

## Die Wirtschaftskrise aus Sicht der Entwicklungsländer

Die weltweite Wirtschaftskrise mit ihrem Ursprung in den USA hat sich auf die makroökonomische Theorie ausgewirkt und einige alte Ideen aufleben lassen. Aus der Krise lassen sich einige Schlüsse ziehen. Zur Vermeidung solcher Situationen ist nicht nur die Regulierung der nationalen Finanzmärkte erforderlich, sondern auch eine konsistente Wirtschaftspolitik. Zudem müssen internationale Normen zur Mäßigung der Kapitalbewegungen geschaffen werden. In Entwicklungsländern wirken sich Krisen vornehmlich auf die Zahlungsbilanz sowie die Haushaltspolitik aus und führen fälschlicherweise oft zu Sparmaßnahmen. Die Stärkung der Kreditvergabe durch den IWF und die Änderungen in den Auflagen der Organisation sind positive Zeichen, reichen jedoch noch nicht aus.

**ROBERTO FRENKEL /  
MARTÍN RAPETTI**

### ■ 1. Einführung

Die aktuelle globale Krise hat ihren Ursprung im Finanzsystem der USA. Da dieses das Zentrum eines Netzes bildet, das die Finanzsysteme nahezu aller Länder der Welt miteinander verbindet, breitete sich die Krise sehr schnell

---

**Roberto Frenkel:** wissenschaftlicher Mitarbeiter am *Centro de Estudios de Estado y Sociedad* (CEDES) und Professor an der Universität Buenos Aires.

**Martin Rapetti:** wissenschaftlicher Mitarbeiter am CEDES und Doktorand an der Universität von Massachusetts, Amherst.

**Schlagwörter:** Krise, Makroökonomie, Finanzinstitutionen, Lateinamerika.

**Anmerkung:** Dieses Dokument ist ein Ergebnis des Projekts »Finanzielle Instabilität und Finanzregulierung in Lateinamerika«, Friedrich-Ebert-Stiftung.

aus. Der Preisverfall für Vermögenswerte, die schrumpfende Liquidität und die gestiegene Unsicherheit an den Finanzmärkten wirkten sich zunehmend auf die Realwirtschaft aus. Der daraus entstandene Rückgang der Gesamtnachfrage breitete sich über die internationalen Handelskanäle weltweit aus und verstärkte so den Abschwung. Laut IWF soll die Weltwirtschaft im Jahr 2009 den stärksten Abschwung in den vergangenen 60 Jahren erleben. Die meisten Analysten sind sich darüber einig, dass die Welt derzeit die schlimmste Krise seit der Großen Depression durchmacht.

Finanz- und Wirtschaftskrisen sind mit Hilfe der modernen gängigen makroökonomischen Theorie schwer zu verstehen. Deren Modelle leiten makroökonomische Ergebnisse explizit von entscheidungstheoretischen Überlegungen auf der Mikroebene ab, wobei angenommen wird, dass die Akteure im Zeitverlauf unter rationalen Erwartungen optimale Ergebnisse erzielen. Eine gängige Modellstrategie ist, die gesamte Vielfalt des Systems auf einen einzigen repräsentativen Akteur zu reduzieren. Der Kontrast zwischen der aktuellen Krise und der Welt wie sie sich nach moderner makroökonomischer Theorie darstellt ist verblüffend. Es ist nur schwer vorstellbar, dass eine Wirtschaftskrise aus dem Zusammenspiel von Akteuren entstehen kann, denen die Wahrscheinlichkeitsverteilung zukünftiger Ereignisse bekannt ist. Unsicherheit (nicht Risiko) über die Zukunft und das Vertrauen, auf denen die betroffenen Akteure ihre Zukunftserwartungen gründen, scheinen die wesentlichen Ansatzpunkte zum Verstehen von Finanzkrisen zu sein. Beides wird in gängigen Modellen ignoriert. Ähnlich gibt es ein auf einem einzigen Akteur basierendes Modell kaum Aufschluss über bedeutende Asymmetrien zwischen den Akteuren, die das mikroökonomische Verhalten und die makroökonomischen Ergebnisse beeinflussen. Das Vorhandensein asymmetrischer Information, z.B. zwischen Kapitalgebern und Kapitalnehmern, ist nicht irrelevant, wenn man das Verhalten der Finanzmärkte und Finanzkrisen verstehen will.

Dieser starke Kontrast zwischen der zeitgenössischen makroökonomischen Theorie und den aktuellen Ereignissen wurde in akademischen Kreisen durchaus wahrgenommen. Heterodoxe Ökonomen stehen der gängigen makroökonomischen Theorie seit langem kritisch gegenüber. Überraschend ist hingegen, dass kürzlich auch einflussreiche Persönlichkeiten aus dem Mainstream Einwände vorgebracht haben. Zu den Skeptikern zählen Robert Solow<sup>1</sup>,

---

1. «Comments on *Modern Macroeconomics in Practice: How Theory is Shaping Policy* von V.V. Chari und Patrick J. Kehoe» im *Journal of Economic Perspectives* Band 22 Nr. 1, Winter 2008, S. 243-249.

George Akerloff und Robert Shiller<sup>2</sup>, Willem Buiter<sup>3</sup>, Paul Krugman<sup>4</sup> und Dani Rodrik<sup>5</sup>. Heterodoxe und kritische Mainstream-Ökonomen scheinen sich einig zu sein, dass die zeitgenössische Mainstream-Makroökonomie Erkenntnisse und Einsichten von Ökonomen vergangener Generationen systematisch vernachlässigt hat.

Wir teilen diese Ansicht. Trotzdem befürchten wir aufgrund der bisherigen Entwicklung der Debatte, dass das wertvolle Wissen von früher nur teilweise weiterhilft. Eine wichtige Erkenntnis der strukturalistischen und institutionellen Wirtschaftswissenschaften ist, dass sich ökonomisches Verhalten nicht zwingend in gleicher Weise in allen Ländern wiederholen muss. Wirtschaftliche Strukturen, Institutionen und die Geschichte spielen im Verhalten der Akteure eine wichtige Rolle und beeinflussen dadurch die makroökonomischen Resultate. Das sollte nicht vergessen werden.

Dieser Beitrag konzentriert sich auf zwei wichtige Unterschiede zwischen Industrie- und Entwicklungsländern in Finanzkrisen. In Teil 2 argumentieren wir, dass die Faktoren, die den vor einer Finanzkrise stattfindenden Aufschwung auslösen, in Industrie- und Entwicklungsländern sehr unterschiedlich sind. Für Entwicklungsländer zum Beispiel lagen die Gründe für Finanzkrisen in der makroökonomischen Politik, die die Anreize setzte, die schließlich in den konjunkturellen Berg- und Talfahrten endeten. Im Gegensatz dazu entwickelten sich die Elemente, die diesen Aufschwung in Industrieländern einleiteten, auf endogene Weise im einheimischen Finanzsystem. Teil 3 geht auf die unterschiedlichen Fähigkeiten der Regierungen von Industrie- und Entwicklungsländern ein, nach dem Ausbrechen einer Finanzkrise eine adäquate Stabilisierungspolitik zu implementieren. Das Hauptargument ist hier die Tatsache, dass Investoren in Entwicklungsländern ausländische Vermögenswerte bevorzugen. Das lässt ihren Regierungen weniger Raum für expansive Geld- und Fiskalpolitik, als dies in Industrieländern der Fall ist. Basierend auf diesen zwei Unterschieden machen wir jeweils am Ende beider Teile Vorschläge zur Verminderung der Auswirkungen der aktuellen

---

2. *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, Princeton, 2009.

