

Internationale Währungsordnung oder -unordnung?

Referat von

Jean-Pierre Roth

Präsident des Direktoriums der
Schweizerischen Nationalbank

Universität St. Gallen

Dienstag, 14. November 2006

Der Referent dankt Herrn Dr. Umberto Schwarz, Internationale Währungsbeziehungen, Schweizerische Nationalbank, Zürich, für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats.

Sehr geehrte Damen und Herren

Ich freue mich sehr, heute Abend zu Ihnen zu sprechen. Ich möchte einige Betrachtungen über das Wesen der internationalen Währungsbeziehungen anstellen. Genauer gesagt möchte ich der folgenden Frage nachgehen: Besteht heute eine internationale Währungsordnung oder eher eine internationale Währungsunordnung?

In der Vergangenheit war das Wort "Währungsordnung" gleichbedeutend mit "Wechselkursregime". Der Goldstandard und das System fixer Wechselkurse waren von der internationalen Gemeinschaft als *best practice* anerkannt. Heute gibt es diese einheitliche Betrachtungsweise nicht mehr. Heisst das also, dass die "Währungsordnung" durch eine "Währungsunordnung" abgelöst wurde? Meines Erachtens wäre eine solche Schlussfolgerung falsch: Die Ordnung ist vorherrschend, doch Tendenzen zur Unordnung dauern an.

Ich möchte diese These anhand von zwei spezifischen Entwicklungen, welche die internationalen Währungsbeziehungen im letzten Jahrzehnt geprägt haben, veranschaulichen: erstens der Übergang zu marktkonformeren und folglich krisenresistenteren Wechselkursregimen, und zweitens die zunehmende Liberalisierung des Kapitalverkehrs – die Globalisierung im Finanzbereich –, welche die nationalen Finanzmärkte immer stärker dem internationalen Wettbewerb aussetzt. Der erste und der zweite Teil meines Vortrags beschreiben die besagten zwei Entwicklungen, die sich für die internationale Währungsordnung günstig auswirken.

Tendenzen zur Währungsunordnung bleiben jedoch bestehen. Diese Tendenzen sind vielschichtig. Darauf gehe ich im dritten Teil meines Vortrags ein. Die Ausgestaltung der internationalen Währungsordnung beeinflusst selbstverständlich die Rolle des Internationalen Währungsfonds, aber auch die Führung unserer Geldpolitik. Auf diese Thematik gehe ich in den Teilen vier und fünf meines Vortrages ein.

1. Übergang zu krisenresistenteren Wechselkursregimen

Die in den letzten Jahren eingeführten Wechselkursregime sind im Allgemeinen krisenresistenter als die früheren Regime fixer Wechselkurse. Die Erfahrung hat nämlich gezeigt, dass die traditionellen fixen Wechselkurse in einer Welt, in der die nationalen wirtschaftlichen Gegebenheiten noch weit auseinander klafften, kaum von Bestand waren. In der Folge erlebten wir eine Polarisierung der Währungsregime, namentlich in den Industrie- und in den Schwellenländern. Diese Polarisierung zeichnet sich am einen Ende des Spektrums durch eine Verbreitung der Regime mit völlig flexiblen Wechselkursen und

am anderen Ende durch einen ausgeprägten Trend zur Währungsintegration, also zur extremstmöglichen Form fixer Wechselkurse, aus. Dabei sind diese beiden gegensätzlichen Regime, also die völlig flexiblen Wechselkurse und die extrem rigiden Wechselkurse, krisenresistenter als die Regime, die früher weit verbreitet waren.

Unter völlig flexiblen Wechselkursen verstehe ich solche, die sich grundsätzlich frei nach den Marktkräften richten. Die Geldpolitik strebt keinen bestimmten Wechselkurs an, sondern eine spezifische Inflationsrate oder eben die Preisstabilität. Dieses Ziel kann mit Auflagen bezüglich Beschäftigung, Wirtschaftswachstum und Finanzstabilität verbunden sein. Selbstverständlich kann die Zentralbank je nach Umständen die Wechselkursentwicklung bei der Festlegung ihrer Politik mitberücksichtigen, ein eigentliches Wechselkursziel verfolgt sie aber nicht. Die USA, das Vereinigte Königreich, Norwegen, Schweden sowie die Schweiz gehören zu den Ländern mit völlig flexiblen Wechselkursen. Das Gleiche gilt für die Eurozone als Ganzes: Der Wechselkurs des Euro ist gegenüber allen anderen Währungen frei.

Ganz anders präsentiert sich die Lage in den Mitgliedsstaaten der Eurozone. Diese Länder haben sich mit dem Schritt zur Währungsintegration auf ein extrem rigides Regime der fixen Wechselkurse festgelegt. Die Geldpolitik jedes einzelnen Mitgliedslandes ist dabei nicht nur gegenstandslos geworden, sondern als solche inexistent. Von der Geldpolitik Deutschlands oder Frankreichs zu sprechen, macht in diesem Fall keinen Sinn mehr.

