

Globale Finanzmarkturbulenzen – Werden die globalen Ungleichgewichte zurückgehen?

Peter Backé,
Franz Nauschnigg¹

Die Roundtable-Diskussion wurde von der Abteilung für Integrationsangelegenheiten und Internationale Finanzorganisationen (INTA) der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) gemeinsam mit dem Reinventing Bretton Woods Committee (RBWC) im Hotel Post in Weißenbach am Attersee vom 12. bis 14. Juni 2008 veranstaltet.

Die Teilnehmer setzten sich vor allem aus Vertretern des öffentlichen Sektors (insbesondere Zentralbanken), Marktteilnehmern und Wissenschaftlern zusammen, wodurch ein fruchtbringender Gedanken- und Informationsaustausch ermöglicht wurde.

Zusammenfassung der Roundtable-Diskussion „Global Market Disruptions – Will Global Imbalances Unwind?“

Einleitend begrüßte *Josef Christl* (Direktoriumsmitglied, OeNB) die Teilnehmer. Er betonte, dass wir derzeit großen Herausforderungen gegenüberstünden – hohen Erdöl- und Rohstoffpreisen mit dem Effekt hoher Inflationsraten sowie einem sich verlangsamenden Wirtschaftswachstum. Zusätzlich gäbe es noch die Finanzmarkturbulenzen und die globalen Ungleichgewichte, die insbesondere den Zentralbanken die Aufgaben erschweren würden. Er begrüßte, dass es gelungen sei, derart hochkarätige Teilnehmer zusammenzubringen und lud zu einer offenen Diskussion ein.¹

Im Zentrum von *Session 1* „The Repricing of Risks: Origins, Remedies and Outcome“ standen die Kosten und Auswirkungen der seit Sommer 2007 anhaltenden globalen Finanzmarkturbulenzen.

Anthony Santomero (Senior Adviser, McKinsey) bezifferte die Verluste der Finanzkrise in den USA mit rund 800 Mrd USD (5,9% des US-BIP). Von diesen Verlusten entfallen 550 Mrd USD auf Banken und 250 Mrd USD auf andere Finanzinstitutionen. Diese Berechnung beruht auf dem Szenario, dass es in den USA infolge der Krise

höchstens eine milde und kurz andauernde Rezession geben wird. Andere McKinsey-Szenarien kommen auf Verluste von 625 Mrd USD bzw. 1.280 Mrd USD.

Die Banken haben bisher eine Rekapitalisierung in Höhe von 232 Mrd USD aufgebracht, sodass noch etwa 300 Mrd USD benötigt werden. Die Rekapitalisierung erweise sich aber als zunehmend schwierig und werde in Zukunft zu einem erheblichen Teil aus einbehaltenen Gewinnen erbracht werden. Der verbleibende Rekapitalisierungsbedarf entspreche den Gewinnen der Banken über einen Zeitraum von drei Jahren. Um die Krise zu überwinden, müssten die Bankbilanzen saniert werden. Nur so könne das Vertrauen der Investoren wieder hergestellt werden und die Liquiditätssituation auf den Märkten, vor allem auf dem Kreditmarkt, sich wieder normalisieren. Für eine Wiederbelebung des Verbriefungsgeschäfts benötige es einfache und transparente Finanzinstrumente mit Basiswerten von hoher Qualität.

Christoph Avenarius (Direktor, Credit Suisse) stellte fest, dass das Federal Reserve System (Fed) im Zuge der Krisenbekämpfung die Rolle als „ultimate prime broker“ übernommen hätte. Die Turbulenzen hätten die Schwachstellen des bestehenden Regelwerks aufgezeigt. So funktionierten Value-at-Risk-

¹ peter.backe@oebn.at; franz.nauschnigg@oebn.at

Modelle nur in liquiden Märkten und es besteht das Problem, dass alle die gleichen Risikomodelle benutzen. Die Fed habe die US-Märkte auf einem gefährlich hohen Preisniveau stabilisiert. Mittelfristig könnten die Sovereign Wealth Funds (SWF) profitieren, da sie Vermögenswerte zu relativ niedrigen Preisen erwerben könnten.

