

BRAUCHEN WIR EINE NEUE WELTFINANZARCHITEKTUR?

Armin Rohde, Johannes Treu
Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald

Abstract

Every crisis in the financial sector leads to the question: Do we need new reform in this sector or actually a new architecture? This question is still alive since the end of the last great international financial agreement is more than 36 years ago, namely The Bretton Woods System. In particular against the background of the latest crises the G20 states came to the compromise that a new structural design in the financial sector is needed as fast as possible. The objective of this recent architecture should be to avoid new troubles. But one of the biggest problems on the way to the new financial design is time. It seems very unrealistic to establish such a new system in only a few weeks time, especially against the background that the preparation of the Bretton Woods System took more than three years. This is only one problem if you try to answer the question above and lots of other issues are still appearing. Furthermore this kind of resolutions could be classified as microeconomic approaches. But there are also macroeconomic answers to the question above. Therefore this paper will concentrate on the macroeconomic approaches and tries to shed some light on the discussion about a new financial architecture as well as discuss some other problems which may occur on the way to it.

Keywords: Financial architecture, Bretton Woods System, Bretton Woods II, Exchange rates, Monetary Policy, Interest rate stabilizing policy

„Wirtschaftliche Schwierigkeiten lösen unweigerlich wirtschaftliche Reformvorschläge aus. Die asiatische Wirtschaftskrise (im Jahre 1997, Anm. der Verfasser) und ihre Nachwirkungen veranlassten viele Menschen zu der Meinung, dass das internationale Währungssystem zumindest im Hinblick auf die Entwicklungsländer überholt werden müsse. Die dahingehenden Vorschläge subsumiert man inzwischen unter der imposanten, wenn auch vagen Überschrift: Pläne für eine neue ‚Finanzarchitektur‘.“ (Krugman, Obstfeld 2006: 815)

Im Zuge der Asienkrise tauchte also erstmals ernsthafte die Frage auf, ob wir eine neue Weltfinanzarchitektur brauchen, die aber insbesondere die Krisenanfälligkeit der Peripherie des Weltfinanzsystems und deren künftige Vermeidung zum Gegenstand hatte. In der Folgezeit wurden deshalb auch eine Fülle an Einzelmaßnahmen und Vorschlägen diskutiert, die vornehmlich den von der Asienkrise betroffenen Entwicklungsländern helfen sollten.

Diese Vorschläge bezogen sich auf eine Verbesserung der Transparenz, d.h. sie sollten einer besseren Verfügbarkeit finanzieller Informationen dienen, damit sich Kapitalanleger ein klareres Bild über die bestehenden Risiken in diesen Ländern machen können. Zudem zielten viele Vorschläge auf eine Stärkung der Banken ab,

„sowohl durch eine schärfere Überwachung der von ihnen eingegangenen Risiken als auch durch eine Heraufsetzung der Mindestkapitalvorschriften, die gewährleisten (sollten), dass das Risiko der Geldbesitzer stets in erheblichen Maße diese selbst trifft“ (Krugman, Obstfeld 2006: 818).

Darüber hinaus wurde auf die Vorteilhaftigkeit vieler globaler Reformpläne verwiesen und deren Anwendung und Umsetzung empfohlen. Beispielsweise auf schwankende Wechselkurse, wie in Mexiko und Brasilien, auf Kapitalverkehrskontrollen, wie in China und Malaysia, auf vollständig feste Wechselkurse über Currency Board Regelungen, wie in Hongkong oder in Estland, oder auf die Vorteile der Abschaffung nationaler Währungen und die Einführung des US-Dollars oder des Euros für inländische Transaktionen (vgl. Krugman, Obstfeld, 2006: 820). Wie wir heute wissen, hat sich aus diesem allgemeinen Gerangel um die vermeintlich besten Lösungen, wie es von Krugman und Ostfeld beschrieben wurde, bislang noch keine einheitliche, neue Architektur herausgebildet.

