessert? Darüber hinaus sorgt vielleicht die Tatsache, dass die Aktionärsinteressen eventuell durch die Kapitalzuführung des Staates leiden, dafür, dass die Aktionäre sich in Zukunft aktiver für die Tätigkeit des Managements interessieren. Dadurch sollten die Agency- und Moral Hazard-Probleme entschärft werden, die durch eine Rettung in Form von Kapitalhilfe-Krediten aus öffentlichen Mitteln entstehen können.

Ein weiteres Problem, das dringend in Angriff genommen werden muss, ist die Regulierung des Finanzsystems. Es sollte keine unregulierten oder schwach regulierten Finanzintermediäre geben. Alle Intermediäre, egal ob Banken, Hedgefonds, Anleiheversicherer oder ähnliches, sollten den gleichen Offenlegungs- und Aufsichtsgesetzen unterliegen. Hedging-Geschäfte sollten da nicht ausgenommen sein. Das Ziel ist schließlich eine vernünftige Regulierung, keine Strangulierung.

Auf internationaler Ebene sind einige Schwellen- und Entwicklungsländer von der Krise besonders stark betroffen. In erster Linie sind dies Länder, die sehr stark von Fremdwährungskrediten abhängig sind und unter den kurzfristigen Wechselkursschwankungen extrem leiden. In Krisenzeiten sollten solche Länder nicht zögern, Devisenkontrollen zu verordnen. Vom Prinzip her besteht kein Unterschied zu dem oft beobachteten Phänomen, dass die Börsen die Handelstätigkeit temporär aussetzen, wenn die Handelsbedingungen zu turbulent werden.

Die Frage, ob Länder nach einer Finanzkrise versuchen sollten, das Wechselkurssystem zu reparieren, bleibt allerdings offen. Die Euro-Länder wurden zwar von Wechselkursvolatilitäten mit engen Handelspartnern verschont, nicht aber von der Finanzkrise selbst. Nur in einer Welt mit einer Einheitswährung à la Mundell (2008) ist es möglich, Wechselkursschwankungen ganz zu vermeiden. Ansonsten fungieren Wechselkurse als eine Art Stoßdämpfer in der Weltwirtschaft. Sämtliche Maßnahmen zur Reduzierung ihrer Wirkungsweise werden nur andere Probleme heraufbeschwören, wie beispielsweise die weltweite Ausbreitung der Inflation. Aber: Man hat die Wahl!

Zum Schluss sei noch gesagt: Der G-20-Gipfel der Staats- und Regierungschefs in Washington zum Thema Finanzmärkte und Weltwirtschaft am 14./15. November 2008 war aus mehreren Gründen bemerkenswert. Zum ersten Mal nahmen auch Länder wie China, Indien, Mexiko oder die Türkei an der hochkarätig besetzten Diskussionsrunde über globale Wirtschaftsreformen teil und waren nicht auf die Rolle des Zuschauers reduziert. Dies signalisiert deutlich eine Neubewertung des globalen Gleichgewichts der Kräfte. Bei dem Treffen wurde auch ein transparenter, detaillierter Lösungsentwurf für die globale Krise erstellt: international koordinierte fiskal- und geldpolitische Maßnahmen, internationale Aufsicht über weltweit operierende Großbanken, Überarbeitung von internationalen Bilanzierungsstandards und die Stärkung der Rolle internationaler Institutionen wie des IWF und der Weltbank. Einzelheiten darf man vom nächsten Treffen der G-20-Finanzminister am 31. März 2009 erwarten. Dies ist ein Signal der Hoffnung für die Zukunft.

Literaturverzeichnis

- Androsch, H. 1985. Die politische Ökonomie der österreichischen Währung. Orac Verlag, Wien.
- Androsch, H. 2008a. "We are likely to be left with no single global currency" in *International Economy*, Frühjahr.
- Androsch, H. 2008b. "The Financial Contagion is Now Spreading Worldwide" in *Europe's World*, Sommer.
- Black, W. 2008. "Clear Fraud in Financial Crisis – Why Isn't Anyone in Jail?"
<http://finance.yahoo.com/tech-ticker/article/133224/Former-Regulator-Clear-Fraud-in-Financial-Crisis---Why-Isn%27t-Anyone-in-Jail?tickers=BAC,WM,CFC,XLF,JPM>.
- Bloomberg.com. (2008). "GMAC Leaves Individuals With \$ 15 Billion of Car Lender's Junk", Zugriff am 7. November 2008.
- Bordo, M. D. 1981. "Monetary Regimes and Economic Performance", *Scandinavian Journal of Political Science*.
- Cavallo, M. 2005. "To Float or Not to Float? Exchange Rate Regimes and Shocks", *Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2005-1.
- Dean, J. W. 2003. "Exchange Rate Regimes for the 21st Century: Asia, Europe, and the Americas", Präsentation an der Carlton University, Ottawa, und CAERU Working Paper.
- Dehejia, V. H. 2003. "Choice of Monetary/Exchange Rate Regimes: Concepts and Arguments", Vortrag am wiw, unveröffentlicht, Oktober.
- Eichengreen, B. 2008. *Globalising Capital: A History of the International Monetary System*, (2. Ausgabe) Princeton University Press.
- Eichengreen, B. and M. Flandrau. 1997. "Editors' Introduction" in Eichengreen and Flandrau (Eds.) *The Gold Standard in Theory and History*, (2. Ausgabe) Routledge.
- Ferguson, N. and M. Schularick. 2008: "Chimerica and Global Asset Markets" unveröffentlicht.
- Fischer, S. 2001. "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", *Finance and Development*, IWF Juni.
- Frankel, J. 1995. "No single currency regime is right for all countries or at all times", Graham Lecture, *Essays in International Finance No 215*, Princeton University Press. Auch NBER Working Paper No. 7338, National Bureau of Economic Research.
- Friedman, M. 1953. "The Case for Flexible Exchange Rates", in Friedman, M. *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press.
- Garber, P. M. 1993. "The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System", chapter 9 in Bordo and Eichengreen, *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, NBER, University of Chicago Press