Zu den extrem rigiden Regimen mit fixen Wechselkursen gehören auch die formale, also die verfassungsmässig oder gesetzlich verankerte Dollarisierung sowie das *Currency Board*. In einer dollarisierten Wirtschaft spielt die nationale Währung keine Rolle mehr, denn sie ist durch eine ausländische Währung ersetzt worden. Im Fall eines *Currency Boards* bleibt die nationale Währung im Umlauf, doch die Geldschöpfung ist direkt an die Fremdwährungsbestände der Zentralbank gekoppelt. Die Währungsbehörde schöpft Geld nur in dem Mass, als die nationale Währung vollkommen durch Fremdwährung gedeckt ist. Sowohl die Dollarisierung wie auch das *Currency Board* führen ebenfalls zu einem totalen Verlust der eigenständigen Geldpolitik. Die Auswirkungen sind damit ähnlich wie bei einer Währungsintegration.

Die Zwischenformen von Wechselkursregimen

Die Zwischenformen von Wechselkursregimen umfassen alle Regime mit fixen, aber anpassbaren Wechselkursen. Die Geldpolitik ist dabei ausschliesslich auf die Einhaltung eines Wechselkurses ausgerichtet, sei es gegenüber einer einzelnen Währung oder

gegenüber einem Währungskorb oder sei es innerhalb eines Bandes, unabhängig davon, ob das Band eng oder breit ist und ob es regelmässig angepasst wird oder nicht. Diese Zwischenformen sind vor allem dann von Nutzen, wenn die Zentralbank keine eigenständige Geldpolitik zu betreiben vermag. Sie sind jedoch krisenanfälliger als die Systeme mit völlig flexiblen oder extrem rigiden Wechselkursen.

Beispiele, die dies illustrieren, gibt es zuhauf. 1973 brach das System von Bretton Woods mit seinen festen, aber anpassbaren Wechselkursen zusammen. Dies war die Folge der unangemessenen und unter den Industrieländern nicht abgestimmten Geld- und Finanzpolitik. Die Krise des Europäischen Währungssystems im Jahr 1992 führte zu einer massiven Ausweitung der Bandbreiten für Wechselkursschwankungen. Und in vielen krisengeschüttelten Schwellenländern mussten unter dem Druck der Ereignisse die fixen, aber anpassbaren Wechselkurse aufgegeben werden. Beispiele sind: Argentinien, Brasilien, Mexiko, Uruguay, Indonesien, Malaysia, die Philippinen, Südkorea, Thailand und die Türkei. Kurz gesagt, ziehen die Zwischenformen allzu oft Krisen nach sich, denn die wirtschaftliche Anpassung erfolgt mit Verspätung und nur unter dem Druck der Ereignisse. Die Zwischenformen verzögern also die Anpassung, ohne sie zu verhindern, und tragen somit zur Verstärkung der Krisen bei.

Völlig flexible Wechselkursregime

Völlig flexible Wechselkursregime hingegen unterliegen nicht den Nachteilen der Zwischenformen von Wechselkursregimen. Die Wechselkurse können sich hier anpassen, wenn die nationale Inflationsrate, die Produktivität oder die Wirtschaftsentwicklung von der Entwicklung im Ausland abweicht. Eine solche Abweichung kann zum Beispiel infolge einer unterschiedlichen Geld- oder Finanzpolitik, einer wirtschaftlichen Verlangsamungs- oder einer Aufholphase (*catching up*) auftreten. So stützen freie Wechselkurse die stetige Anpassung der Wirtschaft.

Die Erfahrungen der Schweiz mit flexiblen Wechselkursen sind in dieser Hinsicht beispielhaft. Anders als vor 1973 ergibt sich die Inflationsrate in der Schweiz nicht mehr als Folge der Wahrung einer bestimmten Parität. Die Entwicklung der inländischen Produktivität und Einkommen führte zu einer realen Frankenaufwertung, was unsere Kaufkraft im Ausland erhöht hat. Dieser Prozess verlief gewiss nicht reibungslos. Zeitweise nahm der Aussenwert des Frankens massiv zu. Doch insgesamt bin ich davon überzeugt, dass wir dank den flexiblen Wechselkursen einerseits eine eigenständige, auf die Bedürfnisse unseres Landes abgestimmte Geldpolitik zu führen vermochten und dass unsere

Wirtschaft andererseits ständig einen Ansporn hatte, sich an die weltwirtschaftlichen Gegebenheiten anzupassen.

Extrem rigide Wechselkursregime

Extrem rigide Wechselkursregime sind den Zwischenformen von Wechselkursregimen ebenfalls vorzuziehen. Sie bedingen, dass die Zentralbank ihre Politik ausschliesslich auf die Wahrung eines Wechselkurs-Verhältnisses ausrichtet. Dadurch wird die Glaubwürdigkeit des Währungsregimes erhöht. Eine wichtige Bedingung muss jedoch erfüllt sein: Ein anderer Ausgleichsmechanismus muss die Rolle der flexiblen Wechselkurse übernehmen, denn die nationalen Gegebenheiten bleiben trotz Integrationsbemühungen unterschiedlich. Im Fall einer Währungsunion können die volle Arbeitsfreizügigkeit oder ein Finanzausgleich diese Rolle übernehmen. Beide Mechanismen setzen eine gewisse politische Integration voraus. In den Ländern der Eurozone gilt entweder bereits die volle Arbeitsfreizügigkeit oder sie wird demnächst eingeführt. In den Kantonen der Schweiz und den Gliedstaaten der USA kommen beide Mechanismen zur Anwendung. Eine andere Frage ist, ob einer der beiden Mechanismen genügt oder ob beide nötig sind – sie würde jedoch den Rahmen dieses Vortrags sprengen.