Was sich mit dem Beinahezusammenbruch des Hedge-Fonds LTCM 1998 bereits andeutete ist mit der heutigen Finanzkrise Realität geworden, nämlich, dass sich das Zentrum des weltweiten Finanzsystems letztlich als ebenso krisenanfällig erwiesen hat, wie seine Peripherie (vgl. BIZ 2008: 4). Insofern steht die Frage nach der Notwendigkeit einer neuen Finanzarchitektur heute wieder, und zwar drängender denn je, ganz oben auf der Agenda.

Formal warten wir jedoch bereits seit dem Zusammenbruch des Bretton Woods-Systems im Jahr 1973 auf eine neue Finanzarchitektur. Das 1944 beschlossene Bretton Woods-System, u.a. mit der Einführung des Goldstandards, einem System fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse und der Schaffung von IWF und Weltbank als supranationale Institutionen, war jedenfalls der letzte geschlossene internationale Ordnungsrahmen, der den Namen Weltfinanzarchitektur wirklich verdient. In den Folgejahren, bis zum heutigen Zeitpunkt, dominierte, überspitzt ausgedrückt, die Ideologie des Laissez-faire, begleitet von zahlreichen eher isolierten Ad-hoc-Maßnahmen.

Unter dem Eindruck der schwersten Finanzkrise aller Zeiten, wie es momentan heißt, oder zumindest seit der Weltwirtschaftskrise von 1929, haben die G20-Staaten, also die wichtigsten Industrie und Schwellenländer, auf ihrem Treffen im November 2008 in Washington in der gemeinsamen Abschlusserklärung die feste Absicht bekundet, bereits innerhalb weniger Monate, konkret bis zum nächsten Folgetreffen im April 2009 in London, die Grundpfeiler für eine neue globale Weltfinanzarchitektur zu erarbeiten, damit sich, wie betont wurde, eine derartige Krise in der Zukunft auf keinen Fall wiederholen soll.

Allerdings sollte man bei derart hochgesteckten Ambitionen daran erinnern, dass die Vorbereitungen für das Bretton-Woods Abkommen immerhin drei Jahre gedauert haben, obwohl es zur damaligen Zeit eigentlich nur um die Interessen der USA und Großbritanniens bzw. Europas ging. Die bislang wenig positiven Erfahrungen mit den sich seit Jahren hinziehenden globalisierten Verhandlungsrunden über ein

Welthandelsabkommen zeigen zudem, wie schwierig es heute ist, einen gemeinsamen Nenner zu finden, wenn es jenseits einer krisenhaften Zuspitzung um die Einigung über Detailregelungen geht, von denen die einzelnen Teilnehmerstaaten u.U. ganz unterschiedlich stark betroffen sind.

Und bei der Schaffung einer neuen Weltfinanzarchitektur wird es eben nicht nur um Grundpfeiler oder Eckpunkte gehen, sondern insbesondere um die Lösung einer Fülle von sehr strittigen Detailregelungen. Die Gefahr, dass der Reformeifer, wie schon nach der Asienkrise, schnell wieder erlahmt, wenn die größten Krisenfolgen, also die bevorstehende starke Rezession in den Realwirtschaften halbwegs überwunden sein werden, sollte deshalb nicht zu gering eingeschätzt werden.

Professor Wolfgang Filc unterscheidet zwei grundsätzliche Positionen bei den Vorschlägen, die sich mit Maßnahmen zur Erreichung einer neuen, stabileren Finanzarchitektur befassen, nämlich die Position der sogenannten Strukturalisten auf der einen Seite und die Position der sogenannten Systemkritiker auf der anderen Seite. (vgl. Filc 2001: 200). Dabei lassen sich die Vorschläge der Strukturalisten auch als die mikroökonomischen Ansätze bezeichnen und die Vorschläge der Systemkritiker als die makroökonomischen Ansätze.

