

# Die finanzielle Globalisierung in der Kritik

*Die Hauptkritik der Globalisierungsgegner zielt auf die internationalen Finanzmärkte. Welche Bedeutung haben die Finanzmärkte für die Weltwirtschaft? Was wird im einzelnen kritisiert? Ist die Kritik gerechtfertigt?*

Karl-Heinz Paqué

## Zur Globalisierung der Finanzmärkte

Internationaler Kapitalverkehr ist definiert als grenzüberschreitender Handel mit Vermögenswerten („trade in assets“). Seine ökonomische Logik erschließt sich in ganz ähnlicher Weise wie die ökonomische Logik des grenzüberschreitenden Handels mit Gütern („trade in goods“). Für beide Varianten des Handels gibt es eine bestens axiomatisierte Theorie, die allgemeine Theorie des komparativen Vorteils. Diese untersucht unter anderem die langfristigen Effizienzwirkungen des internationalen Handels. Sie kommt zu dem Ergebnis, dass der Handel grundsätzlich für alle beteiligten Länder Effizienzgewinne verspricht und deshalb vorteilhaft ist.

Der Vorteil des Handels – ob in Gütern oder Vermögenswerten – liegt im Kern darin, dass durch den Handel ein Spezialisierungsmuster entsteht, bei dem jedes Land sich im Vergleich zur Situation ohne Handel (Autarkie) auf die wirtschaftliche Aktivität konzentriert, in der es einen so genannten komparativen Vorteil aufweist; d.h., in der gesamtwirtschaftlich weniger Ressourcen aufgebraucht werden, um das gleiche Niveau an Güterversorgung der Nachfrager zu erreichen. Freier Handel ist deshalb stets ein Instrument, zusätzliche Potentiale der Arbeitsteilung zu nutzen.

Beim Handel mit Vermögenswerten begründen Unterschiede in

der Zeitpräferenz („Geduld“), im Grad der Risikobereitschaft und in den Ertragsersparungen für eine Investition den komparativen Vorteil. Es gibt als Folge dieser Unterschiede in Autarkie auch Unterschiede in den Preisen der Vermögenswerte und damit den realen Kapitalrenditen. Der Handel mit Vermögenswerten hat zwei grundlegende Wirkungen:

□ Das Kapital fließt dorthin, wo es nach Maßgabe der erwarteten Rendite am knappsten ist. Es findet intertemporaler Handel statt, gelenkt durch internationale Unterschiede in den Renditen: Es importieren (exportieren) jene Länder Kapital, in denen das Kapital am knappsten (reichlichsten) ist. Es entsteht ein Allokationsgewinn, analog der Handelsgewinne bei intersektoraler Spezialisierung infolge des Handels mit Gütern.

□ Die Risikostruktur der Portfolios von Vermögensbesitzern wird stärker diversifiziert. Dies erlaubt es, nach üblichen versicherungstechnischen Kriterien bei gleichem Gesamtrisiko mehr Projekte mit hoher Rendite und hohem Risiko zu realisieren als in Autarkie. Gesamtwirtschaftlich bedeutet dies eine Zunahme des wirtschaftlichen Wachstums, die von großer quantitativer Bedeutung sein kann, wie die Kalibrierung entsprechender Modelle zeigt.

In einem freien Kapitalmarkt – national oder international – wer-

den Vermögen permanent neu bewertet. Der Marktwert eines Vermögens ist gleich der Summe aller künftigen Nettoerträge, die „der Markt“ mit dem betreffenden Kapital zu erwirtschaften erwartet – abdiskontiert auf den Zeitpunkt der Bewertung. Es ist deshalb nicht im geringsten verwunderlich, dass Vermögenswerte relativ starken Schwankungen unterliegen.

Dispositionen am Kapitalmarkt sind immer dann mit Elementen der Spekulation verbunden, wenn sie Wetten über die Zukunft zum Inhalt haben. Dies ist fast immer der Fall (Ausnahme: die reine Ausnutzung von Preisunterschieden in Märkten zu einem Zeitpunkt, die Arbitrage). Die populäre Unterscheidung nach dem Motiv von Dispositionen – solche, die spekulativ sind, und solche, die es nicht sind – ist wissenschaftlich nicht wirklich haltbar.

Allerdings gibt es Wertpapiergeschäfte, die so geschaffen sind, dass sie besonders starken Kursrisiken unterliegen. So haben sich im Zuge der Deregulierung vieler nationaler Finanzmärkte neue Vertragsformen herausgebildet, die aus traditionellen Formen wie Aktien, Anleihen und Devisen abgeleitet sind, so genannte derivative Finanzinstrumente. Ein Derivat ist im Regelfall so konstruiert, dass sein Kurswert unter sonst gleichen Bedingungen stärker schwankt als der Kurswert der zugehörigen tra-

ditionellen Vertragsform. Es ist nur in diesem wohldefinierten Sinn „spekulativer“. Es kann dadurch eine spezifische Nachfrage am Kapitalmarkt befriedigen, die auf Absicherung von Geschäften abzielt, auch und gerade im Handel mit Gütern („Hedging“).

### Ausnutzung von Informationen

Alle Umwertungen am Kapitalmarkt beruhen auf dem begrenzten Informationsstand, der dem Markt zum jeweiligen Zeitpunkt historisch verfügbar ist. Dieser kann sich im Nachhinein als unvollständig, irreführend oder falsch erweisen. Dies kann zu Fehlbewertungen führen. Moderne Kapitalmärkte sind dadurch gekennzeichnet, dass eine große (und weiter schnell wachsende) Branche hochspezialisierter Analysten permanent nichts anderes tut, als in den Fundamentaldaten und in der historischen Kursentwicklung Informationen zu identifizieren, die der Markt noch nicht erkannt hat.