Wenn eine politische Integration fehlt, was in Ländern mit einer Dollarisierung oder mit einem *Currency Board* meistens der Fall ist, existieren häufig keine solchen Mechanismen. Diese Länder sind nämlich politisch nicht an das Land gebunden, dessen Währung sie in ihren Transaktionen oder zur Deckung ihrer Geldschöpfung verwenden. So bleibt ihnen nichts anderes übrig, als ihre wirtschaftlichen Rahmenbedingungen an jene der USA oder des Landes, dessen Währung sie im *Currency Board* verwenden, anzupassen. In vielen Fällen ist das durchaus möglich. Das extrem rigide Wechselkursregime lässt den Behörden genügend Zeit, die Wirtschaftspolitik auf die langfristigen Bedürfnisse des Landes auszurichten.

Wird die zur Verfügung stehende Zeit allerdings wegen ungünstiger politischer Bedingungen im Inland nicht zweckmässig genutzt, büsst das Wechselkursregime seine Stabilität ein, auch wenn es noch so rigid ist. Es gleicht sich dann den Zwischenformen an, mit den bekannten Folgen, was die Krisen anbelangt. So gelang es zum Beispiel Argentinien gegen Ende der 90er-Jahre nicht, seine dollarisierte Wirtschaft auf den Kurs der USA auszurichten. In der Folge gab Argentinien 2001 die feste Bindung zum Dollar auf.

Fazit

Im Grossen und Ganzen sind völlig flexible Wechselkurse sowie die extrem rigiden Wechselkursregime krisenresistenter als die Zwischenformen von Wechselkursregimen. Die Anzahl Länder, die zu einem völlig flexiblen oder extrem rigiden Wechselkursregime übergegangen ist, hat zwischen 1990 und 2004 stark zugenommen. Ihr Anteil unter den IWF-Mitgliedsländern ist von knapp einem Drittel auf etwas mehr als die Hälfte angestiegen.¹ Die Zunahme ist noch ausgeprägter, wenn nur die fortgeschrittenen Volkswirtschaften betrachtet werden. Bei diesen erhöhte sich der Anteil nämlich von 26% auf 96%. Unter den Schwellenländern stieg dieser Anteil von 23% auf 59%. In den Entwicklungsländern fiel der Anstieg moderater aus: Hier nahm der Anteil von 34% auf 46% zu. Unabhängig von der betrachteten Gruppe zeichnet sich eine klare Tendenz ab: Die Länder übernehmen vermehrt robustere Wechselkursregime. Diese Entwicklung stärkt zwangsläufig die internationale Währungsordnung.

2. Ausbreitung der Globalisierung im Finanzbereich

Die internationale Währungsordnung wurde auch durch die Folgen der Globalisierung – insbesondere im Finanzbereich – gestärkt. Gelockerte Kontrollen des Kapitalverkehrs ermöglichten diese Entwicklung.

In der Tat ist seit mehreren Jahren eine Liberalisierung in dieser Hinsicht zu beobachten. In der Vergangenheit spielte die Kontrolle des Kapitalverkehrs eine wichtige Rolle, doch sie verliert immer mehr an Bedeutung. Die Länder haben die Vorteile eines freien Kapitalverkehrs erkannt. Während 1990 knapp ein Viertel der IWF-Mitgliedsländer einen freien Kapitalverkehr zulies, stieg dieser Anteil auf 40% im Jahr 2004.² Was die fortgeschrittenen Volkswirtschaften anbelangt, ist die Zunahme noch ausgeprägter: 1990 wiesen 57% dieser Länder einen freien Kapitalverkehr auf, 2004 betrug der Anteil 91%. Bei den Schwellenländern nahm der Anteil ebenfalls stark zu, von 20% im Jahr 1990 auf 45% im Jahr 2004. In der Gruppe der Entwicklungsländer schliesslich erhöhte sich der Anteil der Länder mit einem liberalisierten Kapitalverkehr zwischen 1990 und 2004 von 16% auf 29%.

¹ Eichengreen, Barry und Raul Razo-Garcia (2006), The Evolution of Exchange Rate Regimes, *Economic Policy*, Juli, S. 393-442, Tabelle 1.

² Eichengreen, Barry und Raul Razo-Garcia (2006), The Evolution of Exchange Rate Regimes, *Economic Policy*, Juli, S. 393-442, Tabelle 3.

Die Lockerung der Kontrollen hatte eine Zunahme der internationalen Kapitalströme zur Folge. Gemäss Schätzungen haben sich die Bruttokapitalzuflüsse zwischen den frühen 90er-Jahren und dem Beginn dieses Jahrzehnts verdreifacht: Während sie in der Periode 1990 bis 1994 durchschnittlich 1200 Milliarden US-Dollar pro Jahr betragen, lagen sie in der Periode 2000 bis 2004 bei knapp 3600 Milliarden.³ Der Grossteil des Kapitals fliesst in die fortgeschrittenen Volkswirtschaften, und diese profitieren daher am meisten vom Anstieg der Kapitalflüsse. Doch auch die Schwellenländer stehen gut da: Der Kapitalfluss in diese Ländergruppe hat im oben genannten Zeitraum von knapp 200 Milliarden US-Dollar auf knapp 300 Milliarden zugenommen.