Tryggvi Herbertsson (Präsident, Askar Capital) beleuchtete die Entwicklungen in Island und meldete massive Zweifel an der Effektivität der Geldpolitik in kleinen, offenen Volkswirtschaften mit großen, global tätigen Bankensystemen an. Eine restriktive Geldpolitik werde sofort durch internationale Zinsarbitragegeschäfte (Carry-Trade) ausgehebelt, die solche Volkswirtschaften zudem besonders anfällig für die Neubewertung von Risiken machen. Unter solchen Gegebenheiten liege die Hauptlast der makroökonomischen Stabilisierung bei der Fiskalpolitik, die über traditionelle Keynesianische Nachfragesteuerung agieren müsse. Eine andere Option sei (mittel- bis längerfristig) die Übernahme des Euro.

In der nachfolgenden Diskussion wurde insbesondere die ungenügende Regulierung des US-Hypothekenmarktes als eine der Ursachen für die Turbulenzen angesprochen. Die Einschätzung der gegenwärtig in den USA diskutierten Finanzmarktreformpläne (Paulson-Plan) fiel eher skeptisch aus, nur eine grundlegende Reform, die aber ein politischer Kraftakt wäre, könnte eine durchgreifende Verbesserung des institutionell-regulatorischen Rahmenwerks sicherstellen. Hervorgehoben wurde weiters, dass sich die Risiken für die Bilanz der Fed infolge ihrer Liquiditäts- und Solvenzoperationen deutlich erhöht hätten. Mehr als die Hälfte der Vermögenswerte, die die Fed hält, seien mittlerweile als risikobehaftet zu bewerten.

Auch europäische Banken hätten überproportionale Verluste durch ihre Investments in den USA erlitten. Die Höhe der Verluste werde auch sehr stark von der makroökonomischen Entwicklung in den USA beeinflusst, wobei eine schwere Rezession die Verluste dramatisch erhöhen würde.

Session 2 behandelte das Thema „Unwinding of Global Imbalances – Orderly or Disorderly Adjustment?“

Kristin Forbes (Professor, MIT) stellte fest, dass bisher der Abbau der globalen Ungleichgewichte kontrolliert erfolgt sei. Es sei jedoch fraglich, ob die erforderlichen Kapitalzuflüsse in die USA nachhaltig aufrecht zu erhalten seien. Die USA benötigen im Jahr 2008 1.800 bis 2.700 Mrd USD an Bruttokapitalzuflüssen (627 Mrd USD Leistungsbilanzdefizit, Kapitalabflüsse ins Ausland zwischen 1.200 und 2.000 Mrd USD). Es bestünden substanzielle Risiken, dass die Bereitschaft von Ausländern, für Nettokapitalzuflüsse in die USA zu sorgen, mittelfristig abnehmen könnte. In diesem Zusammenhang nannte sie folgende Faktoren: (a) niedrige Erträge ausländischer Investoren in den USA, (b) anhaltende Finanzmarktentwicklung in vielen Ländern, (c) Turbulenzen auf den US-Finanzmärkten seit 2007, (d) eine in einigen Sektoren wahrgenommene ablehnende Haltung gegenüber Auslandsinvestitionen, (e) eine möglicherweise zu weit gehende und schlecht durchdachte Re-Regulierung der US-Finanzmärkte als Reaktion auf die aktuelle Krise.