Die Vorschläge der Strukturalisten, und damit die mikroökonomischen Ansätze, zielen darauf ab, Strukturprobleme im Finanzbereich zu erkennen und abzustellen, also z.B. Defizite bei Transparenz, Bankenaufsicht, Risikoversorge und Ausbildung der Finanzmarktbeschäftigten sowie falsche Verhaltensanreizstrukturen zu beseitigen oder abzubauen, deren unbestritten negative Folgen oft noch verstärkt werden von einem zerstörerischen Beziehungsgeflecht zwischen Wirtschaft und Politik (vgl. Filc 2001: 200).

Man kann nun feststellen, dass die überwiegende Zahl der sowohl in der Vergangenheit erörterten Vorschläge als auch die Vielfalt der heute wieder ins Gespräch gebrachten Maßnahmen schwerpunktmäßig in diese Position der Strukturalisten und damit in die Kategorie der erforderlichen Strukturreformen gehören. So hat beispielsweise die von der Bundesregierung eingesetzte Expertenrunde unter dem Vorsitz des ehemaligen Direktoriumsmitglieds der EZB, Otmar Issing, diesbezüglich weitreichende Vorschläge erarbeitet, die sich mit der Verbesserung der Anreizstrukturen, der Erhöhung der Transparenz, der Verschärfung der Aufsicht und der Weiterentwicklung internationaler Institutionen befassen. Auch die auf dem Treffen der G20-Staaten im November 2008 in Washington erklärte Absicht, schnellstmöglich die Grundpfeiler für eine neue globale Weltfinanzarchitektur zu erarbeiten, zielt fast ausschließlich auf die Positionen der Strukturalisten und damit auf die Beseitigung von Strukturproblemen

Vernachlässigt wurden dagegen sowohl nach der Asienkrise als auch in den heutigen Diskussionen die Positionen der Systemkritiker und damit die makroökonomischen Dimensionen der Reformfordernisse. Diese betonen nämlich, „... dass Strukturreformen, so notwendig sie im Einzelfall aus sein mögen, nicht genügen, um Finanzkrisen auszuschalten. Dazu bedarf es vor allem eines überschaubaren

wirtschaftlichen Umfelds, der Begrenzung von Risiken an Finanzmärkten, die sich aus einer unstetigen wirtschaftlichen Entwicklung ergeben, als Folge wirtschaftspolitischer Maßnahmen in nationalen Wirtschafts- und Währungsräumen, ohne dabei die internationalen Auswirkungen zu berücksichtigen, die im Zeitalter der Globalisierung zwangsläufig auftreten.“ (Filc 2001: 200)

Für die Systemkritiker sind deshalb Finanzkrisen nicht allein auf mikroökonomisches bzw. einzelwirtschaftliches Fehlverhalten und Strukturdefizite zurückzuführen, sondern sie haben immer auch eine makroökonomische bzw. gesamtwirtschaftliche Dimension (vgl. Filc 2001: 200). Unter diese Kategorie von Ursachen für Fehlentwicklungen können z.B. die folgenden Faktoren fallen: Unvorhersehbar scharfe oder exzessive Wechselkursschwankungen, aber auch einseitig falsch fixierte Wechselkurse, auf Dauer nicht tragfähige Ungleichgewichte im Außenhandel, der überdimensionierte Aufbau von Währungs- oder Devisenreserven sowie eine falsche Ausrichtung der nationalen Geldpolitiken. Jeder dieser Faktoren vermag die Stabilität der Finanzmärkte nachhaltig zu gefährden.

Drastische Aufwertungen der Inlandswährung führen dazu, dass das von Ländern normalerweise in Fremdwährungen gehaltene Auslandsvermögen, z.B. US-Dollar-Anlagen, welches aber von den Wirtschaftsteilnehmern im Inland in nationaler bzw. heimischer Währung bilanziert wird, drastisch an Wert verliert, was Abschreibungen bzw. Wertberichtigungen erforderlich macht und zu sich ausbreitenden Schiefagen bei Finanzinstituten führen kann, die sich in Zeiten der Globalisierung schnell auf andere Länder übertragen oder ausbreiten können.