Die Analysten bedienen sich dabei einer Vielzahl von Quellen: von zeitreihenanalytischen Modellen über die systematische Bilanzuntersuchung bis zum intuitiven Rückgriff auf die eigenen langjährigen Erfahrungen. Finden sie unausgenutzte Informationen, so handeln sie am Markt danach bzw. machen entsprechende Empfehlungen. Gerade dadurch wird die noch nicht genutzte Information schließlich doch ausgebeutet. Der Markt erreicht dann den Zustand der so genannten Informationseffizienz, definiert als eine Situation, in der alle verfügbaren und relevanten Informationen in den Kursen eskomptiert sind und sich Kursveränderungen nur bei Entstehen neuer Informationen einstellen. Es handelt sich dabei um einen Zustand der Effizienz ex ante (nicht ex post), denn im Nachhinein kann sich die Informationsmenge als unzureichend und der Informationsgehalt als falsch herausstellen.

Solange niemand im Nachhinein zeigen kann, dass er im Vorhinein

überlegenes Wissen besaß und bereit war, diesem Wissen zu vertrauen, bleiben Aussagen über „zu niedrige“ oder „zu hohe“ Kapitalwerte oder „zu stark schwankende“ Kapitalwerte leeres Gerede, zumindest im strengen ökonomischen Sinne. Es ist deshalb auch eher amüsant als informativ, wenn Journalisten, Politiker oder gar Wissenschaftler im Nachgang zu großen Finanzkrisen dem Markt erklären, er hätte nicht rational gehandelt. Die angemessene Antwort darauf lautet: „If you are so smart, why aren't you rich?“

### Finanzmarktkrisen

Umwertungen – und selbst sehr weite Kursausschläge – am Kapitalmarkt werden erst dann problematisch, wenn sie zu schweren gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichtszuständen führen. Dies kann z.B. dann der Fall sein, wenn es aufgrund drastischer Abwertungen der Aktiva in einer Wirtschaft zu Überschuldungskrisen kommt – mit der Folge einer Kontraktion des Kreditvolumens und einer Stockung des gesamtwirtschaftlichen Ausgabenstroms. Eben dies

war bei allen großen Finanz- und Konjunkturkrisen des 20. Jahrhunderts (und auch früherer Zeiten) der Fall, am dramatischsten – und weltweit synchronisiert – in der Weltwirtschaftskrise 1930/32, am aktuellsten in den lateinamerikanischen und südostasiatischen Krisen der neunziger Jahre. Typisch für derartige Krisen ist die gegenseitige Verstärkung von Vermögensabwertung und Kontraktion des Geldkreislaufs, die erst dann auf einem niedrigen Niveau ausläuft, wenn die Nettoinvestitionen einen Tiefpunkt nahe null erreicht haben, was zumeist bei extrem hoher Unterauslastung der Produktionskapazitäten und hoher konjunktureller Arbeitslosigkeit der Fall ist.

Die Anatomie schwerer Finanz- und Konjunkturkrisen ist ex post klar zu erkennen: Einem Boom mit hohen Kapitalwerten und haussiegender Börse folgt eine überaus kräftige Korrektur des Kursniveaus nach unten mit Überschuldungskrisen und einer Stockung des Ausgabenstromes. Hat es vor der Krise starke Kapitalzuflüsse zur Finanzierung eines Leistungsbilanzdefizits gegeben, so erfolgt typischerweise ein abrupter Abzug von Auslandskapital und, je nach Wechselkursregime, eine drastische Abwertung der Währung am Devisenmarkt oder eine scharfe Kontraktion der Geldmenge zwecks Stabilisierung der Währung in einem Festkurssystem (Austeritätspolitik).

Kommt es zur Krise, so sorgt also die internationale Kapitalverflechtung für ein zusätzliches Element der prozyklischen makroökonomischen Instabilität: Ohne internationalen Kapitalverkehr sind Expansion und Kontraktion schwächer, da auf dem Weg zur Hochkonjunktur zu einem früheren Zeitpunkt wegen einsetzender inländischer Kapitalknappheit die Zinsen steigen, mit entsprechender konjunkturdämpfender Wirkung. Die verstärkte makroökonomische Anfälligkeit im Krisenfall ist grund-

Die Autoren

unseres Zeitgesprächs:

*Prof. Dr. Karl-Heinz Paqué, 45, ist Inhaber des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Internationale Wirtschaft an der Otto-von-Guericke-Universität Magdeburg. Er ist Mitglied der Enquête-Kommission „Globalisierung der Weltwirtschaft“ des Deutschen Bundestages.*

*Prof. Dr. Jörg Huffs Schmid, 61, lehrt Politische Ökonomie und Wirtschaftspolitik an der Universität Bremen. Er ist Mitglied der Enquête-Kommission „Globalisierung der Weltwirtschaft“.*

*Dr. Thomas Mayer, 57, ist Europa-Volkswirt bei Goldman Sachs, Frankfurt/Main.*

sätzlich der Preis, den ein Land dafür entrichtet, dass es sich in normalen Zeiten den Zugriff auf ein ausländisches Potential an Ersparnissen leistet und dadurch eine verstärkte Kapitalbildung und deren positive Wachstumswirkung realisieren kann.