Menzie Chinn (Professor, Universität von Wisconsin) befasste sich in seinem Beitrag mit „Prospects for US Adjustment and the US Dollar“. Er argumentierte, dass der in den letzten Quartalen zu beobachtende Rückgang des US-Leistungsbilanzdefizits vor allem auf die schwache Konjunkturlage

in den USA zurückzuführen sei. Berechnungen auf Basis eines Taylor Rule Fundamentals-Ansatzes zeigten, so Chinn, dass der US-Dollar gegenüber dem Euro im Anpassungsprozess weiter abwerten werde. Damit stelle sich die Frage, ob der US-Dollar auf mittlere bis längere Sicht seine Rolle als Weltleitwährung beibehalten könne. Ein Wechsel in der Weltleitwährung vom US-Dollar zum Euro (Chinn hat dazu eine Studie erstellt) sei seiner Meinung nach ein Ereignis von geringer Wahrscheinlichkeit, könne jedoch nicht ausgeschlossen werden.

Sophia Drossos (Executive Director, Morgan Stanley) führte aus, dass sich die Rahmenbedingungen für eine geordnete Anpassung der globalen Ungleichgewichte seit dem zweiten Halbjahr 2007 deutlich verschlechtert hätten. Ein entscheidender Faktor für den Verlauf des Anpassungsprozesses und die damit verbundenen Kosten seien die Kapitalströme von Investoren aus dem öffentlichen Sektor (Zentralbanken, Sovereign Wealth Funds) in die USA. Diese hohen Ersparnisse, die in den USA veranlagt wurden, haben wesentlich zum Anstieg der Vermögenspreise in den USA beigetragen. Drossos äußerte auch Zweifel daran, ob die asiatischen Volkswirtschaften weiter dynamisch wachsen könnten, wenn die Konjunktur in den entwickelten Industrieländern einbräche. Die Abwertung des US-Dollar werde nicht weitergehen, da sie für die USA mehr Kosten als Nutzen bringe, insbesondere, da die Gefahr bestehe, dass damit US-Vermögenswerte für ausländische Investoren unattraktiv würden.

Die nachfolgende Diskussion behandelte die US-Dollar-Schwäche der letzten Monate. Dabei wurde die Meinung vertreten, dass die abnehmende Bereitschaft von ausländischen Privatsektorinvestoren, US-Vermögenswerte

zu halten, einen Teil der US-Dollar-Abwertung erklären könne; die Abwertung habe über Bewertungseffekte zu einem Rückgang des Netto-US-Dollar-Schuldenstands geführt. Ob der US-Dollar weiter gegenüber dem Euro abwerten müsse, um das US-Leistungsbilanzdefizit auf ein nachhaltiges Niveau zu reduzieren, werde nicht zuletzt davon abhängen, wie schnell die asiatischen Währungen gegenüber dem US-Dollar und dem Euro in Zukunft aufwerten würden.

Im zweiten Teil von Session 2 führte *Miranda Xafa* (Alternate Executive Director, IWF) aus, dass die US-Dollar-Schwäche auf inländische Faktoren zurückzuführen sei und nannte in diesem Zusammenhang die Entwicklungen auf den US-Immobilien- und Kreditmärkten sowie die deutlich gesunkenen US-Dollar-Zinsen. Die sinkenden Vermögenswerte der privaten Haushalte in den USA und die damit verbundene Erhöhung der Sparquote würden dazu beitragen, dass das Leistungsbilanzdefizit der USA weiter fallen werde.

Michael Dooley (Managing Director, Cabezon Capital) vertrat die Meinung, dass Bretton Woods II (das heißt die US-Dollar-Wechselkursbindung vieler aufstrebender Volkswirtschaften) auf mittlere, möglicherweise sogar auf längere Sicht ein stabiles System darstelle. Zwar würden einige der an den US-Dollar gebundenen Volkswirtschaften im Lauf der Zeit „graduieren“, z. B. Brasilien, und zu flexibleren Wechselkursregimes übergehen, dafür würden sich aber andere Entwicklungsländer in das Bretton Woods II-System einklinken. China und Indien seien aufseiten der an den US-Dollar gebundenen Länder die Kernländer des Systems und würden dies auch auf absehbare Zeit bleiben, da sie auch weiterhin eine exportbasierte Wachstumsstrategie durch unterbewertete Wechselkurse verfol-

gen würden. Aus seiner Sicht sei Bretton Woods II intakt und entwickle sich weiter.