3. «The Unfortunate Uselessness of Most 'State of the Art' Academic Monetary Economics», 3.3.2009 in *Willem Buiter's Maverecon Blog*, <<http://blogs.ft.com/maverecon/2009/03/the-unfortunate-uselessness-of-most-state-of-the-art-academic-monetary-economics/>>.

4. «A Dark Age of Macroeconomics (Wonkish)» in *Paul Krugman's Blog, The New York Times*, 27.1.2009, <<http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/01/27/a-dark-age-of-macroeconomics-wonkish/>>.

5. «The Sorry State of (Macro)Economics» in *Dani Rodrik's Weblog*, 11.3.2009, <[http://rodrik.typepad.com/dani\\_rodriks\\_weblog/2009/03/the-sorry-state-of-macroeconomics.html](http://rodrik.typepad.com/dani_rodriks_weblog/2009/03/the-sorry-state-of-macroeconomics.html)>.

Weltwirtschaftskrise auf Entwicklungsländer. Teil 4 enthält einige abschließende Bemerkungen.

## ■ 2. Finanzkrisen, hier und dort

Die Unfähigkeit der gängigen modernen makroökonomischen Theorie im Umgang mit Krisen darf gewiss nicht allen wirtschaftlichen Denkrichtungen zugeschrieben werden. In ihren Werken haben einflussreiche Persönlichkeiten, wie Karl Marx, John Maynard Keynes, Michael Kalecki, Hyman Minsky und Axel Leijonhufvud u.a., die den kapitalistischen Volkswirtschaften inhärente Instabilität und ihre Krisenanfälligkeit hervor gehoben. Seit dem Ausbruch der *Subprime*-Krise zeigten sich Reaktionen gegen das Mainstream-Paradigma und es begann eine Aufwertung jener Gelehrten, die Finanzkrisen als zentrales Thema untersucht haben. Darunter scheint insbesondere das Werk Minskys viel Aufmerksamkeit auf sich zu lenken<sup>6</sup>.

Es überrascht nicht, weshalb Analysten und Beobachter der Finanzmärkte die Ideen von Minsky aus ihrer nahezu vollständigen Vergessenheit wieder zurückgeholt haben. Die Bedingungen, die die aktuelle Finanzkrise in den USA verursacht und ihre Entwicklung beeinflusst haben, entsprechen sehr klar Minskys Modell von Finanzkrisen. In seinem Modell<sup>7</sup> geht Krisen immer eine Periode von wirtschaftlichem

**Es überrascht nicht, weshalb Analysten und Beobachter der Finanzmärkte die Ideen von Minsky aus ihrer nahezu vollständigen Vergessenheit wieder zurückgeholt haben. Die Bedingungen, die die aktuelle Finanzkrise in den USA verursacht und ihre Entwicklung beeinflusst haben, entsprechen sehr klar Minskys Modell von Finanzkrisen ■**

6. In verschiedenen Zeitungsartikeln, einschließlich in der *New York Times*, im *The Wall Street Journal* und in der *Financial Times*, wurde die Verbindung zwischen dem Beitrag von Minsky und der aktuellen Wirtschaftskrise hervorgehoben. Die Finanzökonom Nouriel Roubini und Willem Buiter, unter anderen, verteidigen Minskys Werk in ihren Blogs. Aus einer akademischeren Sicht verliehen Akerloff und Shiller der Bedeutung von Minskys Erkenntnissen Nachdruck. Siehe G. Akerloff und R. Shiller: op. cit.

7. Minskys Werk über Finanzkrisen und ihre Beziehung zur Makroökonomie ist umfassend. Seine Kritik an der neoklassischen Verarbeitung von Keynes Beiträgen und der Bedeutung der Finanzwelt in Keynes Bezugssystem, befindet sich in *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, New York, 1975; eine synthetische Präsentation seines Modells zu Finanzkrisen in «A Theory of Systemic Fragility» in Edward I. Altman und Arnold W. Sametz (Hrsg.): *Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment*, John Wiley and Sons, New York, 1977; und die ausgereifteste und geschliffenste Darstellung seiner Gedanken in *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven, 1986. Charles Kindleberger bietet eine erschöpfende historische Beschreibung von anhand von Minskys Bezugssystem analysierten Finanzkrisen in *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crisis*, John Wiley and Sons, New York, 1977.

und finanziellem Boom voraus. Diese Aufschwungphase wird von weit verbreiteten optimistischen Zukunftserwartungen geprägt. Das Vertrauen steigt und die Risikowahrnehmung sinkt. In diesem Umfeld gehen Kapitalanleger immer höhere Risiken ein und das System wird zunehmend fragil; bis zu einem Punkt, an dem irgendein Ereignis die Akteure auf das hohe Risiko im System aufmerksam macht. Es beginnt eine von Schwierigkeiten geprägte Phase. Durch die erhöhte Risikowahrnehmung wenden sich die meisten Investoren Portfolios mit sicheren und liquideren Anlagen zu. Die überhöhte Nachfrage nach Liquidität und risikoarmen Anlagen lässt die Blase schließlich platzen und führt zu massivem Wohlstandsverlust. In dieser schrumpfenden Phase dominieren dann pessimistische Erwartungen. Genauso, wie in der Aufschwungphase positive Rückmeldungen vorherrschten, sind es in der Phase des Abschwungs die negativen. Durch deflationäre Entwicklungen im Finanzmarkt geraten die meisten Kapitalanleger in Liquiditätsschwierigkeiten oder werden insolvent. In beiden Fällen werden ihre Ausgabeentscheidungen negativ beeinträchtigt. Der Privatkonsum sinkt und die Investitionen brechen ein. Was als Abschwung im Finanzwesen begann, breitet sich nun in der gesamten Wirtschaft aus. Die Finanzkrise führt zu einer systemischen Wirtschaftskrise.

Ökonomen, die das Werk von Minsky ernst genommen haben, sind von der Finanzkrise in den USA nicht sonderlich überrascht. Sein theoretisches Bezugssystem ist hilfreich, um die gegenwärtigen Ereignisse zu verstehen und mögliche politische Gegenmaßnahmen auszuarbeiten. Für das Verständnis und die Vermeidung von Finanzkrisen wäre es gut gewesen, wenn Minskys Beiträge die ökonomische Forschung und die Politik stärker beeinflusst hätten. Dafür wäre es auch von Vorteil gewesen, wenn Ökonomen und Politiker die umfangreichen Forschungen über die zahlreichen Krisen in Entwicklungsländern der vergangenen dreißig Jahre berücksichtigt hätten. Die meisten davon fanden in Lateinamerika statt. Die Region begann in den frühen 70er Jahren an der zweiten Welle der finanziellen Globalisierung teilzunehmen und erlitt seither zahlreiche Krisen. Andere Entwicklungsländer beteiligten sich erst ab den frühen 90er Jahren an diesem Globalisierungsprozess und wurden zusammen mit den lateinamerikanischen Ländern bald »aufstrebende Volkswirtschaften« genannt. Die Krisen in einigen dieser aufstrebenden Volkswirtschaften, wie etwa diejenigen in fünf ostasiatischen Ländern, Russland und der Türkei, reihen sich in die Liste der Krisen in Entwicklungsländern ein.