Es gibt einen klaren Unterschied in der Volatilität der internationalen Kapitalbewegungen zwischen kurz- und langfristigen Vermögensiteln: Je kürzer die Fristigkeit, umso höher der Liquiditätsgrad und umso „leichter“ kann Kapital abgezogen werden. Dies führt häufig im Krisenfall zu einer so genannten Inversion der Zinsstruktur: Kurzfristige Vermögensitel haben dann eine höhere Verzinsung als langfristige – normalerweise ist es umgekehrt. Dieser Zustand ist konjunkturell besonders gefährlich, weil es im Fall der Stockung des Geldkreislaufs gerade an Liquidität fehlt, um allfällige Überschuldungskrisen zu überbrücken.

### **Liberaler Finanzmarktpolitik**

Nationale und allemal internationale Finanzkrisen sind mit großen volkswirtschaftlichen Kosten verbunden. Sie sollten durch präventive wirtschaftspolitische Maßnahmen vermieden werden, soweit die Prävention nicht ihrerseits einen zu hohen Preis in Form entgangener Wachstumschancen mit sich bringt.

Notwendige Bedingung für eine erfolgreiche Krisenprävention ist die Transparenz der nationalen Kapitalmärkte, die erst eine möglichst präzise Einschätzung der Risiken durch die Kreditgeber erlaubt.<sup>2</sup> Gerade die mangelnde Transparenz ist ein durchgängiges Merkmal der Kapitalmärkte in jenen EMEs („emerging market economies“) gewesen, die in den neunziger Jahren von besonders schweren Finanzkrisen heimgesucht wurden. Hier gilt es für die Regierungen der Länder, gesetzlich Abhilfe zu schaffen: durch Überprüfung der Regulierungs-, Informations- und Kontrollstandards und deren Weiterentwick-

lung in Richtung auf jene Standards, die in den meisten Industrieländern gelten und durch die Beschlüsse des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht festgeschrieben sind – und in der Zukunft noch weiterentwickelt werden (Basel II).

Allen großen Finanzkrisen der neunziger Jahre in EMEs gingen hohe Leistungsbilanzdefizite voraus, die durch Kapitalimporte finanziert wurden. Vieles spricht deshalb dafür, dass eine konsequente Stabilitätspolitik eine notwendige makroökonomische Bedingung für erfolgreiche Krisenprävention ist. Die nationale Wirtschaftspolitik muss darauf abzielen, die Zunahme der inländischen monetären Absorption und die damit verbundenen Defizite der Leistungsbilanz in Grenzen zu halten. Sie bedarf bei starken Kapitalzuflüssen der währungspolitischen Flankierung durch eine Währungsaufwertung.

Dies kann am besten geschehen, wenn die Währung des Landes am Devisenmarkt frei floatet, so dass die Kapitalzuflüsse eine konjunkturabkühlende Währungsaufwertung induzieren. Systeme der „pegged exchange rates“, wie sie von einer Reihe von EMEs in den achtziger und neunziger Jahre angewandt wurden, konterkarieren dagegen die Stabilitätspolitik im Fall massiver Kapitalzuflüsse. Der Grund: Ist eine Währung an den US-Dollar oder eine andere Leitwährung gebunden („pegged“), so übersetzt sich der Aufwertungsdruck in eine Geldmengenerhöhung, da die Zentralbank zugunsten der Leitwährung am Devisenmarkt intervenieren muss und dadurch die umlaufende Geldmenge der Inlandswährung erhöht. Eben dies schürt den inländischen Boom weiter.

Ein Weg, makroökonomische Risiken internationaler Kapitalbewegungen zu reduzieren, ist die Beschränkung des Kapitalverkehrs, z.B. durch die Besteuerung von grenzüberschreitenden Fi-

nanztransaktionen (Tobin-Steuer). Als allgemeine wirtschaftspolitische Empfehlung mit universellem Anspruch lässt sich die Beschränkung des Kapitalverkehrs in Gestalt einer Tobin-Steuer (oder Ähnliches) ökonomisch nicht rechtfertigen. Denn sie läuft auf eine Besteuerung der effizienten Ersparnis- und Kapitalallokation und der effizienten Informationsverarbeitung hinaus – und zwar auch überall dort, wo die damit verbundenen makroökonomischen Gefahren gering sind. Sie ist deshalb mit Blick auf eine prosperierende Weltwirtschaft der falsche Weg.

### **Schwellenländer**

Grundsätzlich anders stellt sich die Lage für einzelne Länder dar, deren Kapitalmarkt noch relativ klein, intransparent und wenig liquide ist – eine typische Situation für EMEs im Unterschied zu reifen Industrieländern. In solchen EMEs muss deshalb mit besonders hohen Risiken vor allem kurzfristiger Kapitalzu- und -abflüsse gerechnet werden, einfach weil der Umfang der internationalen Kapitalbewegungen zu massiven inländischen Umwertungen führen kann – mit entsprechenden makroökonomischen Wirkungen. Tatsächlich ist dies eine zentrale Lehre der lateinamerikanischen und südostasiatischen Krisen der neunziger Jahre.

Es gab allerdings auch EMEs, die sich im Alleingang durch Restriktionen des internationalen Kapitalverkehrs zu schützen suchten. Das prominenteste Beispiel ist Chile, wo bereits in den frühen neunziger Jahren eine so genannte Bardepotpflicht für kurzfristige Kapitalimporte eingeführt wurde: Wer außerhalb Chiles eine Schuldverschreibung mit kurzer Laufzeit platziert, muss bei der chilenischen Zentralbank für ein Jahr eine unverzinsliche Reserve deponieren, deren Höhe je nach Marktlage variabel ist, ähnlich dem üblichen Mindestreservesatz zur Steuerung der inländischen Geldmenge. Die implizite Besteuerung

des Kapitalverkehrs ergibt sich aus dem Zinsverlust durch die (unverzinsliche) Reservehaltung, der als Anteil des gesamten Zinsertrags umso höher ausfällt, je kurzfristiger die Anlage (da die Dauer der Mindestreservspflicht nicht von der Laufzeit der Anlage abhängt). Die Erfahrungen Chiles sind wissenschaftlich kontrovers. Fest steht, dass die Bardepotpflicht für eine Veränderung der Fristigkeit der Kapitalzuflüsse sorgte: weg von kurzfristiger hin zu längerfristiger Auslandsverschuldung.