Arnab Das (Managing Director, Dresdner Kleinwort) vertrat die These, dass sich die Weltwirtschaft in einem „disorderly non-adjustment“ befinde. Die Frage sei, wie stabil dieses Ungleichgewicht ist. Mit dem Nachlassen der Vermögenspreissteigerungen hätten sich die Investoren von US-Vermögenswerten den Rohstoffmärkten zugewendet. Der Preisanstieg vieler Rohstoffe sei durch Finanzinvestoren verstärkt worden und habe zu einer Rohstoffpreisblase geführt. Das makroökonomische Grundproblem der letzten Jahre – zu viel Liquidität im gesamten Weltfinanzsystem – sei nach wie vor existent und werde weiter zu Preisblasen führen.

Die nachfolgende Diskussion konzentrierte sich neuerlich auf den US-Dollar. Dabei wurde argumentiert, dass der US-Dollar dann massiv unter Druck kommen werde, wenn in den USA Ansässige nicht mehr bereit seien, US-Dollar zu den jeweiligen Zinssätzen und Wechselkursen zu halten. Ein zweites Leitthema der Diskussion befasste sich mit dem globalen Inflationsdruck und der Reaktion der Geldpolitik darauf. Dabei wurde die Meinung geäußert, dass viele Zentralbanken zu spät auf die anziehende Inflation reagiert hätten. Länder mit US-Dollar-Wechselkursbindung tolerierten kurzfristig höhere Inflation, um längerfristig die durch die US-Dollar-Bindung erhoffte Stabilität genießen zu können. In vielen Fällen gäbe es für diese Länder – wie z. B. die Golfstaaten – auf kurze bis mittlere Sicht auch keinen anderen monetären Anker. Die Überschüsse der Erdöl exportierenden Länder (und damit die Defizite anderer Länder) würden sinken, sobald sich die Überzeugung durchsetze, dass der

höhere Erdölpreis dauerhaft ist, und der Konsum der Rohölexporture ansteige. Im Bretton Woods II-System seien für die exportbasierte Wachstumsstrategie durch unterbewertete Wechselkurse in den asiatischen Ländern Kapitalverkehrsbeschränkungen notwendig, die bei einem erfolgreichen Aufholprozess immer weniger durchhaltbar seien. Der Euro könne in diesem System durchaus eine größere Rolle spielen, da es auch im Bretton Woods-System mit dem US-Dollar und mit Gold zwei verschiedene Anker gegeben habe.

Im Mittelpunkt von *Session 3* stand die Frage „The World in the Emerging Market Mirror: New Suppliers of Financial Stability“. Dabei standen vor allem ausgewählte Ländererfahrungen im Blickpunkt.

Einleitend stellte der Vorsitzende dieser Session, *Ousmene Mandeng*, fest, dass die Schwellenländer ein Drittel der Weltwirtschaft repräsentieren, aber die Hälfte zum weltweiten Wirtschaftswachstum beitragen. Die Schlussfolgerung – verkaufe US-Dollar und kaufe Vermögenswerte von Schwellenländern.

Cristian Popa (Vizegouverneur, Rumänische Nationalbank) skizzierte die aktuelle Wirtschaftsentwicklung in Rumänien, die durch einen dynamischen Aufholprozess, aber auch durch hohe Ungleichgewichte gekennzeichnet sei. Es gebe Anzeichen einer beginnenden Konsolidierung, die durch stabilitätsorientierte Politiken verstärkt werden sollten. In Rumänien trage dabei die Geldpolitik die Hauptlast, ihre Effektivität sei allerdings begrenzt. Mit einer gewissen Sorge beobachte die Zentralbank auch anhaltend rapide Reallohnsteigerungen. Er erwartet eine Abschwächung des Wachstums, aber kein „hard landing“. Aus derzeitiger Sicht plane man, den Euro im Jahr 2014 einzuführen.