Minskys Modell hat seit den frühen 70er Jahren zu zahlreichen Forschungsarbeiten über Finanzkrisen in Entwicklungsländern angeregt<sup>8</sup>. In der zweiten Hälfte der 70er Jahre zeigten sich in Argentinien und Chile Minsky'sche Konjunkturschwankungen, die in beiden Ländern zu systemischen Finanzkrisen führten, deren Ausbruch ungefähr ein Jahr vor ihren jeweiligen Zahlungsbilanzkrisen 1980 bzw. 1981 lag. Ähnliche Minsky'sche Zyklen ließen sich in den mexikanischen und argentinischen Krisen von 1995, den ostasiatischen Krisen von 1997-1998, der russischen Krise von 1998, der brasilianischen Krise von 1999

und den argentinischen und türkischen Krisen von 2001 beobachten. Allen diesen Krisen gingen Zeiten des Aufschwungs voraus, in denen sich Blasen in der Finanzintermediation und bei den Vermögenswerten entwickelten, die auf ein erhöhtes Risikoverhalten zurückzuführen waren. Die Analyse all dieser Episoden zeigt, dass die Krisen nicht das Ergebnis einer unsoliden Fiskalpolitik, negativer Einflüsse von Außen oder eines Moral-Hazard-Verhaltens aufgrund expliziter oder impliziter staatlicher Garantien waren. Sie entstanden vielmehr aus der zunehmenden Fragilität des Finanzsektors, die wiederum aus einer Kombination von immer höherer Risikobereitschaft auf Seiten der Privatwirtschaft und einer nachlässigen Regulierung der Finanzmärkte während der Boomphase resultierte<sup>9</sup>.

**In der zweiten Hälfte  
der 70er Jahre zeigten  
sich in Argentinien und  
Chile Minsky'sche  
Konjunkturschwankungen,  
die in beiden Ländern zu  
systemischen Finanzkrisen  
führten, deren Ausbruch  
ungefähr ein Jahr  
vor ihren jeweiligen  
Zahlungsbilanzkrisen  
1980 bzw. 1981 lag ■**

8. Das der Minsky'schen Tradition zugrundeliegende Modell von Finanzkrisen in Entwicklungsländern findet sich in R. Frenkel: «Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital» in *El Trimestre Económico* Band. 1 Nr. 200, 10-12/1983, in dem die Krisen Argentiniens und Chiles der frühen 80er Jahre analysiert werden. Weitere Minsky'sche Analysen von Krisen in Entwicklungsländern sind zu finden in Moritz Cruz, Edmund Amann und Bernard Walters: «Expectations, the Business Cycle and the Mexican Peso Crisis» in *Cambridge Journal of Economics*, Band 30, 2006, S. 701-722, für die mexikanische Krise von 1995; Philip Arestis und Murray Glickman: «Financial Crisis in Southeast Asia: Dispelling Illusion the Minskyan Way» in *Cambridge Journal of Economics* Band 26, 2002, S. 237-260, für die asiatischen Krisen von 1998; Gabriel X. Martínez: «The Political Economy of the Ecuadorian Financial Crisis» in *Cambridge Journal of Economics*, Band 30, 2006, S. 567-585, für die ecuadorianische Krise von 1999; und Mario Damill, R. Frenkel und Martín Rapetti: «The Argentinean Debt: History, Default and Restructuring» in *Revista da ANPEC*, Band 6 Nr. 3, 2005, für die argentinische Krise von 2001-2002.

9. Lance Taylor: «Capital Market Crises: Liberalisation, Fixed Exchange Rates and Market-Driven Destabilization» in *Cambridge Journal of Economics* Band 22, 1998, S. 663-676.

Die derzeitige Finanzkrise in den USA und diejenige in den aufstrebenden Volkswirtschaften weisen eine ähnliche Dynamik auf. Die Minsky'schen Charakteristika der finanziellen Prozesse vor Ausbruch der Krisen in den Schwellenländern weisen Parallelen auf zu denen in der US-Wirtschaft während der Jahre nach 2000. Die Krisen in den aufstrebenden Volkswirtschaften sind in dieser Hinsicht überhaupt nicht einzigartig.

Es gibt jedoch einen wichtigen Unterschied zwischen diesen Krisen und der *Subprime*-Krise in den USA (und den Krisen in anderen Industrieländern). Der Unterschied liegt in den Faktoren, durch die die Aufschwungphase des Minsky'schen Zyklus beendet wird. In den aufstrebenden Volkswirtschaften sind die während der Aufschwungphase des Zyklus entstandenen Finanzblasen und Innovationen das Ergebnis neu eingeführter makroökonomischer Regeln. Dazu gehört auch die Öffnung des Kapitalverkehrs, die ein rentables Umfeld für Arbitragegeschäfte zwischen einheimischen und ausländischen Vermögenswerten schafft.

Diese Schlussfolgerung ergibt sich aus der vergleichenden Analyse der erwähnten Krisenfälle in aufstrebenden Volkswirtschaften<sup>10</sup>. Danach weisen alle diese Fälle folgende Gemeinsamkeiten auf: Erstens, die Aufschwungphase wird durch relativ drastische Veränderungen der makroökonomischen Politik eingeleitet. Eine Kombination aus der Öffnung der einheimischen Finanzmärkte und des Kapitalverkehrs zusammen mit einer gewissen Regulierung der nominalen Wechselkurse (z. B. durch Pegs oder aktive *Crawling-Pegs*) sind dafür typisch. Die Einführung neuer makroökonomischer Regeln kann als ein von außen auf das Finanzsystem einwirkender Schlag verstanden werden, der schnell Anreize für Arbitragegeschäfte schafft, die den Aufschwung auslösen. Zweitens, die internationalen Kapitalbewegungen spielen in allen Fällen sowohl in der Aufschwung- wie auch in der Abschwungphase eine zentrale Rolle. Und als letztes, die Regulierung des einheimischen Finanzmarktes wird vernachlässigt. Dies geschieht entweder weil der Markt erst kurz vorher geöffnet worden ist oder weil die Expansion der Finanzaktivitäten während des Aufschwungs für die vorhandene Regulierungskapazität zu groß ist. Zusammenfassend hat der Auslöser des Minsky'schen Zyklus in den aufstrebenden Volkswirtschaften eine wichtige *exogene* Komponente. Kapitalzu- und abflüsse spielen für die Ausbreitung der als Triebfeder des Zyklus wirkenden finanziellen Kräfte eine wichtige Rolle.

---

10. R. Frenkel: «Globalization and Financial Crises in Latin America» in *CEPAL Review* Nr. 80, 8-2003.

Andererseits sind die Auslöser für den Zyklus der aktuellen us-Finanzkrise (und von anderen Krisen in Industrieländern) im Wesentlichen *endogen*. Das ist eine Schlüsseleinsicht der Minsky'schen Theorie über Finanzsysteme: die in den Aufschwungphasen auftretenden Blasen und Innovationen sind das natürliche und spontane Ergebnis der Evolution des Finanzsystems.