Die geschilderte Entwicklung – Lockerung der Kontrollen und Zunahme der Kapitalflüsse – kann als "Globalisierung im Finanzbereich" umschrieben werden. Das Wort "Globalisierung" ist dabei oft negativ geprägt. Die Globalisierung bringt zwar auch negative Aspekte mit sich, doch im Grossen und Ganzen wirkt sie sich positiv aus und stärkt die internationale Währungsordnung. Dies möchte ich anhand zweier Beispiele erläutern: Das erste betrifft die Schwellenländer, die daran sind, eine moderne Wirtschafts- und Finanzinfrastruktur aufzubauen. Das zweite bezieht sich auf die fortgeschrittenen Volkswirtschaften oder zumindest auf einen Teil von ihnen.

Schwellenländer

Die traditionelle Wirtschaftsanalyse zeigt, dass die Globalisierung im Finanzbereich zu einer weltweit effizienteren Kapitalallokation führt und eine bessere Risikostreuung erlaubt. Darüber hinaus hat die Globalisierung noch weitere Auswirkungen: Sie vereinfacht die Entwicklung von Finanzmärkten und Finanzmarktinstitutionen, und sie verbessert die Führungsstruktur sowie die Disziplin im makroökonomischen Bereich. All diese Effekte beeinflussen die Gesamtfaktorproduktivität und das Wirtschaftswachstum positiv. In einer solchen Konstellation – und darauf wollen wir uns heute konzentrieren – nimmt das Krisenrisiko ab, denn dank der Globalisierung erhalten finanziell gut entwickelte Schwellenländer Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten und können so ein allfälliges Leistungsbilanzdefizit finanzieren. Dadurch erhalten sie mehr Unabhängigkeit bei der Ausgestaltung der nationalen Wirtschaftspolitik.

Selbstverständlich hat die Globalisierung im Finanzbereich nicht nur positive Auswirkungen. Dies zeigt sich daran, dass es empirisch schwierig ist, den Zusammenhang

³ Kose, Ayan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff und Shang-Jin Wei (2006), *Financial Globalization: A Reappraisal*, IMF Working Paper, WP/06/189.

zwischen Globalisierung und Wirtschaftswachstum nachzuweisen. Aus neueren Studien geht hervor, dass positive Auswirkungen erst ab einem gewissen Entwicklungsstand der Finanzmärkte und ihrer Institutionen und nur bei einer gegebenen Mindestqualität an Führungsstruktur und makroökonomischer Politik entstehen.⁴ Umgekehrt kann die Globalisierung negative Auswirkungen haben, da sie Länder, die in finanzieller Hinsicht ungenügend entwickelt sind, den Turbulenzen der Finanzmärkte aussetzt. In diesem Fall steigt das Krisenrisiko, anstatt zu sinken. Unter solchen Bedingungen könnte ein grundsätzlich vorübergehendes und kontrollierbares Zahlungsbilanzdefizit ein unerwartetes Ausmass annehmen.

Die Globalisierung bringt also Vorteile, sofern gewisse Voraussetzungen erfüllt sind. Einerseits sollte vorsichtshalber zugewartet werden, bis diese Voraussetzungen erfüllt sind, andererseits trägt die Globalisierung auch dazu bei, dass diese Bedingungen eintreten. Sie kann somit für deren Erreichung nützlich oder sogar nötig sein. Ich schliesse aus diesen Feststellungen, dass die fortschreitende Globalisierung, sofern sie in kontrollierten Bahnen verläuft, zur internationalen Währungsordnung beiträgt.

Die logische Folge aus dieser Erkenntnis ist die Feststellung, dass die Liberalisierung des Kapitalverkehrs nicht um jeden Preis vorangetrieben werden muss. Die negativen Erfahrungen der 90er-Jahre müssen vermieden werden. Die Asienkrise der Jahre 1997 und 1998 resultierte zum Teil aus dem beharrlichen Vorsatz, den Globalisierungsprozess um jeden Preis zu beschleunigen. Die seither gewonnenen Erkenntnisse, die ich eben dargestellt habe, sollten uns davor bewahren, die gleichen Fehler nochmals zu begehen.

Fortgeschrittene Volkswirtschaften

Die Globalisierung hat nicht nur günstige Auswirkungen auf die Schwellenländer, sie ist auch für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften vorteilhaft. Dank ihr konnten insbesondere die zunehmenden Leistungsbilanzungleichgewichte der letzten Jahre finanziert werden, allen voran das Leistungsbilanzdefizit der USA, welches von 100 Milliarden US-Dollar im Jahr 1995 auf fast 800 Milliarden im Jahr 2005 kletterte. Die anhaltenden Defizite führten zu einem rasanten Anstieg der Auslandverschuldung der USA.

Ist die Zunahme der US-Verschuldung wirklich so gefährlich? Viele behaupten, die US-Verschuldung sei unhaltbar hoch und werde über kurz oder lang in eine wirtschaftliche, monetäre und finanzielle Katastrophe münden. Ich teile diese Angst schürende Einschät-

⁴ Kose, Ayan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff und Shang-Jin Wei (2006), *Financial Globalization: A Reappraisal*, IMF Working Paper, WP/06/189.

zung nicht, und zwar hauptsächlich aus zwei Gründen: Erstens mutet eigenartig an, dass dieses Untergangsszenario nicht schon längst eingetreten ist, ertönen doch die Kassandrarufe schon seit vielen Jahren. Natürlich kann man mir entgegen, dass die Ökonomen wohl die Abfolge solcher Szenarien beschreiben können, nicht aber den Zeitpunkt ihres Eintretens.