Drastische Abwertungen der Inlandswährung können dagegen zu Problemen bei der Auslandsverschuldung von Ländern führen, da der auf die Auslandsschulden zu leistende Schuldendienst zu enormen Belastungen führen kann, wenn immer mehr Inlandswährung dazu aufgewendet werden muss.

„Stabile gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen für Finanzmärkte verlangen (...), die Kursentwicklung an den Devisenmärkten in einschätzbarer Weise systematisch an ökonomischen Fundamentalfaktoren der Länder zu orientieren. Fehlt es hieran, so können an den Devisenmärkten ausgelöste Fehlentwicklungen das Finanzsystem eines Landes infizieren und zu einem Crash führen. Im Zeitalter der Globalisierung kann das bis in den letzten Winkel der Welt übertragen werden.“ (Filc 2001: 203).

Aber nicht nur erratische, von den relevanten Fundamentalfaktoren losgelöste und sich oft trendmäßig über einen längeren Zeitraum in eine Richtung ändernde Wechselkurse stellen eine Gefahr für die Finanzmarktstabilität dar, sondern solche Gefahren gehen auch von einseitig auf einen falschen Niveau fixierten Wechselkursen aus. Dass willkürliche oder nach nationalen Belangen einseitig fixierte Wechselkurse eine große Gefahr für die internationale Finanzmarktstabilität sein können, lässt sich an den Folgen des oft als „Bretton Woods II“ bezeichneten Arrangements asiatischer Länder aufzeigen.

Das sogenannte Bretton Woods II, nicht zu verwechseln mit dem in den Medien zum Teil auch so bezeichneten außerordentlichen Weltfinanzgipfel der G-20 Länder im November 2008 in Washington, ist ein offiziell nicht kodifiziertes Wechselkurssystem in dem (ost-) asiatische Währungen, vor allem aber der Chinesische Yuan, einseitig an den US-Dollar gebunden wurden. (vgl. Dooley u.a. 2003). Durch eine deutliche Unterbewertung ihrer Wechselkurse haben sich diese Länder erhebliche wirtschaftliche Vorteile im Außenhandel verschafft. Hohe Leistungsbilanzüberschüsse der asiatischen Länder und hohe Leistungsbilanzdefizite der USA, insbesondere aus dem Wirtschaftsverkehr mit dem asiatischen Raum, waren die Folge.

Um die Unterbewertung ihrer Währungen aufrechtzuerhalten, kauften die asiatischen Länder in hohem Umfang US-Dollar auf. Dadurch haben sie in den letzten Jahren in einem unvorstellbaren Ausmaß Währungsreserven angesammelt. (vgl. BIZ 2008: 98). Berücksichtigt man den weiteren Anstieg der Währungsreserven z.B. von China im Jahr 2008 um weitere rd.418 Mrd. US-Dollar (vgl. Deutsche Bundesbank 2009: 82), so verfügt allein China momentan über Währungsreserven in Höhe von weit über 1900 Mrd. bzw. 1,9 Billionen US-Dollar.

Die Leistungsbilanzdefizite der USA haben dagegen mit Werten von mehr als 5 Prozent, gemessen am Bruttoinlandsprodukt, Größenordnungen erreicht, die bei anderen Ländern auf Dauer als untragbar angesehen werden. Länder mit Leistungsbilanzdefiziten sind auf Kapitalimporte angewiesen und müssen sich gegenüber der übrigen Welt verschulden. Dieser Zustand lässt sich nur aufrechterhalten, solange die übrige Welt ein hinreichendes Vertrauen in die Werthaltigkeit des US-Dollars hat. Erfahrungen der Vergangenheit haben jedoch immer wieder gezeigt, dass das Vertrauen in Währungen, auch wenn es sich um sogenannte Leitwährungen handelt, sehr plötzlich, mitunter auch nur vorübergehend verloren gehen kann. In der Literatur spricht man dann auch vom sogenannten Leitwährungsdilemma. (vgl. Köhler 1979: 170/171, S.194, S. 254 ff.).