Die Erfahrung Chiles, aber mehr noch allgemeine stabilitätspolitische Erwägungen sprechen dafür, eine gewisse Beschränkung des internationalen Kapitalverkehrs in EMEs unter bestimmten Bedingungen positiv zu bewerten, auch aus liberaler Perspektive. Dies gilt

in erster Linie für steuerpolitische Maßnahmen zur Eindämmung von kurzfristigen Kapitalzuflüssen, wenn folgende Bedingungen erfüllt sind:

Es ist mit einem starken Kapitalzufluss zu rechnen, der zu einer starken realen Aufwertung und den damit verbundenen Risiken führen kann, etwa als Spätfolge einer erfolgreichen stabilitätspolitischen Weichenstellung und Liberalisierung der Gütermärkte.

Die Maßnahmen werden in möglichst marktkonformer Weise implementiert, vorzugsweise in der Form einer Bardepotpflicht für Kapitalimporte, deren Höhe in stabilisierender Weise gesteuert werden kann (wie in Chile).

Die nationalen Kapitalmärkte bleiben auf absehbare Zeit noch unterentwickelt, und zwar sowohl

was die Liquidität und das Handelsvolumen als auch was die Qualität der Regulierung betrifft.

Es liegt ein politischer Fahrplan in Richtung eines marktwirtschaftlichen Ausbaus der nationalen Finanzmärkte vor, der auf lange Sicht in einer endgültigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs mündet.

Sind diese Bedingungen erfüllt, so sollte auch der IWF als „lender of last resort“ nicht dogmatisch auf einer sofortigen und vollständigen Liberalisierung der Kapitalmärkte bestehen. Er sollte stattdessen die gewählte „Strategie der makroökonomischen Vorsicht“ als ein wichtiges Teilstück auf einem krisenfesten Weg zur erfolgreichen Integration der EMEs in die internationale Arbeitsteilung anerkennen.

Jörg Huffschild

## Finanzmärkte benötigen einen politischen Rahmen

**F**unktionierende Finanzsysteme sind wichtige infrastrukturelle Grundlagen für die wirtschaftliche und soziale Entwicklung. In volkswirtschaftlicher Perspektive leisten sie die Transformation von Ersparnissen in Investitionen, stellen den für die wirtschaftliche Entwicklung erforderlichen Kreditpielraum bereit und legen die Grundlage für die langfristige private Vermögensbildung. In weltwirtschaftlicher Perspektive können sie eine ausgeglichene internationale Arbeitsteilung und die Entwicklung ärmerer Länder unterstützen. Die Bereitstellung, Pflege und Gewährleistung funktionsfähiger und verlässlicher nationaler und internationaler Finanzsysteme stellen daher hohe öffentliche Güter dar.

Die tatsächliche Entwicklung der internationalen Finanzsysteme hat die von der Theorie effizienter Finanzmärkte behaupteten posi-

ven Wirkungen jedoch nicht gebracht. Im Gegenteil: Die finanzielle Globalisierung mit ihren drei Kernelementen<sup>1</sup> – Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs, Zunahme des Umfangs und enorme Beschleunigung der internationalen Geld- und Kapitalflüsse sowie Herausbildung der institutionellen Investoren als dominierende Akteure auf den Finanzmärkten – ist vielmehr mit einer höheren Labilität des internationalen Finanzsystems, mit einer zunehmenden ökonomischen Ungleichheit zwischen einer kleinen Gruppe entwickelter und einer großen Zahl unterentwickelter Länder und mit einer schärferen sozialen Polarisierung in den entwickelten und den unterentwickelten Ländern einhergegangen.

Die 90er Jahre waren das Jahrzehnt explodierender internationaler Finanzmärkte, und sie waren

gleichzeitig das Jahrzehnt, in dem die Zahl der Armen (ohne China) nach Angaben der Weltbank um über 100 Millionen zugenommen hat<sup>2</sup>. Gegen diese Polarisierung richtet sich die Kritik an der finanziellen Globalisierung. Damit ist keine Ablehnung jeder Internationalisierung von Finanzbeziehungen verbunden. Im Zentrum der Kritik steht vielmehr die Art, wie diese Internationalisierung seit Mitte der 70er Jahre und beschleunigt seit Beginn der 90er Jahre organisiert wurde.

Im einzelnen geht es dabei um folgende Punkte:

### Zunahme der Spekulationen

Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs hat zu einer enormen Zunahme der internationalen Finanz-

<sup>1</sup> Vgl. dazu ausführlich Jörg Huffschild: Politische Ökonomie der Finanzmärkte, Hamburg 1999.

spekulation geführt und dadurch die Stabilität nicht nur des internationalen und vieler nationaler Finanzsysteme untergraben, sondern auch massive Produktions- und Beschäftigungskrisen ausgelöst. Kein Jahrzehnt des vorigen Jahrhunderts hat so viele und so schnell aufeinander folgende Finanzkrisen gesehen wie die 90er Jahre. An der Finanzspekulation waren nicht nur berufsmäßige Spekulanten mit ihren Fonds beteiligt, sondern – wie der Fall des LTCM-Fonds im Herbst 1998 zeigte – auch als seriös geltende Großbanken wie Deutsche Bank und Dresdner Bank bis hin zu einzelnen Zentralbanken – im LTCM-Fall der italienischen Notenbank.