Mehmet Yörükoglu (Vizegouverneur, Türkische Zentralbank) gab einen ländervergleichenden Überblick über Inflationsentwicklungen und Geldpolitiken in aufstrebenden und entwickelten Volkswirtschaften. Lebensmittel-, Rohstoff- und Energiepreissteigerungen wirkten sich, so Yörükoglu, in den aufstrebenden Volkswirtschaften viel stärker auf die Inflation aus als in den Industrieländern, da die Anteile dieser Produktgruppen in den Verbraucherpreiskörben der Schwellenländer viel höher seien. Es werde daher zu einer Abkoppelung der Geldpolitiken der aufstrebenden Volkswirtschaften von jenen der entwickelten Länder kommen müssen. Dabei werde es zu einer restriktiveren Geldpolitik, einer Aufwertung der Wechselkurse und zu höheren Inflationszielen in den aufstrebenden Volkswirtschaften kommen.

Paulo Vieira da Cunha (früherer Vizegouverneur, Zentralbank Brasiliens) gab einen Überblick über den beeindruckenden Stabilisierungs- und Aufholprozess der brasilianischen Volkswirtschaft, wo eine linke Regierung eine traditionelle Makropolitik angewendet und damit einen „virtuous circle“ in Gang gebracht habe. Er kritisierte aber gleichzeitig die stark gestiegene Rolle des Staats (Übergang zu einer „transfer economy“) und die seiner Meinung nach prozyklische Fiskalpolitik. Durch den Rohstoffpreisboom sei ein Nachfrageboom ausgelöst worden, der nun schwer einzubremsen sei, obwohl die Inflationsentwicklung und das Leistungsbilanzdefizit eine restriktive Makropolitik erfordern würden.

Lawrence Brainard (Chief Economist, Trusted Sources) betonte die Schwierigkeiten, vor denen China stehe; 1.700 Mrd USD Währungsreserven, Zuflüsse von spekulativem Kapital in Höhe von 46 Mrd USD monatlich. China könne zur Abkühlung seiner

überhitzten Wirtschaft die Zinsen nicht anheben, da dies nur die Kapitalzuflüsse verstärken würde. Man werde daher versuchen, die Inflation durch administrative Maßnahmen und Aufwertung zu bekämpfen. Der Übergang Chinas in eine Nach Bretton Woods II-Welt wird mit großen Problemen und Instabilitäten behaftet sein.

In der Diskussion herrschte Einigkeit darüber, dass die Inflationszielstrategien, die einige aufstrebende Volkswirtschaften verfolgten, nun einem ersten ernsthaften Test ausgesetzt seien. Unterschiedliche Auffassungen gab es zur Frage, ob es erforderlich sei, die – in manchen Fällen recht ambitionösen – Inflationsziele angesichts des aktuellen Inflationsdrucks nach oben anzupassen. Einerseits wurde argumentiert, dass wiederholte Zielverfehlungen die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken beeinträchtigen könnten, andererseits wurde die Meinung vertreten, dass die Zentralbank mit einer (verfrühten) Änderung der Inflationsziele ihre Glaubwürdigkeit von vornherein aufs Spiel setze. Es stelle sich die Frage, ob die Inflationszielstrategie nicht das Schicksal der Geldmengenzielstrategie erleiden könne. Kritisch wurde die Inflationsentwicklung in China gesehen, denn die Regierung und die Zentralbank hätten – unter den gegenwärtigen Rahmenbedingungen – kaum Instrumente, um die Inflation im Griff zu halten.

In *Session 4* wurde die Internationale Finanzarchitektur diskutiert – „Prospects for the International Financial Architecture: Merits and Demerits of the Current International Monetary System“.

Richard Portes (Professor, London Business School und CEPR) stellte fest, dass es kein internationales Währungssystem gäbe, und wir es vielmehr mit einem „Nicht-System“ zu tun haben. Die Kapitalströme sind, bedingt durch

die Liberalisierung des Kapitalverkehrs, niedrige Transaktionskosten und neue Akteure, wie Hedge Fonds, enorm angestiegen und übertreffen die Handelsströme bei weitem.