Die Immobilienblase und die Innovation der Finanzinstrumente, die mit der Verbriefung von Hypotheken (oder anderen Schulden) begannen, sind die Hauptgründe für die Aufschwungphase im Minsky'schen Zyklus der *Subprime*-Krise. Sowohl die aufgeblähten Immobilienpreise als auch die Finanzinnovationen sind in den Immobilien- und Finanzmärkten entstandene Prozesse, die sich gegenseitig während einer langen Zeit nährten. Gewiss, auch äußere Einflüsse wirkten auf beide Prozesse. Inzwischen läuft eine wahrscheinlich noch lange andauernde Diskussion darüber, welche Rolle die Deregulierung der Finanzmärkte, die lockere Geldpolitik und die ausländischen Kapitalzuflüsse in die USA spielten. Trotzdem, auch wenn einer oder mehrere dieser Faktoren bei der Entwicklung der Aufschwungphase des Minsky'schen Zyklus wichtig waren, unterstreicht der Vergleich den Unterschied zwischen der exogenen Natur der Auslöser der Aufschwungphase in den Schwellenländerkrisen und der endogenen Dynamik des Zyklus in der *Subprime*-Krise.

Die Krisen in den Industrieländern wie auch die Krisen in den aufstrebenden Volkswirtschaften haben die Schwächen und Unzulänglichkeiten eines schwach regulierten einheimischen Finanzsystems ans Licht gebracht. Eine umfassende Regulierung ist zur Vermeidung von Instabilität und Krisen ausschlaggebend. Die Untersuchung und Analyse der Krisenfälle in aufstrebenden Volkswirtschaften und der Vergleich mit Krisen in Industrieländern führen jedoch zum Schluss, dass die Vermeidung von finanzieller Instabilität und von Krisen in aufstrebenden Volkswirtschaften über die Regulierung des einheimischen Finanzsystems hinausgeht. Insbesondere die Abstimmung einer makroökonomischen Politik mit der Integration in globale Finanzmärkte ist für die finanzielle Entwicklung der aufstrebenden Märkte ausschlaggebend. Krisenprävention in aufstrebenden Volkswirtschaften erfordert daher nicht nur die Regulierung der einheimischen Finanzsysteme, sondern eine

**Der Auslöser des Minsky'schen Zyklus hat in den aufstrebenden Volkswirtschaften eine wichtige *exogene* Komponente. Die Auslöser für den Zyklus der aktuellen us-Finanzkrise sind im Wesentlichen *endogen* ■**

konsistente makroökonomische Konfiguration, zu der die Wechselkurspolitik und Maßnahmen zur Steuerung der Zahlungsbilanz und der Höhe der Devisenreserven gehören. Krisenepisoden in aufstrebenden Volkswirtschaften haben insbesondere gezeigt, was die Länder anstreben sollten: 1. Wechselkurssysteme, die der öffentlichen Hand Flexibilität bieten und dabei helfen Spekulationen zu vermeiden, 2. vorbeugende Maßnahmen zur Steuerung des Kapitalverkehrs, 3. eine Politik zur Sicherung einer stabilen Zahlungsbilanz, einschließlich der Akkumulation von Devisenreserven und eines wettbewerbsfähigen (oder nicht überbewerteten) realen Wechselkurses.

Die Debatte um die Regulierung der Finanzmärkte ist offen und es laufen zahlreiche Initiativen. Wie es bisher jedoch der Fall war, besteht dabei für die aufstrebenden Volkswirtschaften das Risiko, dass die Reformen von Industrieländern diskutiert und ausgearbeitet und anschließend als internationale Standards auferlegt werden.

**Die Entwicklungsländer sollten sich für eine aktive Beteiligung an der Reform der Finanzregulierung einsetzen. Noch wichtiger ist allerdings, dass sie aus der Situation Vorteile ziehen und ihre eigene Agenda vorantreiben ■**

Die Entwicklungsländer sollten sich für eine aktive Beteiligung an der Reform der Finanzregulierung einsetzen. Noch wichtiger ist allerdings, dass sie aus der Situation Vorteile ziehen und ihre eigene Agenda vorantreiben. Dabei sollten mindestens drei wichtige Lehren aus ihren eigenen Erfahrungen mit Finanzkrisen einfließen: Als Erstes sollte die Agenda ausdrücklich die Autonomie der Entwicklungsländer bei der Anwendung von Verfahren zur Steuerung des Kapitalverkehrs und bei makroökonomischen Politiken mit Schwerpunkt auf Krisenvermeidung beinhalten. Als Zweites sollte ein weltweites System der Krisenprävention internationale Normen zur Abfederung von Kapitalbewegungen sowie Institutionen und internationale Mechanismen zur Kompensation von privaten Kapitalabflüssen einschließen. Als Drittes sollten aufstrebende Volkswirtschaften eine internationale Vereinbarung über die Höhe der realen Wechselkurse anstreben<sup>11</sup>.

Entwicklungsländer profitieren auf verschiedene Arten von wettbewerbsfähigen realen Wechselkursen. Es ist für die laufende Diskussion wichtig, dass wettbewerbsfähige Wechselkurse typischerweise die Abhängigkeit von

---

11. Für weitere Diskussionen siehe R. Frenkel und M. Rapetti: «Economic Development and the International Financial System» in José Antonio Ocampo (Hrsg.): *Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, erscheint in Kürze.

ausländischen Ersparnissen verringern und zu einer Steigerung der Devisenreserven führen. Beides steigert die außenwirtschaftliche Stabilität und hilft, Einbrüchen und Finanzkrisen vorzubeugen.

### ■ 3. Reaktionen der Politik, hier und dort

Nachdem die während der »Subprime-Manie« entstandene Finanzblase geplatzt war, führten die Regierungen der Industrieländer schnell Stabilisierungsmaßnahmen durch. Die erste Reaktion war der Einsatz der Geldpolitik zur drastischen Senkung der Zinssätze. Aufgrund des starken Einbruchs der Anlagewerte und der weiterhin illiquiden Finanzmärkte griffen die Zentralbanken im Rahmen ihrer Geldpolitik zu einer »unorthodoxen« Strategie der quantitativen Lockerung. Diese drastischen Maßnahmen konnten den Abwärtstrend der Wirtschaftsaktivität jedoch nicht aufhalten. Verschiedene Regierungen griffen dann zu aggressiven expansiven fiskalpolitischen Maßnahmen. Die Obama Administration in den USA erließ im Februar 2009 ein umfassendes Steueranreizpaket von 787 Milliarden US\$.