Natürlich kann in einer freien Gesellschaft jeder mit seinem Geld machen, was er will, und wenn jemand mit seinem Geld spekuliert, ist das seine Sache, solange das Verlustrisiko auf den Spekulanten beschränkt bleibt<sup>2</sup>. Das aber ist aus zwei Gründen nicht der Fall: Erstens wird professionelle Spekulation auf Kreditbasis betrieben, und ein Fehlschlag überträgt sich schnell auf das ganze Geld- und Kreditsystem und damit auf Produktion, Einkommen und Beschäftigung eines Landes. Zweitens führt eine Finanzkrise in einem Land – über eine Neubewertung der Finanzinvestitionen durch die Anleger – sehr leicht zur Ansteckung anderer Regionen. Selbst Länder wie Argentinien, deren wirtschaftspolitische Positionen seit vielen Jahren nach Kriterien der herrschenden Lehrmeinung mustergültig sind, bleiben von angebotsgetriebenen spekulativen Attacken nicht verschont. Die Folgen haben vor allem Millionen Menschen zu tragen, deren Arbeitsplätze und Einkommen betroffen werden und deren Lebensrisiken steigen.

□ Die Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs hat dazu geführt, daß die Bedeutung von Offshorezentren – kleine Inselstaa-

ten sowie quasi extraterritoriale Gebiete in den großen Finanzzentren New York, London oder Tokio – zugenommen hat, in denen es weder Finanztransparenz noch eine relevante Finanzaufsicht gibt und keine nennenswerten Steuern erhoben werden<sup>3</sup>. In diesen Zentren findet Geldwäsche in großem Stile statt, dort sind die großen Spekulationsfonds beheimatet und dorthin flieht Geld und Kapital, um sich jeder Herkunfts- und Verwendungskontrolle zu entziehen. Die extrem gefährliche Rolle solcher Verdunkelung von Geldflüssen ist nach den Attentaten in den USA schlaglichtartig klar geworden.

Die über Offshorezentren organisierte Steuerflucht leistet überdies einen massiven Beitrag zur Erosion der öffentlichen Einnahmen und damit zur Misere der öffentlichen Haushalte. Trotz steigender Gewinne und Gewinnquoten und trotz der im letzten Jahrzehnt drastisch gestiegenen Anzahl der Einkommensmillionäre sind die Anteile der Einnahmen aus der veranlagten Einkommen-, der Körperschaft- und der Kapitalertragsteuer am gesamten Steueraufkommen in fast allen entwickelten Ländern deutlich gesunken. Die leeren – besser: durch Steuerflucht geleerten – öffentlichen Kassen sind dann die Rechtfertigung für eine Politik der Kürzung von Staatsausgaben, die regelmäßig vor allem im sozialen Bereich stattfinden. Das große Sparpaket des Jahres 1999 bestand beispielsweise zu vier Fünfteln aus Kürzungen von Ausgaben und Ansprüchen im Bereich des Bundesministeriums für Arbeit und Sozialordnung.

#### Institutionelle Anleger

□ Im Zuge der finanziellen Globalisierung hat sich mit den institutionellen Anlegern (Versicherungen,

<sup>2</sup> Vgl. Charles P. Kindleberger: *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*, Houndsmills et al. (1978) 1996.

<sup>3</sup> Vgl. Financial Stability Forum: *Report of the Working Group on Offshore Centres*, 5. April 2000, [www.fstforum.org/Reports/ReportOFC.html](http://www.fstforum.org/Reports/ReportOFC.html).

Investmentfonds und Pensionsfonds) auch eine neue außerordentlich mächtige Gruppe von Akteuren auf den Finanzmärkten herausgebildet, deren Anlageentscheidungen großen Einfluß auf die Unternehmen und die wirtschaftliche Entwicklung ganzer, insbesondere kleinerer Länder haben. Diese institutionellen Anleger sind eng mit den traditionellen großen Finanzkonzernen verbunden. So gehören rund 80% der deutschen Investmentfonds nur fünf großen Bankengruppen in Deutschland<sup>4</sup>.

Der Einfluß institutioneller Investoren auf Unternehmen schlägt sich in einer kompromißlosen Ausrichtung der Geschäftspolitik am Interesse der Eigentümer an hohen Renditen und steigenden Aktienkursen nieder. Diese „Shareholder value“-Orientierung richtet sich gegen eine Unternehmenskultur und eine Unternehmenskonzeption, die große Unternehmen nicht nur als Privatveranstaltung privater Eigentümer in ihrem privaten Renditeinteresse ansieht, sondern als soziale Organisation begreift, in der neben den – immer besonders gewichtigen – Gewinninteressen der Eigentümer auch andere Interessen berücksichtigt werden: der Arbeitnehmer, des Umwelt- und Arbeitsschutzes, der regionalen Entwicklung.

Die demgegenüber in der Shareholder-value-Konzeption zum Ausdruck kommende Verengung der Managementausrichtung wird durch Besetzung von Vorständen, die Drohung mit Kapitalabzug oder – eleganter – durch die Orientierung der Vorstandsgehälter an Gewinnen und/oder Aktienkursen durchgesetzt und breitet sich über Konkurrenz und Benchmarking auch auf Unternehmen aus, in denen es keine institutionellen Investoren gibt. Auch hier geht die Maximierung der privaten Rendite mit einer zunehmenden sozialen Polarisierung einher.