Es kam zu einem Anstieg der Finanzkrisen, der Effizienz der Kapitalallokation, der Möglichkeit der Finanzierung von Leistungsbilanzungleichgewichten und der gleichgerichteten Entwicklung der Finanzmärkte. Diese Vertiefung der internationalen Finanzintegration hilft bei der Entwicklung nationaler Finanzmärkte.

Der US-Dollar verliere zunehmend seine einst dominante Rolle im internationalen Währungssystem. Es stelle sich die Frage, ob der Aufstieg des Euro nicht zu mehr Instabilität (hegemon stability theory) führen könnte. Vor 1914 habe aber auch das Pfund Sterling keine so dominante Rolle wie der US-Dollar nach dem zweiten Weltkrieg gehabt, sondern es gab mit dem Französischen Franc und der Deutschen Mark ernstzunehmende Konkurrenz.

Das internationale Währungssystem leide an der Schwäche des IWF, der noch keine neue wichtige Rolle gefunden habe, dem Fehlen eines Lender of Last Resort und eines internationalen Gerichtshofs für Staatsbankrotte. Darüber hinaus sei die Kooperation zwischen den großen Zentralbanken, der Fed, dem Eurosystem und der Bank of England nicht optimal, was, da die Liquiditätspools international seien, problematisch sei.

Nach *Alexander Swoboda* (Professor, Universität Genf) hat die Wirtschaftsentwicklung der letzten Jahre – stabile makroökonomische Entwicklung, niedrige Anleiherenditen, für die es keine schlüssige Erklärung gibt („Greenspan conundrum“), flache Zinskurve, quasi „verlässliche“ Leitzinssenkungen bei Kursrückschlägen („Greenspan put“), globale Ungleichgewichte, übermäßige

Ausgaben der US-Konsumenten – auf den Finanzmärkten zu hoher Liquidität, Überhitzungserscheinungen und hohem Fremdkapitaleinsatz (Stichwort „Leverage-Effekt“) geführt. Die derzeitige Finanzkrise werde zu einer volatileren Makroentwicklung und dem Ende der großen Moderation führen. Eine Entkoppelung dieser Entwicklungen sei nicht zu erwarten.

Ein Problem sei die Prozyklizität der Finanzmärkte, die durch die Regulierung verstärkt würde. Hier müsse man Schockabsorber einbauen. Die Geldpolitik stehe vor dem Problem, mehr Ziele als Instrumente zu besitzen, wobei man die Ziele reduzieren (Eurosystem-Lösung) oder die Instrumente erhöhen (kurz-/langfristige Instrumente) könne. In der Zusammenarbeit der Zentralbanken sieht er dreieinhalb Akteure – Fed, Eurosystem, Bank of England und als halben die Schweizerische Nationalbank.

Ein Problem seien auch Banken, die nicht „too big to fail“, sondern „too big to rescue“ seien, wie z. B. UBS in der Schweiz. Dies sei besonders ein Problem für kleinere Länder mit großen Bankensystemen.

Stijn Claessens (Abteilungsleiter, IWF-Forschungsabteilung) stellte IWF-Untersuchungen vor, die zeigen, dass es in 21 OECD-Ländern zwischen 1960 und Anfang 2007 zu 122 Rezessionen kam. Weiters kam es zu 114 Fällen von sinkenden Immobilienpreisen, 233 Fällen von Rückgängen der Aktienkurse und 105 Kreditrückgängen (credit crunch). Die meisten Makro- und Finanzvariablen reagieren in der Rezession prozyklisch. Kreditrückgänge führen zu stärkeren Rezessionen, während Rezessionen, verbunden mit fallenden Immobilienpreisen, länger andauern. Immobilieninvestitionen und Kreditwachstum haben die besten Prognoseeigenschaften für Rezessionen. Die ge-

genwärtige US-Wachstumsverlangsamung zeigt die Muster früherer Rezessionen, jedoch reagiere die US-Geldpolitik rascher und aggressiver als bei früheren Rezessionen.