Über dieses Anekdotische hinaus müssen die möglichen Ursachen und Gründe der Leistungsbilanzüberschüsse, die dem Defizit in den USA gegenüberstehen, hinterfragt werden. Zu den Volkswirtschaften mit einem Leistungsbilanzüberschuss gehören in erster Linie die Länder des Nahen Ostens, China, fortgeschrittene Volkswirtschaften wie Japan und gewisse kleine Länder Europas – ohne die Länder der Eurozone und des Vereinigten Königreiches. In all diesen Ländern wird reichlich gespart. Einige exportieren Erdöl, was ihnen bedeutende Auslandseinnahmen einbringt. Die anderen Länder weisen eine alternde Bevölkerung auf, was zu einer ausgeprägten Kapitalanhäufung führt, sei es infolge institutioneller Vorgaben oder aus Risikoaversion. Diese hohen Ersparnisse können – besonders in den hoch entwickelten Ländern – nur sehr bedingt im Land selbst platziert werden.

Solange die USA das anbieten können, was die Sparer suchen, nämlich attraktive Anlagemöglichkeiten, steht es um die US-Auslandverschuldung nicht so schlecht, wie es zunächst scheint. Die USA zeichnen sich durch eine relativ junge Bevölkerung sowie durch riesige Ressourcen und ein enormes Potenzial aus. Sie sind in gewissem Sinn das höchst entwickelte Schwellenland! Im Gegensatz dazu gehört China zwar zu den Schwellenländern, doch es hat, wie viele fortgeschrittene Volkswirtschaften, eine alternde Bevölkerung. Zusammengefasst kann das Anwachsen der US-Verschuldung gesehen werden als natürliche Konsequenz der unterschiedlichen nationalen Sparneigungen – die wiederum auf unterschiedliche demographische Verhältnisse zurückzuführen sind – und der Tatsache, dass in einer globalisierten Welt nationale Investitionen an Attraktivität verlieren.

Sollte allerdings das US-Leistungsbilanzdefizit infolge eines Vertrauensverlusts der internationalen Investoren nicht mehr finanziert werden können, so wäre mit gravierenden Konsequenzen zu rechnen. In Anbetracht dieses Schadenpotenzials ist es also gerechtfertigt, dass man das Eintreten eines solchen Falls möglichst zu vermeiden sucht. Da die Wahrscheinlichkeit eines derartigen Szenarios jedoch klein ist, ist die vielgehörte Schwarzmalerei unangebracht.

Was die Schweiz betrifft, so ist allgemein bekannt, dass sie einen stattlichen Leistungsbilanzüberschuss aufweist (68 Milliarden Franken im Jahr 2005). Dies erstaunt nicht, denn die Schweiz weist die oben genannten Merkmale eines Überschüsse generierenden Landes auf: Sie hat eine alternde Bevölkerung; sie ist für ihre Sparneigung und ihre Risikoaversion bekannt; ihre Vorsorgeeinrichtungen sind – trotz gewissen Mängeln – gut entwickelt; die Investitionsmöglichkeiten im Inland sind im Vergleich zu ihrem Finanzierungspotenzial beschränkt.

Fazit

Die Globalisierung im Finanzbereich spornt die Schwellenländer dazu an, ihre Finanzinfrastruktur auszubauen und verbessert so die Stabilität dieser Länder. Wie ich gezeigt habe, ermöglicht die Globalisierung aber auch die Finanzierung bedeutender Leistungsbilanzungleichgewichte. Sie scheint mir daher ein wichtiger Faktor für die Konsolidierung der internationalen Währungsordnung zu sein.

3. Die Tendenzen zur Unordnung halten dennoch an

Die Globalisierung sowie die Tatsache, dass heute krisenresistentere Wechselkursregime vorherrschen, sind zwei grundlegende Entwicklungen, die die internationale Währungsordnung zweifellos stärken. Doch die Tendenzen zur Unordnung halten an; sie wurden nicht einfach weggezaubert.

Noch haben nicht alle Länder ein krisenresistentes Wechselkursregime eingeführt. Zwar nimmt die Zahl der Länder mit einem solchen System ständig zu, doch es gibt immer noch etliche Volkswirtschaften mit eher krisenanfälligen Wechselkursregimen. Darüber hinaus ist zu beachten, dass Systeme mit extrem rigiden Wechselkursen nur bestehen können, wenn sich die übrigen Bereiche der Wirtschaftspolitik gänzlich dem rigiden Wechselkursregime unterordnen. Folglich bleibt eine gewisse Störanfälligkeit bestehen.

Die Globalisierung schreitet ebenfalls voran und trägt – wie gezeigt – zu höherer Krisenresistenz im Währungsgefüge bei. Eine vollkommene Resistenz ist allerdings illusorisch, bleibt doch eine Investition im Ausland immer mit besonderen Risiken verbunden. So wie die Liberalisierung des Kapitalverkehrs die Kapitalzuflüsse fördert, kann sie auch die Kapitalabflüsse erleichtern – mit entsprechend negativen Folgen. Die Globalisierung bietet zweifellos zahlreiche Chancen, doch unter gewissen Umständen kann sie auch die Störanfälligkeit gegenüber Risiken erhöhen. Das Risiko eines massiven Kapitalabflusses existiert, ist aber doch wesentlich kleiner als in der Vergangenheit.