Im Falle einer durch einen möglichen Vertrauensverlust ausgelösten Umstrukturierung der internationalen Währungsreserven zulasten des Dollars wäre mit einer drastischen Abwertung des US-Dollar zu rechnen. Drastische Abwertungen des US-Dollars können allerdings auch dann eintreten, wenn ein Vertrauensverlust nur vorübergehend auftritt. Dazu reicht es gegebenenfalls bereits, dass die Länder, die aus der Bretton Woods II –Strategie heraus extrem hohe Währungsreserven angehäuft haben, eine solche Umschichtung als Drohpotenzial politisch in die Waagschale werfen oder aber aus verstärkten Renditeüberlegungen auch nur Teile ihrer Dollarreserven umschichten.

Die Folgen einer starken Abwertung des US-Dollars seien hier nur in Stichpunkten angesprochen: Kräftige Verteuerung der US-Importe und damit steigende Inflation in den USA. Drastische Zinserhöhungen zur Inflationsbekämpfung sowie zur Attrahierung der erforderlichen Kapitalimporte. Hohe Verluste der Gläubigerstaaten an ihren Dollarreserven und bei sonstigen Dollarvermögenswerten, jeweils gemessen in heimischer Währung, Rückgänge der Exporte in die USA und daraus

resultierend ein verringertes Wirtschaftswachstum. Im Extremfall könnte es zu einer „Flucht aus dem US-Dollar“ und damit zu schweren Verwerfungen an den Kapitalmärkten und in der Weltwirtschaft kommen.

Diese Szenarien, auch wenn sie für manche nur im Falle hoher Preisniveausteigerungen in den USA in Betracht kommen (vgl. Remsperger, Winkler 2009: 21-38), was vor dem Hintergrund einer augenblicklich extrem expansiven Geldpolitik in den USA in absehbarer Zeit durchaus relevant werden könnte, zeigen aber, wie wichtig Wechselkursregelungen für die Finanzmarktstabilität sein können, bzw. welches Zerstörungspotenzial sich u. U. aus einseitig, nach nationalen Interessen fixierten Wechselkursen und der damit verbundenen Anhäufung von Währungsreserven bzw. dem Aufbau von Ungleichgewichten ergeben kann. Damit die Wechselkurse nicht zum Spielball nationaler Interessen werden, ist dafür Sorge zu tragen, dass sich die Wechselkursentwicklungen stärker an den eigentlich relevanten Fundamentalfaktoren, wie Inflationsdifferenzen und Zinsdifferenzen, zu orientieren haben.

Um also die möglicherweise auch nur potenziellen Gefahren aus einseitig, nach nationalen Interessen gestalteten Wechselkursen für die Finanzmarktstabilität von vornherein auszuschließen, sollte deshalb eine an den relevanten Fundamentalfaktoren abgestimmte „kontrollierte Wechselkursflexibilität“ (Fild 2001: 214) ein zentrales Element einer neuen Weltfinanzarchitektur sein. Zumindest aber benötigt man auch heute wieder, wie im ursprünglichen Bretton Woods System von 1944-1973 enthalten, feste und verbindliche Regeln zum Abbau bzw. zur Begrenzung von Ungleichgewichten. Solche Regeln sind aber unvereinbar mit sich völlig selbst überlassenen Devisenmärkten und flexiblen Wechselkursen.