Gleichzeitig entbrannten in Zeitungen, Magazinen und in Blogs unter Ökonomen der angesehensten akademischen Zentren hitzige Debatten über den Nutzen dieser Maßnahmen. Vor der Subprime-Krise war man sich unter Mainstream-Ökonomen weitgehend einig, dass Regierungen Stabilitätspolitik hauptsächlich durch geldpolitische Maßnahmen auf der Basis von Zinsmanagement betreiben sollten. Bei Anhängern der modernen gängigen makroökonomischen Theorie fanden die politischen Reaktionen auf die aktuelle Krise, bei denen eine quantitative Lockerung der Geldpolitik und eine aggressive Fiskalpolitik eine Schlüsselrolle spielten, nur wenig Unterstützung<sup>12</sup>. Ihre Untauglichkeit in dieser Hinsicht führte zu einer Aufwertung der keynesianischen Wirtschaftslehre und Politik. Das gilt insbesondere für die Einsicht, dass vor dem Hintergrund von Depression und Unsicherheit, und der daraus resultierenden großen Nachfrage nach Liquidität, die Erhöhung der öffentlichen Ausgaben ein Hauptinstrument zur Bekämpfung des Abschwungs ist. Dieser aufkommende Trend hat sich jedoch vor allem eng auf die Problematik der Industrieländer konzentriert. Ökonomen und Politiker sollten sich aber der bedeutenden Unterschiede zwischen Industrie- und Entwicklungsländern bewusst sein wenn es um den Einsatz von makroökonomischen Politiken zur Bekämpfung des Abschwungs in einer Finanzkrise geht.

---

12. Für eine umfassende Darstellung, s. Michael Woodford: *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, Princeton, 2003.

Finanzkrisen haben den Verlust von Wohlstand und finanzielle Desintermediation zur Folge. Beide Faktoren führen zu einem Rückgang des Konsums und der Investitionen und folglich zu Produktionsrückgängen und Arbeitsplatzverlusten. In Industrieländern ziehen Investoren ihre Einlagen aus riskanten Banken ab und stellen ihre Portfolios auf Barmittel und sichere Anlagen, wie öffentliche Anleihen, um. Die steigende Nachfrage nach Bargeld und öffentlichen Anleihen gibt den Regierungen einen höheren Finanzierungsspielraum zu geringeren Kosten. Vor einem solchen Hintergrund kann mit einer expansiven Fiskalpolitik versucht werden, den Einbruch der privaten Ausgaben zu kompensieren und so die fallende Wirtschaftsaktivität umzukehren oder zu bremsen.

In der aktuellen Krise in den USA hat die Flucht hin zu mehr Qualität eine höhere Nachfrage nach US-Schatzbriefen ausgelöst. Deren Zinssätze sind dadurch auf ein Minimum gefallen. Da die Regierung Schulden in der eigenen Währung zeichnet, ist die Wahrscheinlichkeit einer Zahlungsunfähigkeit sehr gering. Der Besitzer solcher Wertpapiere könnte einen schnellen Wertverlust der Anlage befürchten, wenn er feststellt, dass die öffentliche Verschuldung unhaltbar steigt. Weitere Sorgen mag eine durch zu expansive Steuerpolitik angeheizte Inflation bereiten, die den realen Wert der Anleihen aufzehren würde. Keine dieser Bedenken scheinen jedoch die Wahrnehmung der Leute zu beeinflussen, da US-Schatzbriefe in den USA und international immer noch als werterhaltende Anlagen gelten<sup>13</sup>.

Die Lage in Europa und Japan ist ähnlich. In der Eurozone sind die Prognosen etwas komplexer, da hier in einigen Ländern die öffentliche Verschuldung bereits eine unhaltbare Richtung eingeschlagen haben könnte. Italienische und griechische öffentliche Anleihen haben im Vergleich zu deutschen Anleihen einen bedeutend geringeren Wert. Trotzdem ist es kaum vorstellbar, dass die EU, mit dem Risiko ihrer Auflösung, zusieht, wenn Italien oder Griechenland ihre Zahlungsunfähigkeit erklären oder ihre Schulden einseitig restrukturieren würden. Auch wenn dort die Fiskalpolitik sicher weniger Spielraum hat als in Deutschland, ist dieser dennoch größer als in den meisten Entwicklungsländern.

Berücksichtigen wir nun die Auswirkungen auf die Zahlungsbilanz. In den Industrieländern wirken sich die internationalen Folgen des Handelsrückgangs

---

13. Michael P. Dooley, M., David Folkerts-Landau, und Peter M. Garber: «Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System», *Deutsche Bank Special Report*, Februar 2009.

mehr oder weniger symmetrisch auf die Exporte und Importe aus. Es gibt keine auffälligen Asymmetrien in den Auswirkungen auf die Mengen und Preise von Exporten und Importen durch den internationalen Handelsrückgang. Daher kann eine globale Krise nicht für Probleme mit der Leistungsbilanz verantwortlich gemacht werden. Andererseits gibt es keine Kapitalabflüsse. In einer weltweiten Krise ist es sogar wahrscheinlicher, dass Kapitalzuflüsse zu erwarten sind, da die Währungen dieser Länder als werterhaltende Anlagen betrachtet werden.

Insgesamt verursachen Finanzkrisen in Industrieländern üblicherweise eine höhere Nachfrage nach Geld und öffentlichen Anleihen, wodurch die Finanzierung einer expansiven Ausgaben politik erleichtert wird. Zudem lösen die Finanzkrisen keine Zahlungsbilanzschwierigkeiten aus, weder über die Leistungsbilanz noch über die Kapitalbilanz.

**Insgesamt verursachen  
Finanzkrisen in Industrieländern  
üblicherweise eine höhere  
Nachfrage nach Geld und  
öffentlichen Anleihen,  
wodurch die Finanzierung einer  
expansiven Ausgaben politik  
erleichtert wird ■**

Die Auswirkungen von Finanzkrisen auf Entwicklungsländer sind indes viel komplexer. In diesen Ländern führen Krisen zu Wohlstandsverlust, Kreditrückgang und zu einem Zusammenbruch der Gesamtnachfrage mit rückläufigen Auswirkungen auf die Produktion und die Arbeitsplätze. Im Gegensatz zu Industrieländern löst finanzielle Desintermediation hier jedoch einen Rückgang der Nachfrage nach einheimischer Währung und öffentlichen Anleihen aus. Das Verhalten kann mit dem der Kapitalanleger in Industrieländern verglichen werden, die in Krisenzeiten riskante Anlagen meiden. Der Hauptunterschied ist, dass in Entwicklungsländern die öffentlichen Anleihen und die Schulden einheimischer Unternehmen, die alle vom Länderisiko abhängen, zu den riskanten Anlagen zählen. Die Flucht zu mehr Qualität zeichnet sich deshalb hier durch eine höhere Nachfrage nach Geld und öffentlichen Anleihen von Industrieländern aus. In Entwicklungsländern führen Finanzkrisen zu Kapitalabflüssen.

Der Rückgang des internationalen Handels verschlechtert auch die Leistungsbilanz. In den meisten Entwicklungsländern machen Fertigwaren einen großen Teil der Einfuhren aus, während bei den Ausfuhren die Rohstoffe dominieren. Die im Gegensatz zu den Fertigwaren höheren Preisschwankungen der Rohstoffe schlagen sich bei einem Rückgang des internationalen

Handels im realen Austauschverhältnis in Entwicklungsländern negativ zu Buche. Die Kombination der Kapitalabflüsse mit der Verschlechterung der Leistungsbilanz führt zur Abwertung der einheimischen Währung und zu Abwertungserwartungen. Letzteres senkt die Nachfrage nach einheimischer Währung zusätzlich und noch mehr Kapital fließt ab.