Die Globalisierung im Finanzbereich stellt auch für das Risikomanagement der internationalen Investoren eine Herausforderung dar. Sie dürfen sich nicht von der Aussicht auf hohe Renditen blenden lassen; sie müssen auch die eingegangenen Risiken richtig einschätzen. Die gegenwärtig zu beobachtende Verminderung der *spreads* bei Investitionen in Schwellenländer verheisst nichts Gutes. Falls sich die Lage der Weltkonjunktur wendet und die Risiken neu eingeschätzt werden, könnten Schwächen im internationalen Finanzsystem plötzlich offengelegt werden.

4. Auswirkungen auf die Rolle des Internationalen Währungsfonds

Hat diese neue Währungsordnung Auswirkungen auf die Rolle des Internationalen Währungsfonds? – Selbstverständlich, und zwar in beträchtlichem Ausmass! Der Fonds wurde nämlich in einem Umfeld geschaffen, das mit der gegenwärtigen internationalen Währungsordnung in keiner Weise vergleichbar ist. In den 50er-Jahren waren die Wechselkurse fest, konnten aber angepasst werden, und es war nicht einfach, Kapital von einem Land in ein anderes zu verschieben. Der Fonds war der Garant des Systems von Bretton Woods mit festen, aber anpassbaren Wechselkursen und konnte Kredite an Länder mit einem Leistungsbilanzdefizit vergeben, die nicht in der Lage waren sich anderweitig zu finanzieren.

Die zunehmend verbreitete Anwendung völlig flexibler Wechselkurse, die monetäre Integration und die Globalisierung im Finanzbereich erfordern also, dass der IWF seine Rolle in internationalen Währungsfragen erneut überdenkt. Erneut deshalb, weil es nicht das erste Mal ist, dass der IWF sich neu ausrichtet. Er tat dies bereits in den 70er-Jahren, als die Industrieländer zu flexiblen Wechselkursen übergingen: Damals legte er den Fokus auf die Überwachung der Wirtschaftspolitiken (anstatt der bisherigen Überwachung des Wechselkurssystems von Bretton Woods). In den 80er-Jahren richtete der IWF seine Aufmerksamkeit auf diejenigen Volkswirtschaften, die wir heute als Schwellen- und Entwicklungsländer bezeichnen. In den 90er-Jahren, nach der Asienkrise – der ersten Krise der heutigen globalisierten Welt – versuchte der IWF intensiv, sich auf die neue Währungsordnung, die sich nach und nach durchsetzte, auszurichten.

Vor dem Hintergrund dieser Neuorientierung und meinen Ausführungen betreffend die Einführung krisenresistenterer Wechselkursregime sowie zur Globalisierung im Finanzbereich, möchte ich nun einige Überlegungen zur Rolle des IWF in der entstehenden internationalen Währungsordnung anstellen. Genauer gesagt geht es dabei um den Auftrag des IWF, die bilaterale und multilaterale Überwachung, die Kreditvergabe,

seine Rolle in den Entwicklungsländern und schliesslich um die Führungsstruktur dieser Institution.

Auftrag

Der traditionelle Auftrag des IWF besteht in der Prävention und der Bewältigung internationaler Zahlungsbilanzkrisen. Dieser Auftrag bleibt auch in der sich abzeichnenden neuen Währungsordnung gültig. Die Störanfälligkeit hat im neuen System sicher abgenommen, aber sie ist nicht verschwunden. Die neuen Wechselkursregime und die Globalisierung im Finanzbereich haben jedoch die Art der Krisenprävention und Krisenbewältigung verändert.

Insbesondere erfordert die Globalisierung im Finanzbereich, dass sich die Prävention nicht mehr nur auf die makroökonomischen Gleichgewichte konzentriert, sondern auch auf die Makrostabilität im Finanzbereich. Das Finanzsystem muss stabil sein, sonst fliesst das Kapital schon bei den geringsten Störungsanzeichen ab, was sich stark auf die Wechselkurse und die Wirtschaftsaktivität auswirken kann.

Auch auf die Art und Weise, wie Krisen bewältigt werden, wirkt sich die gegenwärtige Währungsordnung aus. Der IWF kann sich nicht mehr nur auf seine eigenen Kräfte verlassen. In einer globalisierten Welt beschränkt sich das Problem im Fall einer Krise nämlich nicht auf die Deckung des Leistungsbilanzdefizits; auch einem massiven Kapitalabfluss muss begegnet werden können. Sowohl völlig flexible als auch extrem rigide Wechselkurse verringern zwar die Wahrscheinlichkeit von Krisen. Es wäre jedoch vermessen zu behaupten, Krisen könnten mit dem einen oder dem anderen Wechselkursregime gänzlich vermieden werden.