Die insgesamt sehr positiven Erfahrungen mit dem Europäischen Währungssystem (EWS) von 1979 bis 1998 sowie mit der Nachfolgeregelung, dem sogenannten Wechselkursmechanismus II (WKM II bzw. EWS II), seit 1999 haben gezeigt, dass die Vorstellungen von einem glaubhaften Einstieg in eine währungspolitische Kooperation zwischen den großen Wirtschafts- und Währungsräumen der Welt und die Fortentwicklung zu einer „kontrollierten Wechselkursflexibilität“ keine Wunschträume oder Utopien sind.

In die makroökonomische Kategorie der Ursachen für Fehlentwicklungen an den Finanzmärkten gehört auch eine falsche Ausrichtung der nationalen Geldpolitiken. In diesem Zusammenhang findet sich heute häufig der Hinweis, dass ein zentraler Grund für die augenblickliche internationale Finanzkrise eine viel zu lang andauernde und viel zu expansive Geldpolitik gewesen sei, die sich völlig unzureichend um die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen gekümmert habe.

Ausgelöst durch eine extreme Niedrigzinspolitik der US-Notenbank im Anschluss an das Platzen der sogenannten New Economy-Blase im Jahre 2001 und den deshalb befürchteten Rezessionsgefahren sowie einem damit verknüpften Auftreten von Deflationsängsten. Dieser anhaltenden, expansiven amerikanischen Geldpolitik mit ihren bis dahin historisch niedrigen Zinsen haben sich weltweit viele Notenbanken

angeschlossen, so auch das Eurosystem. Während die Federal Reserve Bank erst im Laufe des ersten Quartals 2004, also nach mehr als zwei Jahren äußerster Niedrigzinspolitik, wieder zu Leitzinserhöhungen übergegangen ist, hat das Eurosystem seine expansive Niedrigzinspolitik sogar bis Ende 2005 aufrechterhalten.

Die über einen langen Zeitraum sehr niedrigen Zinsen veranlassten die mit ehrgeizigen Renditezielen operierenden Finanzakteure fast zwangsläufig zu risikoreicheren und damit renditeträchtigeren Geschäften. Verknüpft wurde die Politik niedriger Zinsen mit einer äußerst reichlichen Liquiditätsbereitstellung durch die Zentralbanken. Dieses führte zu einem starken Wachstum der monetären Mengenaggregate und löste kräftige Zuwächse bei den Vermögenspreisen aus. Verbunden mit der in den letzten Jahren zunehmend durchgeführten Umstellung der bilanziellen Bewertung nach Marktpreisen (Fair Value) gemäß der Methodik des IFRS (International Financial Reporting Standards) wurde so für Banken „... die Möglichkeit geschaffen, unrealisierte Gewinne in ihren Bilanzen auszuweisen. Das erhöhte in guten Zeiten das Eigenkapital und damit den Kreditschöpfungsspielraum des Finanzsystems. Im Vergleich zu einer Bilanzierung, bei der keine unrealisierten Gewinne ausgewiesen werden dürfen, fällt dann der Einbruch in wirtschaftlich schlechten Zeiten entsprechend stärker aus, was die (...) Prozyklizität des Systems erhöht.“ (Sachverständigenrat zur ... 2008: 166).

Der Hauptvorwurf gegenüber der Geldpolitik bezieht sich letztlich auf die in den letzten Jahren zu starke, fast einseitige Betonung der Zinsen und die dabei zunehmend vernachlässigte Entwicklung der monetären Mengenaggregate. (vgl. dazu Rohde, Kurth 2009). Hinzukommt, dass sich die Geldpolitik in der jüngeren Vergangenheit zunehmend den Prinzipien der Transparenz, der Glaubwürdigkeit und der Berechenbarkeit der geldpolitischen Steuerung verschrieben hat (vgl. Rohde 2006: 189-202), was letztlich Interpretationsmöglichkeiten und insbesondere Fehleinschätzungen des geldpolitischen Kurses in der Öffentlichkeit vermeiden soll. In der Konsequenz läuft eine solche Geldpolitik auf die Vermeidung oder Minimierung von Zinsschwankungen am kurzfristigen Geldmarkt, dem eigentlichen Operationsfeld der Geldpolitik, hinaus. Mit einer solchen Zinsstabilisierungspolitik beabsichtigt die Geldpolitik ihre geldpolitischen Absichten glaubwürdig an den Märkten zu verankern, oder, wie es die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich aus der Rückschau auf die praktische Geldpolitik der jüngeren Vergangenheit formuliert hat: Bei allen Zentralbanken „... stand an oberster Stelle, die Tagesgeldsätze effektiv mit den geldpolitischen Zielen in Einklang zu halten.“ (BIZ 2008: 10).