Die Umstellung der Portfolios von lokalen und ausländischen Investoren weg von einheimischen Anlagen verknappt für die Regierungen das Geldangebot. Die steigenden Finanzierungskosten und die durch die rezessiven Tendenzen geringeren Steuereinnahmen (sowohl aufgrund der Desintermediation wie der Anpassung der Zahlungsbilanz) zwingen die Behörden zu Kürzungen bei den öffentlichen Ausgaben. Das Ergebnis ist genau das Gegenteil dessen, was in den Industrieländern passiert: Am Anfang einer Rezession sind die Regierungen von Entwicklungsländern zu kontraktiven fiskalpolitischen Maßnahmen und zur Anhebung der Zinssätze gezwungen. Dies wurde auch vom IWF traditionellerweise in seinen Hilfsprogrammen gefordert. Die Länder, die sich zu staatlichen Sparprogrammen und zur Erhöhung der Zinssätze verpflichten und dadurch die rezessiven Tendenzen verstärken, tun dies im allgemeinen nicht aus ideologischen Gründen. Von den Regierungen wird die Zahlungsunfähigkeit von öffentlichen Inlands- und Auslandsschulden im Vergleich zu einer Rezession höchstwahrscheinlich als schlechtere Alternative betrachtet; sie greifen deshalb lieber zu kontraktiven fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen.

Insgesamt haben Finanzkrisen über die in Industrieländern beobachteten Folgen hinaus zwei zusätzliche Effekte. Als Erstes führt die Finanzkrise aufgrund der Verschlechterung der Leistungsbilanz und der Kapitalbilanz zu einer Anpassung der Zahlungsbilanz. Als Zweites beeinträchtigen der Rückgang der Steuereinnahmen und die höheren Finanzierungskosten das Haushaltsgleichgewicht. Der erforderliche Anpassungsmechanismus zum gleichzeitigen Ausgleich der öffentlichen Haushalte und der Zahlungsbilanz hängt von den länderspezifischen Umständen ab. Üblicherweise erfordert er jedoch eine Kombination aus Abwertung, höheren Zinsen und Ausgabenkürzungen. Auf jeden Fall neigt die politische Antwort auf Finanzkrisen in Entwicklungsländern dazu, die rezessiven Tendenzen in der Produktion und bei den Arbeitsplätzen durch kontraktive Impulse zu verstärken. In besonders schwachen Volkswirtschaften kann die Finanzkrise leicht die Zahlungsbilanz beeinträchtigen und zur Zahlungsunfähigkeit führen. In besser gestellten Wirtschaften führt die Finanzkrise zu einer Schwächung der öffentlichen und außenwirtschaftlichen Gleichgewichte und in eine Rezession.

Wie bereits oben erwähnt, bevorzugte der IWF traditionellerweise Anpassungsprogramme, die auf restriktiven Steuer- und Geldpolitiken basieren. Seit kurzem scheint sich dies jedoch geändert zu haben. Die Bedingungen der seit Ausbruch der *Subprime*-Krise unterzeichneten Beistandsprogramme sind weniger restriktiv und präziser als in der Vergangenheit<sup>14</sup>. Die Organisation befürwortet zudem expansive fiskalpolitische Maßnahmen für Industrie- und Entwicklungsländer, um den durch die weltweite Krise ausgelösten rezessiven Tendenzen entgegenzuwirken<sup>15</sup>. Ungeachtet dieser positiven Veränderungen hat der IWF der Frage, wie Entwicklungsländer Maßnahmen zur Bewältigung der Krise finanzieren sollen, wenig Beachtung geschenkt.

**Die politische Antwort auf Finanzkrisen in Entwicklungsländern neigt dazu, die rezessiven Tendenzen in der Produktion und bei den Arbeitsplätzen durch kontraktive Impulse zu verstärken ■**

Die Spannung zwischen der erforderlichen expansiven Fiskal- und Geldpolitik und der Knappheit sowie hohen Kosten für Kapital zum Bedienen externer und inländischer Schulden existiert nicht nur in den am stärksten von der Krise betroffenen Volkswirtschaften, sondern in fast allen Entwicklungsländern. Diesbezüglich verstrickt sich der IWF in Widersprüche: Einerseits verteidigt er die Notwendigkeit expansiver Fiskal- und Geldpolitiken zur Verbesserung der rezessiven Tendenzen in der Weltwirtschaft, andererseits bestand er, wenn auch gemäßigter, in den vor kurzem unterzeichneten Vereinbarungen über Bereitschaftskredite auch auf kontraktive Politiken.

Der Beschluss der IWF-Leitung zugunsten von expansiven fiskalpolitischen Maßnahmen ist korrekt; durch die Art der Krise ist es jedoch eher unwahrscheinlich, dass dies in Entwicklungsländern umgesetzt werden kann.

14. Ende Oktober 2008 gab der IWF bekannt, eine neue Kreditlinie mit sofortiger Auszahlung – die *Short Term Liquidity Facility* – in kurzfristigen Krediten von bis zu 500% der Länderquote für eine Dauer von drei Monaten mit der Möglichkeit einer zweimaligen Verlängerung bereitzustellen. Die einzige Auflage dieser Kreditlinie war der erfolgreiche Abschluss eines herkömmlichen Bewertungsverfahrens durch IWF-Mitarbeiter gemäß Artikel IV. Kein Land hat diese Kreditlinie beansprucht und am 24. März 2009 wurde deren Einstellung bekanntgegeben. Als Ersatz dafür kündete der IWF am gleichen Tag die Bereitstellung der neuen Kreditlinie »Flexible Credit Line« an. Seit September 2008 hat der IWF jedoch mit Weißrussland, El Salvador, Georgien, Ungarn, Island, Lettland, Pakistan, Serbien, Seychellen, der Ukraine und Rumänien Beistandsvereinbarungen unterzeichnet. Diese Länder leiden am stärksten unter den Auswirkungen der weltweiten Krise.

15. Olivier Blanchard, Carlo Cotarelli, Antonio Spilimbergo, und Steve Symansky: »Fiscal Policy for the Crisis«, *IMF Staff Position Note*, SPN/08/01, 2008.

Dieser Widerspruch ist auf das Fehlen einer koordinierten internationalen Aktion zurückzuführen, die zum Finanzieren einer expansiven Fiskalpolitik gleichzeitig in vielen Entwicklungsländern erforderlich wäre. Bis zum April 2009 war der IWF durch die Höhe an verfügbaren Ressourcen sowie durch die Bestimmungen in den bestehenden Programmen eingeschränkt. Diese waren ursprünglich als Hilfe bei kurzfristigen Zahlungsbilanzschwierigkeiten für ein einzelnes Land oder eine kleine Gruppe von Ländern vor dem Hintergrund von normal funktionierenden internationalen Finanzmärkten ausgelegt. Als sich in den aufstrebenden Volkswirtschaften während der

**Als sich in den aufstrebenden Volkswirtschaften während der 90er Jahre die Krisen häuften, hatten viele Beobachter bereits darauf hingewiesen, dass sowohl die Höhe verfügbarer Mittel als auch die Art der IWF-Programme für den Umgang mit Krisen und ihrer Verbreitung in einer zunehmend globalisierten Welt ungenügend und unzulänglich seien ■**

90er Jahre die Krisen häuften, hatten viele Beobachter bereits darauf hingewiesen, dass sowohl die Höhe verfügbarer Mittel als auch die Art der IWF-Programme für den Umgang mit Krisen und ihrer Verbreitung in einer zunehmend globalisierten Welt ungenügend und unzulänglich seien. Die globale Krise hat diese Probleme nun noch deutlicher gemacht.

kapazität der Organisation zu verdreifachen. Zusätzliche 500 Milliarden us\$ wurden zur Verfügung gestellt und der Bestand an Sonderziehungsrechten wurde um 250 Milliarden us\$ erhöht. Da die G-20 bezüglich der Mittelallokation keine ausdrückliche Weisung erteilte, liegt die Ausrichtung und die Formulierung des neuen Programms im Gutdünken des Exekutivdirektoriums.