- Gilani, S. 2008a. "The Real Reason for the Global Financial Crisis ... the Story No One's Talking About" Money Morning, moneymorning.com, 18. September.
- Gilani, S. 2008b. "How Complex Securities, Wall Street Protectionism and Myopic Regulation Caused a near Meltdown of the US Banking System", Money Morning, moneymorning.com, 24. September.
- Grenville, S. A. 2000. "Exchange Rate Regimes for Emerging Markets", Reserve Bank of Australia Bulletin, November.
- Hankel, W. 2008. „König Midas – oder der als Geldfortschritt getarnte Kreditbetrug“, Gastkommentar, Frankfurter Rundschau 25. Oktober 2008.
- Jao, Y. C. 2003. The Asian Financial Crisis and the Ordeal of Hong Kong, Quorum Books.
- Jao, Y. C. 2003. "Written Views on the Governance of the HKMA", www.legco.gov.hk/yr02-03/english/panels/fa/papers/fa0602cb1-1788-7e.pdf.
- Johnson, H. G. 1972. "The Case for Flexible Exchange Rates", in H. G. Johnson, Further Essays in Monetary Economics, London: Allen and Unwin.
- Meese, R. A. and K. Rogoff. 1983. "Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit Out of Sample?", Journal of International Economics, 14.
- Mundell. R. A. 1961. "A Theory of Optimum Currency Areas", American Economic Review.
- Mundell. R. A. 1999. "A Reconsideration of the 20th Century", Überarbeitung des Vortrags bei der Verleihung des Nobelpreises.
- Mundell. R. A. 2008. "The Case for a World Currency", Unterlage für einen Vortrag beim Wiener Nobelpreisträgerseminar im Oktober 2008.
- Rhodes, D., D. Stelter, S. Saumya and A. Kronimus. 2008. "Collateral Damage: What the Crisis in Credit Markets Means for Everyone Else", The Boston Consulting Group, Report, Oktober.
- Schumpeter. J. A. (2008): "Das Wesen des Geldes" (unveröffentlichtes Manuskript aus dem Nachlass, datiert 1929, posthum veröffentlicht.).
- Summers, L. 2004. "The U.S. Current Account Deficit and the Global Economy", The 2004 Per Jacobsson Lecture, Washington D.C.
- Summers, L. 2008. "The Global Consensus on Trade is Unravelling", Financial Times, 25. August 2008.
- Wyplosz, C. 1998. "Globalised Financial Markets and Financial Crises", Vortrag bei der Konferenz "Coping with Financial Crises in Developing and Transition Countries", Amsterdam, März 1998.

Zum Autor

Hannes Androsch, Dr., geb. 1938 in Wien, Studium an der Hochschule für Welthandel in Wien, beeideter Wirtschaftsprüfer und Steuerberater; 1964–1983 Mitglied des Bezirksvorstandes und 1984–1995 stellvertretender Bezirksobmann der SPÖ Floridsdorf, 1967–1981 Abgeordneter zum Nationalrat und 1974–1981 stellvertretender Parteivorsitzender der SPÖ.

1970 wurde Dr. Hannes Androsch von Bundeskanzler Dr. Bruno Kreisky als Bundesminister für Finanzen berufen. Diese Funktion übte er in der Nachfolge von Stephan Koren bis 1981 aus. Von 1976–1981 war er auch Vizekanzler.

Nach seinem Ausscheiden aus der Politik war Dr. Hannes Androsch bis 1988 Generaldirektor der Creditanstalt-Bankverein, die unter seiner Führung zur monetären Visitenkarte Österreichs wurde. Er ist heute als Industrieller tätig und vielfältig gesellschafts- und wirtschaftspolitisch engagiert. Hannes Androsch hat eine nach ihm benannte Stiftung bei der Österreichischen Akademie der Wissenschaften errichtet und ist u. a. Vorsitzender des Universitätsrates der Montanuniversität Leoben, Vorsitzender des Aufsichtsrates der AIT Austrian Institute of Technology, stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrates der FIMBAG Finanzmarkt-beteiligung Aktengesellschaft des Bundes und österreichischer Regierungskommissär für die EXPO 2010 in Shanghai.

Verfasser zahlreicher Bücher, Artikel und Kommentare zu Wirtschaft und Politik, darunter „Zwei Jahrzehnte wechsellvoller Verbundenheit. In: W. Clement, K. Socher (Hg.), Stephan Koren. Wirtschaftsforscher und Wirtschaftspolitiker in Österreich“ (1989); Zuletzt u. a. erschienene Publikationen: „Wirtschaft und Gesellschaft. Österreich seit 1945“ (2. aktualisierte Auflage 2007); „Im Wendekreis der Weltwirtschaft. In: Beppo Mauhart (Hg.), Hannes Androsch. Ein Kaleidoskop rund um den 70. Geburtstag“ (2008); „Der Krise gemeinsam gegensteuern. In: Europäische Rundschau 2009/1“.

www.androsch.com