Beispielhaft für eine solche Zinsstabilisierungspolitik sei auf die Geldpolitik des Eurosystems verwiesen, die sich bereits seit November 2004 ausdrücklich zum Ziel gesetzt hat, den kurzfristigen Geldmarktzins in unmittelbarer Nähe ihres Hauptleitzinses, dem Zinssatz ihrer Hauptrefinanzierungsgeschäfte zu halten, so „... dass sich die geldpolitische Ausrichtung des EZB-Rates am Tagesgeldmarkt unverzerrt widerspiegelt.“ (Deutsche Bundesbank 2009: 34). Erforderlich für eine solche Zinspolitik, die die Zinsschwankungen am Geldmarkt minimiert, ist die

Gewährleistung ausgeglichener Liquiditätsverhältnisse am kurzfristigen Geldmarkt, denn bei ausgeglichener Liquidität sollte der Tagesgeldsatz, nach Auffassung der EZB, normalerweise in der Nähe des Zinssatzes der Hauptrefinanzierungsgeschäfte liegen. Und um die Finanzinstitute von der Glaubwürdigkeit dieser geldpolitischen Absicht zu überzeugen, veröffentlicht die EZB die Höhe des jeweils erforderlichen Liquiditätsbedarfs mittels regelmäßiger Schätzungen der sogenannten Benchmark-Zuteilungen vor jedem Hauptrefinanzierungsgeschäft. Dabei hat sich die EZB ausdrücklich vorbehalten, vom geschätzten Benchmark-Zuteilungsbetrag abzuweichen, wenn es gilt, einer Divergenz der kurzfristigen Geldmarktsätze vom Zinssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte zu begegnen (vgl. Europäische Zentralbank 2004: 20-22).

Tatsächlich hat die Umsetzung dieser Geldpolitik jedoch dazu geführt, dass drastische Überschreitungen der Benchmark-Zuteilungen und darüber hinaus ein zusätzlicher Einsatz von Feinsteuerungsoperationen seit November 2004 praktisch regelmäßig vorgenommen werden und damit zur Normalität in der Geldpolitik geworden sind. Im Rahmen einer solchen Zinsstabilisierungspolitik werden die Zentralbankgeldbereitstellung und im Anschluss daran die Geldmengenaggregate zu völlig endogenen Größen, und somit zu uninteressanten bzw. irrelevanten Größen für die Geldpolitik. In diesem Sinne hat sich die praktizierte Geldpolitik den Vorstellungen der Neo-keynesianischen Theorie angenähert, die von der Irrelevanz der Geldmenge für die Geldpolitik ausgeht und eine Konzentration auf die Zinsentwicklung propagiert. (vgl. Woodford 2006).