In jüngster Zeit wurden wesentliche Schritte zur Behebung dieser Probleme unternommen. Bezüglich der mangelnden finanziellen Ressourcen des IWF entschieden im April 2009 die G-20-Staaten, die Darlehenskapazität der Organisation zu verdreifachen.

In Bezug auf die Unzulänglichkeiten der Beistandsprogramme des IWF kündete die Organisation wenige Tage vor dem G-20-Gipfel die Überarbeitung ihrer Programme an. Die Auflagen und Bedingungen der Beistandsvereinbarungen (*Standby Arrangements, SBA*) wurden vereinfacht und auf wenige Schwerpunkte konzentriert (z. B. die Bedingungen zur Strukturreform wurden gelockert). SBA können nun auf vorsorglicher Basis vergeben werden, wobei die Länder die genehmigten Beträge nicht voll beanspruchen, sich jedoch vorbehalten können, dies bei einer Verschlechterung der Bedingungen

zu tun – sowohl innerhalb des normalen wie des außerordentlichen Kreditvergaberahmens. Trotz dieser positiven Entwicklungen sind die SBA weiterhin die verbreitetste Art von finanzieller Unterstützung für von der Krise betroffene Entwicklungsländer. Es darf nicht vergessen werden, dass diese Kreditlinien zur Stützung von Ländern ausgelegt worden sind, die kurzfristigen Zahlungsbilanzschwierigkeiten gegenüberstehen und von Rezession bedroht sind.

Die wichtigste Innovation dieser IWF-Fazilitäten war jedoch die Schaffung der Flexiblen Kreditlinie (FCL) als Ersatz der *Short-Term Liquidity Facility* (kurzfristige Liquiditätsfazilität)<sup>16</sup>. Die FCL wurde zur Krisenprävention oder zur Krisenbewältigung entwickelt. Die Länder haben die Wahl, die Kreditlinie entweder bei Gewährung zu beanspruchen oder sie vorbeugend zur Stärkung ihrer Devisenreserven einzusetzen. FCL-Vereinbarungen werden vom Exekutivdirektorium für die Länder genehmigt, die bestimmte Qualifikationskriterien erfüllen, einschließlich »*strong fundamentals, policies, and track records of policy implementation*«. Der Zugang zu dieser Kreditlinie wird von Fall zu Fall überprüft, unterliegt keinen Obergrenzen und ist (auf Wunsch) als einmalige Vorauszahlung verfügbar. Zudem unterliegt die Vergabe der FCL keinerlei Bedingungen für bestimmte Maßnahmen, wie das bei den Beistandsvereinbarungen der Fall ist. Bisher hat Mexiko eine FCL von 47 Milliarden us\$ erhalten. Polen und Kolumbien haben eine vorbeugende Hilfe von 20,5 Milliarden bzw. 10,4 Milliarden us\$ beantragt und Peru könnte folgen.

Sowohl die Erhöhung der Darlehenskapazität des IWF als auch die Überarbeitung der Kreditvergabebedingungen sind ein positiver Schritt. Insbesondere durch die Schaffung des FCL rückt der IWF einer Rolle als letztinstanzlicher Kapitalgeber im internationalen Finanzmarkt näher. Diese Initiative könnte dabei helfen, Entwicklungsländer vor einem durch Panik an den internationalen Finanzmärkten verursachten plötzlichen Kapitalabfluss zu schützen. Keine dieser Maßnahmen stellt jedoch eine koordinierte internationale Zusammenarbeit zur Ankurbelung der weltweiten Gesamtnachfrage und der Weltwirtschaft dar. Um das zu tun, was dem IWF zufolge an der fiskalpoliti-

---

16. Diese Kreditlinie wurde Ende Oktober 2008 als Krisenvorsorge für Länder mit kurzfristigen Finanzierungsschwierigkeiten geschaffen. Die Genehmigung dieser Kreditlinie hängt nur vom erfolgreichen Abschluss eines herkömmlichen Bewertungsverfahrens durch IWF-Mitarbeiter gemäß Artikel IV ab. Die Fazilität wird bis zu 500% der Länderquote für eine Dauer von drei Monaten mit der Möglichkeit einer zweimaligen Verlängerung vergeben. Da die Gefahr besteht, dass die Inanspruchnahme dieses Rettungspakets vom Markt als Zeichen von Schwäche gedeutet wird und durch die geringe Reichweite dieser potenziellen finanziellen Hilfe, wurde diese Kreditlinie noch von keinem Land in Anspruch genommen.

schon Front getan werden muss, braucht es etwas anderes: eine bedeutende Finanzspritze zum Finanzieren von steuerlichen Anreizpaketen in den Entwicklungsländern, die sich weder im Ausland noch im Inland ausreichend finanzieren können. Ähnlich wie in den USA sollten solche Programme zwei Schwerpunkte haben. Ein direkter Nutznießer des Programms sollten die schutzbedürftigsten Menschen sein. Sie sollten über Fürsorge-, Gesundheits- und Bildungsprogramme erreicht werden. Diese Programme würden nicht nur helfen, ihre Lebensbedingungen zu verbessern, sondern zudem multiplikative Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt und die Gesamtwirtschaft haben. Als Zweites sollten die Steuerprogramme die Infrastruktur, den Umweltschutz und die Entwicklung von Technologien stärken. Die Motivation

**Sowohl die Erhöhung der Darlehenskapazität des IWF als auch die Überarbeitung der Kreditvergabebedingungen sind ein positiver Schritt, stellen aber keine koordinierte internationale Zusammenarbeit zur Ankurbelung der weltweiten Gesamtnachfrage und der Weltwirtschaft dar ■**

hinter diesem zweiten Ziel ist nicht nur die kurzfristige Stabilisierung der Wirtschaft, sondern auch die Ankurbelung des Wachstums in Entwicklungsländern.

Diese Kreditlinien sollten zu kurzfristige Finanzierung vermeiden helfen und sie sollten zu niedrigen Zinssätzen angeboten werden. Programme zur Überbrückung eines kurzfristigen Ungleichgewichts, wie die Beistandsvereinbarungen, neigen dazu, das unterstützte Land zu benachteiligen, um Moral-Ha-

zard-Verhalten zu vermeiden. Im Gegensatz dazu sollten die Programme so ausgelegt werden, dass sie das Interesse einer Teilnahme der Entwicklungsländer fördern. Wichtig ist hier, dass die Verwendung der Mittel durch einzelne Länder positive externe Auswirkungen auf andere Mitgliedsländer des IWF hat. Entwicklungsländer sollten bei der Finanzierung ihrer eigenen Steuerpakete ähnliche Zinssätze verlangen, wie sie in den USA und anderen Industrieländern angewendet werden.