Bilaterale Überwachung

Die bilaterale Überwachung ist, was die Massnahmen zur Krisenprävention angeht, das Hauptinstrument des IWF. Die Wirtschaftspolitik – die Geld-, Finanz- und Strukturpolitik – jedes einzelnen Landes wird dabei einmal jährlich überprüft und besprochen. Hinzu kommt die Beurteilung der Stabilität im Finanzsektor, die parallel, aber weniger regelmässig durchgeführt wird. In diesem Aufgabenbereich gilt es, ein neues Gleichgewicht zu finden. Meines Erachtens muss in der gegenwärtigen Währungsordnung die Beurteilung der Stabilität im Finanzsektor in die Überprüfung der Wirtschaftspolitik integriert werden. Ausserdem sollte diese Beurteilung spezifischer sein: Nicht alle Bereiche des Finanzsektors müssen jedes Jahr überprüft werden. Dafür könnten solche Beurteilungen

häufiger durchgeführt werden. Der Überwachungsprozess würde dadurch insgesamt effizienter.

Bei der bilateralen Überwachung stellt sich derzeit eine weitere Schwierigkeit. Sie betrifft die seit der Gründung in den Statuten des IWF festgehaltenen und 1977 letztmals angepassten Bestimmungen zur Wechselkursüberwachung. Meines Erachtens bleibt diese Überwachung angemessen, wenn sie den folgenden zwei Prinzipien gerecht wird. Erstens sollte der IWF nicht dazu Stellung nehmen, welches der "richtige" Wechselkurs einer Währung gegenüber einer anderen ist. Der Grund ist einfach: Den Ökonomen ist es nicht möglich, einen solchen Wechselkurs zu ermitteln. Dies mag erstaunen, aber es ist verständlich, wenn man bedenkt, dass sich Wechselkurse gleich verhalten, wie die Preise anderer Aktiven. Sie sind nicht nur vom Zusammenspiel sämtlicher Parameter einer Volkswirtschaft (Preisentwicklung, Entwicklung der Produktivität, Budget- und Wachstumsaussichten) abhängig, sondern massgeblich auch von den Erwartungen der Wirtschaftsakteure. Zweitens sollte der IWF krisenresistente Wechselkursregime fördern und sich für die Flexibilisierung von Wechselkursen einsetzen. Er könnte sich auch für extrem rigide Wechselkursregime aussprechen, sofern es einen Anpassungsmechanismus gibt, um die fehlende Flexibilität auszugleichen. Zusammenfassend kann man sagen, dass der IWF sich zur Zweckmässigkeit von Wechselkursregimen, nicht aber zu den Wechselkursen selbst äussern soll.

Multilaterale Überwachung

Nebst der bilateralen Überwachung übt der IWF auch eine multilaterale Überwachung aus. Seit kurzem findet sie ebenfalls in Form spezifischer Konsultationen zu bestimmten Themenbereichen mit einer beschränkten Zahl von Beteiligten statt. Sie unterscheidet sich dadurch gänzlich von der traditionellen Vorgehensweise. In unserer globalisierten Welt haben sich die Wechselwirkungen nämlich verstärkt. Nationale Faktoren allein haben – im Gegensatz zu früher – einen immer geringeren Einfluss auf die Entwicklung einer Volkswirtschaft, und die Wirtschaftspolitik eines Landes wirkt sich verstärkt auf das Ausland aus. Unter diesen Umständen ist es naheliegend, dass sich die bedeutendsten Mitglieder der internationalen Gemeinschaft gegenseitig über ihre wirtschaftspolitischen Absichten und den erwarteten Konjunkturverlauf orientieren. Der IWF kann in diesem Prozess eine wichtige Aufgabe übernehmen, indem er die verschiedenen Akteure je nach Umständen und Problemstellung zusammenführt. Er arbeitet auch Szenarien aus und formuliert die zugrunde gelegten Annahmen. Dadurch sollen potenzielle Konfliktursachen aufgedeckt werden. In diesem Bereich konnte der IWF bisher lediglich erste Erfahrungen

sammeln. Der Ansatz ist vielversprechend; man riskiert aber, dass sich einzelne Gruppierungen von Ländern bilden, die sich gegeneinander abgrenzen. Der IWF als eine multilaterale Institution muss allerdings alle seine Mitgliedsländer zwingend irgendwie in diesen Prozess einbinden.

Kreditvergabe

Die Kreditvergabe ist das wichtigste, wenn nicht gar das einzige Instrument des IWF zur Krisenbewältigung. Wie gezeigt, steigt in der neu entstehenden Währungsordnung das gegebenenfalls benötigte Kreditvolumen drastisch an, während die Wahrscheinlichkeit, dass dieses in Anspruch genommen werden muss, sinkt. Der potenziell höhere Mittelbedarf könnte den IWF unter Umständen in Schwierigkeiten bringen, wenn sich seine Ressourcen als ungenügend erweisen. Obwohl nicht von höchster Dringlichkeit, muss sich der IWF in dieser neuen Situation mit seiner Rolle als Geldgeber im Fall von globalen Finanzkrisen auseinandersetzen.