Offene Kapitalmärkte verschaffen Finanzanlegern eine Exit-Option, d.h. die Möglichkeit, ihr Kapital jederzeit – und auf der Grundlage

<sup>2</sup> Vgl. Weltbank: *Jahresbericht 2000*, Washington 2000, S. 15.

einer einmal etablierten Telekommunikationstechnologie fast ohne Kosten – zu verlagern. Die Kombination dieser Exit-Option mit großen Finanzvolumina bietet den institutionellen Anlegern einzigartige Möglichkeiten, Druck auf die Politik demokratisch gewählter Regierungen auszuüben. Dieser Druck hat wesentlich dazu beigetragen, die wirtschaftspolitische Orientierung der meisten entwickelten Länder in eine Richtung zu verändern, die zum einen allgemein unternehmensfreundlicher geworden ist und zum anderen insbesondere den Interessen der Finanzanleger entspricht.

Zum ersten gehören vor allem die steuerliche Entlastung von Unternehmen und die einseitige Ausrichtung der Wirtschaftspolitik an der Preisstabilität. Diese wird zum obersten Dogma nicht nur der Geld-, sondern der Wirtschaftspolitik überhaupt erklärt, obgleich die Behauptung, nur stabile Preise gewährleisten ein stetiges Wirtschaftswachstum und steigende Beschäftigung weder theoretisch begründet noch empirisch belegt werden kann. Aus einschlägigen Arbeiten von Robert Barro<sup>6</sup>, Josef Stiglitz<sup>7</sup> und Michael Sarel<sup>8</sup> geht überzeugend hervor, daß erst relativ hohe Inflationsraten negative Wirkungen, maßvolle Preissteigerungen dagegen keine oder sogar leicht positive Einflüsse auf das Wachstum haben.

Eine unmittelbare Ausrichtung der Politik an den Interessen der Finanzkonzerne stellen die radikale Privatisierung öffentlicher Unternehmen und die schrittweise Privatisierung der Sozialversicherung dar, wie sie in der EU seit einigen Jahren unter dem Titel „Modernisierung des Sozialstaates“ betrieben werden. Sie verschaffen den großen Fonds die Mittel, mit denen sie an den Weltfinanzmärkten operieren und sich gegenüber der US-amerikanischen Konkurrenz als

Global players profilieren können, während die späteren Sozialleistungen den – mittlerweile ja unübersehbaren – Risiken der Kapitalmärkte ausgesetzt werden.

Der Druck, den die dominierenden Akteure auf den globalisierten Finanzmärkten gegenüber den Unternehmen und Regierungen ausüben, wird von ihnen und den politischen sowie akademischen Protagonisten in der Regel gar nicht bestritten, sondern als gesunde „Disziplinierung“ von Management und Politik bezeichnet. Die Disziplin der Finanzmärkte ahnde unachtsichtig die Fehler von Unternehmensleitungen und Regierungen und erzwingt ihre Korrektur. Dieser Sicht setzen die Kritiker allerdings die Frage entgegen: Was ist fehlerhaft an einer Politik, die bestimmte Versorgungsbereiche – Wasser, Strom, Telekommunikation, und vor allem die soziale Sicherheit – in öffentlicher, d.h. demokratisch legitimerter und gesteuerter Regie behalten und den Risiken und polarisierenden Effekten der Finanzmärkte entziehen will?

Als Fehler läßt sich eine solche Position nur bezeichnen, wenn man entweder Privatisierung für den Königsweg zum Wohlstand für alle ansieht – und für dieses Dogma gibt es trotz einer zunehmenden Verbreitung weder theoretisch einleuchtende Gründe noch empirische Belege – oder sich von mächtigen und gesellschaftlich rücksichtslosen Privatinteressen leiten läßt – und diesen gegenüber soll demokratische Politik das Gemeinwohl durchsetzen.

#### Fazit

Der reale Verlauf der finanziellen Globalisierung, so läßt sich die Kritik zusammenfassen, hat erstens

eine allgemeine Destabilisierung der Finanzbeziehungen und der Weltwirtschaft, zweitens eine deutliche Verschärfung der internationalen Ungleichheit und sozialen Polarisierung zu Lasten der Mehrheit der Entwicklungsländer mit sich gebracht und sich drittens zum Treibsatz eines frontalen gegenreformerischen Angriffs auf demokratische und sozialstaatliche Errungenschaften auch in den Industrieländern entwickelt.

Die Lehre hieraus besteht darin, daß die Finanzmärkte eines politischen Rahmens bedürfen, der die Spekulation beschränkt und gewährleistet, daß ihre positiven Entwicklungsmöglichkeiten sich entfalten können und die anfallenden Gewinne so verteilt werden, daß alle Beteiligten davon profitieren. Auf nationaler Ebene sollten die Finanzmärkte wieder stärker an ihre volkswirtschaftlich sinnvolle Funktion der Finanzierung und privaten Vermögensbildung zurückgebunden werden.

In internationaler Perspektive sind die Stabilisierung und Dämpfung der Spekulation – z.B. in einem ersten bescheidenen Schritt durch die Einführung einer Tobinsteuer – und die gründliche Demokratisierung von Internationalem Währungsfonds (IWF) und Weltbank erforderlich. Es kann nicht angehen, daß der IWF, eine Sonderorganisation der Vereinten Nationen mit globaler Verantwortung, wie eine private Bank geführt wird, in der das Stimmrecht sich nach der ökonomischen Stärke der Aktionäre richtet. Eine demokratische Reform der internationalen Finanzinstitutionen sollte schließlich einen Beitrag zur Entwicklung der armen Länder und zur Verminderung der sozialen Ungleichheit und Verelendung leisten, die eine wesentliche Ursache für die politische Instabilität und den terroristischen Fanatismus sind<sup>9</sup>.