Für diesen Zweck könnten die Sonderziehungsrechte eingesetzt werden. Die US-Regierung wehrt sich seit Anfang der 80er Jahre systematisch gegen die Erhöhung des Bestands an Sonderziehungsrechten. In der gegenwärtigen Situation ist dieses Argument nicht stichhaltig. Die US-Notenbank und andere Zentralbanken von Industrieländern haben seit dem Ausbruch der Krise nicht damit gezögert, mehr Geld in Umlauf zu bringen. Sie haben zu

Recht erkannt, dass die Gefahr nicht in Inflation sondern Deflation liegt. Dies wurde durch die jüngste Entscheidung, die Sonderziehungsrechte wesentlich zu erhöhen, stillschweigend anerkannt. Die Finanzierung von expansiven Steuerprogrammen durch die Ausgabe von Sonderziehungsrechten ist die internationale Entsprechung der gleichzeitig in vielen Industrieländern durchgeführten expansiven Geld- und Fiskalprogramme.

Der IWF sollte den Regierungen der Entwicklungsländer eine neue Kreditlinie zur Finanzierung der oben beschriebenen expansiven Fiskalprogramme anbieten. Eine solche Kreditlinie sollte hauptsächlich an die Regierungen vergeben werden und nicht an die Zentralbanken. Die Kreditfazilität sollte nicht (ausschließlich) zur Stärkung der Devisenreserven oder zur Sicherung von Auslandsverpflichtungen eingesetzt werden, was das Ziel der FCL zu sein scheint. Angesichts der rezessiven Wirtschaft in Entwicklungsländern ist nicht in erster Linie Liquidität erforderlich, sondern eine Stimulierung der Gesamtnachfrage. Wenn die Mittel zur Stärkung der Devisenreserven verwendet werden und nicht zur Deckung des Finanzbedarfs der Regierungen, werden damit letztlich private Kapitalabflüsse finanziert. Diese vorgeschlagene Verwendung der Sonderziehungsrechte schließt andere Möglichkeiten nicht aus. Es kann zum Beispiel erforderlich sein, in Entwicklungsländern sowie in vielen osteuropäischen Ländern mit dieser neuen Kreditlinie einheimische Finanzsysteme zu stützen und neu zu strukturieren.

#### ■ 4. Abschließende Bemerkungen

Die makroökonomische Theorie wird durch die aktuelle globale Krise sicher beeinflusst werden. Es gibt Zeichen, dass einige »alte« Theorien und Einsichten neu aufleben. Die Bereitschaft von Ökonomen zur Aufarbeitung bereits vorhandenen Wissens ist positiv. In diesem Sinne argumentiert dieser Beitrag dafür, dass Ökonomen nicht die Lektionen vergessen dürfen, die über drei Jahrzehnte in verschiedenen (und schmerzhaften) Finanzkrisen in Entwicklungsländern gelernt wurden. Wir möchten zwei wichtige aus der Finanzkrise gezogene Lehren hervorheben. Erstens, die Krisenvorbeugung in aufstrebenden Volkswirtschaften erfordert nicht nur die Regulierung des einheimischen Finanzsystems, sondern auch ein konsistentes Paket makroökonomischer Maßnahmen. Dazu gehören die Währungspolitik sowie das Management der Zahlungsbilanzen und der Devisenreserven. Zudem sollte ein weltweites System zur Krisenvermeidung internationale Normen, die ungehinderte Kapitalbewegungen mäßigen, sowie Institutionen und internationale Mechanismen zur Kompensation von privaten Kapitalabflüssen, einschließen. Zweitens:

Finanzkrisen in Entwicklungsländern tendieren dazu, die Zahlungs- und die Haushaltsbilanzen zu verschlechtern, und traditionelle Sparmaßnahmen neigen zur Verschärfung der rezessiven Tendenzen in der Produktion und auf dem Arbeitsmarkt. Das ist genau das Gegenteil von dem, was erforderlich und für Regierungen in Industrieländern durchführbar ist. Die jüngste Steigerung der Darlehenskapazität des IWF und die Änderungen der Bedingungen und Auflagen für Beistandsvereinbarungen sowie die Schaffung der flexiblen Kreditlinie sind positive Maßnahmen, um den Entwicklungsländern bei der Überwindung der aktuellen Krise zu helfen. Das reicht jedoch nicht. Der IWF sollte Regierungen von Entwicklungsländern eine Kreditlinie anbieten, mit der sie den rezessiven Kräften in ihren Volkswirtschaften mit expansiver Fiskalpolitik entgegentreten können.

In der G-20 wurde vor kurzem die Diskussion über die Schaffung einer neuen Finanzarchitektur zur Vermeidung von konjunkturellen Berg- und Talfahrten an Finanzmärkten aufgenommen. Die Industrieländer werden wahrscheinlich die Regulierung von Finanzaktivitäten und -märkten in den Vordergrund rücken. Die Entwicklungsländer sollten solche Initiativen unterstützen; sie sollten sich jedoch auch für eine Agenda einsetzen, die ihnen bei der Bewältigung der hier besprochenen Probleme hilft. ☐

## **CUADERNOS AMERICANOS**

NUEVA ÉPOCA

Julio-Septiembre de 2009

México, D.F.

Nº 129

LA OBRA DE JUAN BOSCH: **Pablo A. Mariñez**, Bosch ante Hostos: anticolonialismo y antiimperialismo en el Caribe. **Coronada Pichardo**, Los espacios conquistados en la narrativa de Juan Bosch. **Guillermo Piña-Contreras**, Arqueología de un mundo imaginario: *La Mañosa* de Juan Bosch. **Ángel R. Villarini Jusino**, Los cuentos de Juan Bosch como textos de formación ético-política democrática. **Jorge Ruedas de la Serna**, La humanidad literaria de Juan Bosch. **Graciela Leticia Raya Alonso**, Juan Bosch: un hombre del pueblo. Carta de Juan Bosch a José María Chacón y Calvo. BICENTENARIO DE LA INDEPENDENCIA: **Salvador Méndez Reyes**, Fray Servando Teresa de Mier y la comunidad hispanoamericana de Londres. **Leonel Alvarado**, La invención lírica de la nación: los himnos nacionales de Centroamérica. RESONANCIAS DE BORGES: **Beatriz Colombi**, Jorge Luis Borges y el arte narrativo. **Walter Carlos Costa**, Las traducciones de la *Antología de la literatura fantástica* de Borges, Bioy Casares y Silvina Ocampo. **Liliana Weinberg**, Borges y Martínez Estrada: diferencias y semejanzas. PREMIO PRÍNCIPE DE ASTURIAS EN COMUNICACIÓN Y HUMANIDADES 2009: Comunicado del Jurado. Declaración de respuesta del Rector. *IN MEMORIAM* MARIO BENEDETTI. RESEÑAS.

Cuadernos Americanos, revista dedicada a la discusión de temas de y sobre América Latina. Redacción y administración: 2º piso, Torre 1 de Humanidades, Ciudad Universitaria, 04510, México, D.F. Tel.: (52 55) 5622.1902. Fax: (52 55) 616.2515. Correo electrónico: <cuadamer@servidor.unam.mx>.