Eine solche Geldpolitik, die sich ausschließlich auf die Zinsstabilisierung konzentriert, gerät allerdings systematisch zu expansiv, da sie jeglichen Bedarf an Zentralbankgeld der Finanzinstitute zu decken hat, um die ansonsten zu verzeichnenden Zinssteigerungen zu vermeiden. Eine durchgängig zu expansive Ausrichtung der nationalen Geldpolitiken trägt damit aber nicht unerheblich zu Fehlentwicklungen an den Finanzmärkten bei. Insofern steht zu befürchten, dass die im Zuge der momentanen, weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise äußerst expansive Ausrichtung der Geldpolitiken, mit Leitzinsen von Null oder nahe Null Prozent sowie mit zusätzlichen Maßnahmen der sogenannten quantitativen Lockerungen, durch den Kauf von Staats- und Unternehmensanleihen durch die Zentralbanken, bereits den nächsten Grundstein für neue Verwerfungen an den Finanzmärkten legen.

Wenn man also fragt, ob wir eine neue Weltfinanzarchitektur brauchen, so ist diese Frage sicherlich eindeutig zu bejahen. Allerdings sollte man vor Schnellschüssen, wie die einseitige Konzentration auf die durchaus notwendige Beseitigung der sich nach jeder Krise zeigenden Strukturdefizite warnen. Im Rahmen einer wirklich neuen Gestaltung der Weltfinanzarchitektur sollte man sich auch Gedanken über die makroökonomische Dimension der Risiken für die Finanzmarktstabilität machen und somit Fragen der adäquaten Wechselkursregelungen sowie der vernünftigen Ausgestaltung der nationalen Geldpolitiken berücksichtigen. Da bezüglich Wechselkursfragen und Strategie der Geldpolitik die Meinungen im internationalen Rahmen jedoch seit je her sehr kontrovers sind, überrascht es somit letztlich nicht,

dass auf dem Treffen der G-20 Staaten im April 2009 in London Einigungen fast nur bei mikroökonomischen Reformvorschlägen erzielt wurden.

Literaturverzeichnis

1. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), 78. (2008). Jahresbericht, Basel.
2. Deutsche Bundesbank: Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf. (2009). In Geschäftsbericht 2008, Frankfurt am Main, März, S. 34-36.
3. **Dooley, Michael P., Folkerts-Landau, David, Garber, Peter** (2003). An Essay on the Revived Bretton Woods System. In *National Bureau of Economic Research Working Paper 9971*.
4. Europäische Zentralbank: Veröffentlichung der Benchmark-Zuteilung bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften. (2004). In Monatsbericht April 2004, S. 20-22.
5. **Filc, Wolfgang** (2001). *Gefahr für unseren Wohlstand. Wie Finanzmarktkrisen die Weltwirtschaft bedrohen*. Frankfurt am Main.
6. **Köhler, Claus** (1979). *Geldwirtschaft Zweiter Band, Zahlungsbilanz und Wechselkurs*. Berlin.
7. **Krugman, Paul R. und Obstfeld, Maurice** (2006). *Internationale Wirtschaft, Theorie und Politik der Außenwirtschaft*, 7. Auflage.
8. **Remsperger, Herrmann und Winkler, Adalbert** (2009). Welchen Einfluss hat der Wechselkurs auf die internationale Rolle von US-Dollar und Euro? In *Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Zeitschrift des Vereins für Socialpolitik*, Band 10, Heft 1, S. 21-38.
9. **Rohde, Armin** (2006). Transparency, Predictability and Credibility as Principles of the Eurosystem's Monetary Policy: Some Critical Remarks. In University of Szczecin, Faculty of Economics and Management (Ed.), *Baltic Business Development, Finance and Currency*, Szczecin, S. 189-202.
10. **Rohde, Armin und Kurth, Susan** (2009). The Role of the Quantity of Money in the Current Monetary Policy of the Eurosystem. In *Tagungsband zur 4. International Regional Conference Baltic Business and Socio-Economic Development (BBSSED)* vom 30.09.-01.10.2008, University of Latvia, Riga, im Erscheinen.
11. *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*. (2008). Jahresgutachten 2008/09, Wiesbaden, November.
12. **Woodford, Michael** (2006). How Important is Money in the Conduct of Monetary Policy. In *Queen's Economics Department Working Paper No. 1104*, October.