Rolle des IWF in den Entwicklungsländern

Anders als die Weltbank ist der IWF keine Entwicklungsorganisation. Seine Aufgabe ist es, die Mitgliedsländer bei ihren Bemühungen, sich in eine zunehmend globalisierte Weltwirtschaft einzuordnen, zu unterstützen. Zu diesem Zweck muss der IWF ihnen bei der Entwicklung ihrer Finanzmärkte und Finanzmarktinstitutionen helfen. Ausserdem muss er sie darin unterstützen, die Führungsstruktur und die Wirtschaftspolitik auf das Qualitätsniveau zu bringen, das nötig ist, um von den Auswirkungen der Globalisierung profitieren zu können. Die dem IWF hierzu zur Verfügung stehenden Instrumente sind die technische Hilfe und die wirtschaftspolitische Beratung. Demzufolge sollte der IWF nun seine Tätigkeit auf dem Gebiet der Kreditvergabe ausschliesslich auf Aktionen im Zusammenhang mit seinem Doppelmandat der Krisenprävention und -bewältigung ausrichten.

Führungsstruktur des IWF

Die im Entstehen begriffene internationale Währungsordnung hat auch Auswirkungen auf die Führungsstruktur des IWF, also auf seine Funktionsweise als multilaterale Institution, in der die Mitgliedsländer ein Mitspracherecht besitzen. Länder, die einen Beitrag zur Stabilität der internationalen Währungsordnung leisten, müssen über ein adäquates Mitbestimmungsrecht im IWF verfügen. Dieses kann nicht einfach von der wirtschaftlichen Bedeutung des einzelnen Landes abhängig gemacht werden, sondern muss auch die Fähigkeit des Landes, zur Erfüllung des IWF-Mandats beizutragen, widerspiegeln. Diese Fähigkeit ist umso ausgeprägter, je offener das betreffende Land gegenüber den

internationalen Kapitalmärkten ist, je besser die Finanzmärkte und die Finanzmarktinstitutionen entwickelt sind, je angemessener die geführte Wirtschaftspolitik und je robuster das Wechselkursregime ist. Schliesslich sind es just diese Länder, welche die Stabilität der internationalen Währungsordnung garantieren und die im Krisenfall gefordert sind, unterstützend einzugreifen.

5. Schlussfolgerungen

Der Begriff der "internationalen Währungsordnung" ist irreführend. In der Vergangenheit schien Ordnung zu herrschen, wobei von den Industrieländern die uneingeschränkte Einhaltung des Goldstandards und später der fixen Wechselkurse erwartet wurde. Dies war allerdings nie der Fall, so dass auf Währungskrisen jeweils Abwertungen folgten. Eine Ordnung existierte nur dem Anschein nach, in Wahrheit herrschte Unordnung.

Heute überwiegt der Eindruck einer Unordnung, doch die nationalen Währungsordnungen beruhen auf solideren Grundlagen als in der Vergangenheit. Der Übergang zu flexiblen Wechselkursen und die Tendenz zur monetären Integration begrenzen das Risiko einer Währungskrise. Zudem setzt die Ausweitung des freien Kapitalverkehrs die Volkswirtschaft eines Landes zunehmend der disziplinierenden Wirkung des internationalen Wettbewerbs aus.

Diese Entwicklung hat die Rolle des IWF zwangsläufig beeinflusst. Der IWF war früher der Hüter des 1944 in Bretton Woods beschlossenen Systems fester Wechselkurse; heute wirkt er als Förderer der internationalen Finanzstabilität. Dazu überwacht er die gesamtwirtschaftliche und finanzielle Lage seiner Mitgliedsländer. Stärker als je zuvor sind seine Aktivitäten in erster Linie auf die Krisenprävention ausgerichtet.

Auch für die Schweiz – und insbesondere für ihre Geld- und Währungspolitik – ist die neue internationale Währungsordnung nicht ohne Folgen geblieben. Für unser Land mit seiner starken wirtschaftlichen und finanziellen Auslandverflechtung ist eine stabile internationale Währungsordnung seit jeher von grosser Bedeutung. Entgegen oft gehörter Meinungen hat die Schweiz immer unter den Folgen internationaler Währungsunordnung gelitten. Denken Sie beispielsweise an die Krisen der 70er-Jahre, welche die Schweiz zur Freigabe des Frankenkurses zwangen, oder an die verschiedenen Krisen des Europäischen Währungssystems, die zu einer massiven Aufwertung des Frankens führten. Es ist deshalb nicht weiter erstaunlich, dass unser Land von der in den letzten Jahren erfolgten Konsolidierung der internationalen Währungsordnung stark profitiert. Der Schweizer Franken muss nicht mehr die Rolle einer Fluchtwährung einnehmen, wie dies in den

vergangenen Jahrzehnten der Fall war. Folglich widerspiegelt er die effektiven wirtschaftlichen Verhältnisse besser, was sich positiv für die Schweizer Exporteure auswirkt.

Besonders spektakulär war die Konsolidierung der Währungsordnung in Europa. Durch die Einführung des Euro und das Verschwinden schwacher europäischer Währungen wird der Franken vor destabilisierenden Einflüssen geschützt. Da sich unsere Währung nun in einem besseren Umfeld befindet, hat sie ihren Bonus als Fluchtwährung teilweise eingebüsst. Dies könnte die Zinsdifferenz zum Euro tendenziell etwas verringern. Die Zukunft wird es zeigen.

In der heutigen Situation mit der herrschenden Preisstabilität und günstigen Aussichten für die Teuerungsentwicklung, gesunden öffentlichen Finanzen, vollständig freiem Kapitalverkehr und kräftigem Wachstum leistet unser Land einen wichtigen Beitrag zur internationalen Währungsordnung.