<sup>6</sup> Vgl. Robert J. Barro: Determinants of economic growth: a cross-country empirical study, Cambridge/Mass. 1997, Kapitel 3: Inflation and Growth.

<sup>7</sup> Josef Stiglitz: More Instruments and Broader Goals: Moving Toward the Post-Washington Consensus. The 1998 WIDER Annual Lecture, Washington, D.C., 1998.

<sup>8</sup> Michael Sarel: NonLinear Effects of Inflation on Economic Growth, International Monetary Fund, Research Department, IMF Working Paper WP/95/56, Washington 1995.

<sup>5</sup> Eigene Berechnung nach BVI Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften: Investment 2001, Daten, Fakten, Entwicklungen, Frankfurt 2001, S. 76 ff.

<sup>9</sup> Vgl. ausführlicher zu Reform der Finanzmärkte aus weltwirtschaftlicher Demokratisierungsperspektive Walden Bello, Nicola Bullard, Mamal Malhotra (Hrsg.): Global Finance. New Thinking on Regulating Speculative Capital Markets, London et al. 2000.

Thomas Mayer

## Freie Finanzmärkte sind notwendig

Das Mißtrauen der Öffentlichkeit und der Politik gegenüber den internationalen Finanzmärkten ist stark gewachsen. Schon seit einiger Zeit werden die Finanzmärkte als der Katalysator für die Globalisierung der Wirtschaft gesehen, die von den Arbeitnehmern in Europa vielfach als persönliche Bedrohung empfunden wird. Der Ausbruch der asiatischen Wirtschaftskrise gegen Ende der neunziger Jahre hat zudem den Eindruck verstärkt, daß hart arbeitende Menschen in aufstrebenden Ländern von international vagabundierendem Finanzkapital scheinbar willkürlich um die Früchte ihrer Arbeit gebracht werden können.

Der Ruf nach einem internationalen Bann der „Finanzmarktspekulation“ oder zumindest nach der Erhebung einer strafenden „Spekulationssteuer“ wird lauter. Dabei übersehen die Befürworter von gesetzlichen Beschränkungen oder Strafsteuern in ihrer verständlichen Empörung oft, daß sie den Boten für den Inhalt der Botschaft verantwortlich machen. In Wirklichkeit haben die internationalen Finanzmärkte die Funktion, einer immer kleiner werdenden Welt zu einer optimalen Allokation ihrer knappen Ressourcen und daher zu mehr Wohlstand zu verhelfen. Wenn dies nicht immer geräuschlos abgeht, so liegt dies nicht so sehr an den Finanzmärkten selbst, sondern an dem Umfeld, in dem die Finanzmarktteilnehmer operieren. Hierzu im folgenden fünf Thesen:

### Wohlstandserhöhende Integration

1. Eine freiheitliche Weltordnung führt zu einer wohlstandserhöhen-

den internationalen Integration freiheitlich organisierter Volkswirtschaften.

Nach dem protektionistischen Sündenfall in der ersten Hälfte dieses Jahrhunderts wurde der Welthandel im Rahmen des GATT sukzessiv liberalisiert. Nach anfänglicher Beschränkung auf den Bereich der verarbeiteten Güter wurde die Handelsliberalisierung in jüngerer Zeit auf Produkte der Landwirtschaft und auf Dienstleistungen ausgedehnt. Gleichzeitig schwenkten die meisten Entwicklungsländer von einer protektionistisch orientierten Politik der Imports substitution auf eine nach außen gerichtete Strategie der Exportdiversifizierung um. Industrieländer in Europa und Asien vertieften ihre regionale Handelsintegration. Schließlich schlossen sich nach dem Fall des Sowjetkommunismus die meisten vormals planwirtschaftlich organisierten Staaten der freien Welthandelsgemeinschaft an.

Die zunehmende weltwirtschaftliche Integration war mit einem Siegeszug politischer Freiheit und einer zuvor nie gekannten Erhöhung des Lebensstandards in der Welt verbunden. So schätzt die OECD zum Beispiel, daß die Handelsliberalisierung im Rahmen der Uruguay-Runde allein das Welt-Bruttoinlandsprodukt um 200 Mrd. US-\$ erhöht hat. Nur diejenigen Länder, deren autoritäre Regime weiterhin hartnäckig auf einer Abschottung nach außen bestehen (z.B. Nordkorea und Kuba), haben an dieser Entwicklung nicht teilgenommen.

### Voraussetzung weltwirtschaftlicher Integration

2. Freie internationale Finanzmärkte sind eine notwendige Voraussetzung erfolgreicher weltwirtschaftlicher Integration.

Internationaler Handel kann nur dann stattfinden, wenn auch der Zahlungsverkehr zwischen Regionen und Ländern ungehindert abläuft. Aber der internationale Austausch von Waren und Dienstleistungen und der dazugehörige Zahlungsverkehr sind nicht das Ende der weltwirtschaftlichen Integration. Vielmehr zieht internationaler Handel in der Regel eine weitere gegenseitige Durchdringung der Volkswirtschaften mit Direktinvestitionen und Portfolioinvestitionen nach sich. So ist heute das Volumen des Welthandels etwa 16 mal so groß wie 1950, das Volumen der Direktinvestitionen übertrifft das Niveau von 1950 um das 25fache. Aber Kapitalströme ziehen auch Handel nach sich. So generiert laut Schätzung der OECD 1 US-\$ an Direktinvestitionen 2 US-\$ an Exporten.