Harold James (Professor, Universität von Princeton) stellte fest, dass sich die meisten Finanzinstitutionen in Finanzkrisen prozyklisch verhalten. Es habe jedoch in der Geschichte immer wieder große Finanzmarktteilnehmer gegeben, die sich antizyklisch verhalten und damit die Krisen entschärft haben. Als Beispiele nannte er die Rothschilds im 19. Jahrhundert und JP Morgan in der Krise 1907, die als eine Art Vorläufer des IWF agiert hätten.

Jetzt könnten die SWF diese antizyklische Rolle übernehmen. Lenin, wenn es ihn noch gäbe, würde heute schreiben, dass die SWF die höchste Form des Kapitalismus seien.

Der IWF, der in den letzten Jahren an Einfluss verloren habe, könnte eine neue Rolle bekommen und die Reserven der SWF veranlagen. Der Vorteil wäre eine Entpolitisierung der Veranlagungen der SWF (keine Probleme mit Empfängerländern von Investitionen) sowie eine effiziente Bekämpfung spekulativer Attacken. Das Governance-System des IWF müsste allerdings entsprechend adaptiert werden.

Servaas Deroose (Direktor, Europäische Kommission) stellte fest, dass sich der Euro als zweite internationale Währung nach dem US-Dollar etabliert hat. Der Euro besitzt einen regionalen Focus rund um den Euroraum. Rund 40 Länder verwenden den Euro als Anker und es gab eine Diversifizierung von Währungsreserven vom US-Dollar zum Euro. Insgesamt hat der Euro bisher, entgegen vieler Warnungen vor seiner Einführung, für mehr Stabilität gesorgt.

Der Euro und der US-Dollar dominieren im Weltwährungssystem (bipo-

lares System), wobei einige erwarten, z. B. Chinn, dass der Euro in den nächsten Jahrzehnten den US-Dollar überholen könnte. Er persönlich erwarte eine Entwicklung in Richtung eines tripolaren Weltwährungssystems in den nächsten Jahrzehnten. Um die internationale Rolle des Euro zu stärken, müsse der Euroraum wirtschaftlich erfolgreich sein und die Finanzmarktintegration vertieft werden. Die internationale Sichtbarkeit des Euroraums müsse durch eine gemeinsame Vertretung im IWF sowie bei G-7, G-20 usw. gestärkt werden. Dies würde auch das internationale Gewicht des Euroraums stärken.

In der Diskussion wurde für eine verstärkte Regulierung von Finanzmärkten plädiert – variable Kapitalunterlegung für Banken, Unterbindung von exzessivem Fremdkapitaleinsatz, spezielle Regulierungen für Großbanken, Stärkung der Aufsicht in der EU unter Führung des Eurosystems.

Zur Frage internationaler Reservewährungen wurde von US-Vertretern betont, dass man den Euro unterschätzt habe (Greenspan: „Euro wird 100 Jahre brauchen, um den US-Dollar herauszufordern.“). Einige sahen die Gefahr von Instabilitäten bei einem Kampf zwischen Euro und US-Dollar um die Vorherrschaft (Zwischenkriegszeit, als der US-Dollar das Pfund Sterling ablöste), während andere sich ein stabiles System mit mehreren Reservewährungen vorstellen konnten und als Beispiel auf die Zeit vor dem ersten Weltkrieg verwiesen.

Die Rolle der SWF wurde eher positiv gesehen – Stabilisierung der Finanzmärkte durch Aufkauf unterbewerteter Firmen und zusätzliches Kapital für Banken. Die Rolle des IWF als Reservenmanager wurde eher skeptisch beurteilt – SWF werden ihm das Kapital nicht geben, IWF würde mit Privaten und BIZ in Wettbewerb treten.