Grenzüberschreitende Investitionen erlauben Firmen, näher an ihre Absatzmärkte heranzurücken oder internationale Kostenunterschiede auszunutzen, und sie erlauben Investoren, ihre Abhängigkeit von national verfügbaren Ersparnissen zu verringern. Zur Abwicklung grenzüberschreitender Investitionen ist der internationale Austausch von Finanzkapital unerläßlich. Nur dadurch läßt sich eine weltweit optimale Allokation von Kapital verwirklichen.

### Finanzmarktordnung muß freie Märkte sichern

3. Eine internationale Finanzmarktordnung muß zum Zweck haben, die Freiheit der Märkte zu sichern und nicht zu beschränken.

Ohne gewisse allgemein akzeptierte Regeln ist ein Austausch von Gütern, Dienstleistungen oder auch Kapital weder auf nationaler noch internationaler Ebene langfristig möglich. Märkte, auf denen es keine solchen Übereinkünfte gibt, sind nicht funktionsfähig, da Transaktionen mit unkalkulierbaren Risiken behaftet wären. Dies bedeutet für die internationalen Finanzmärkte, daß auch dort gewisse Konventionen beachtet werden müssen.

Zum Teil besteht die „internationale Finanzmarktordnung“ auf freiwilligen Übereinkünften der Marktteilnehmer. Dabei wirkt die Aussicht, bei Verletzung der Konventionen von den anderen Marktteilnehmern gemieden zu werden, als recht wirkungsvoller Sanktionsmechanismus. Verhaltensnormen, deren Verletzung unmittelbar von den am Austausch beteiligten Parteien gespürt werden, können so recht gut aufrechterhalten werden. So wird es zum Beispiel ein Finanzmarktteilnehmer, der eine zwar nicht einklagbare aber dennoch verbindlich getroffene Absprache um seines Vorteils willen bricht, in der Zukunft schwer haben, Partner zu finden, die willens sind, weitere Transaktionen mit ihm durchzuführen.

Problematischer ist es allerdings mit Normen, deren Verletzung nicht einzelne einander ebenbürtige, sondern eine Vielzahl von Marktteilnehmern berührt, wie zum Beispiel Preisabsprachen; das Zurückhalten wichtiger Informationen oder kriminelle Aktivitäten. Die Aufstellung und Einhaltung dieser Normen ist nur schwer spontan zu

organisieren und erfordert im allgemeinen Vorgaben einer dem Gemeinwohl verpflichteten Instanz. Wegen der offensichtlichen Schwierigkeit, internationale Instanzen mit solchen ordnungspolitischen Aufgaben betrauen zu können, ist die Gemeinschaft der nationalen Behörden (z.B. im Rahmen der Baseler Arbeitsgruppen der nationalen Aufsichtsämter) gefordert, für die in ihrem Gebiet ansässigen Finanzinstitute entsprechende Verhaltensnormen aufzustellen und deren Einhaltung zu überwachen. Dabei muß das Ziel sein, die Funktionsfähigkeit der internationalen Finanzmärkte zu gewährleisten und nicht Sand in das Getriebe der Märkte zu streuen. Letzteres würde die Funktion der Finanzmärkte als internationaler Allokationsmechanismus für Kapital beeinträchtigen und daher die allgemeine Wohlfahrt verringern.

### Spekulation hat gesamtwirtschaftlichen Nutzen

4. Die Spekulation auf freiheitlich organisierten Finanzmärkten hat einen positiven gesamtwirtschaftlichen Nutzen.

Auf den ersten Blick erscheint pure „Spekulation“ auf den Finanzmärkten ein Nullsummenspiel zu sein: Da einem Gewinner immer auch ein Verlierer gegenübersteht, scheint bei dieser Tätigkeit kein Wert an sich geschaffen zu werden. Solange die „Finanzmarkt-spekulation“ keinen sichtbaren Einfluß auf die Realwirtschaft ausübt, ist die Öffentlichkeit im allgemeinen geneigt, über die Tätigkeit der „Spekulanten“ hinwegzusehen. Hat das Geschehen auf den Finanzmärkten jedoch sicht- und fühlbare Auswirkungen, werden regelmäßig Rufe zur Bestrafung der „Spekulanten“ laut.

Diese Sichtweise verkennt grundlegend die positive Bedeu-

tung der „Spekulation“. Zum einen tragen „Spekulanten“ zur höheren Effizienz der Finanzmärkte bei, indem sie durch Arbitrage fundamental nicht gerechtfertigte Preisunterschiede zwischen Märkten oder Finanzprodukten ausgleichen. Zum anderen helfen „Spekulanten“ den anderen Wirtschaftsteilnehmern, neue Entwicklungen frühzeitig zu erkennen, da sie zum Aufbau ihrer „spekulativen“ Positionen neue Informationen oftmals schneller und effizienter verarbeiten als andere Marktteilnehmer.

Skeptiker werden an dieser Stelle auf die zahlreichen Wirtschaftskrisen der vergangenen zwei Jahrzehnte als Gegenargument verweisen. Waren und sind es nicht verantwortungslose Spekulanten, die diese Länder in die Krise gestürzt haben? Die Antwort darauf ist ein klares „Nein“. Eine US Task Force zur internationalen Finanzarchitektur hat die Erfahrungen aus 125 Finanzkrisen während der letzten zwei Jahrzehnte ausgewertet<sup>1</sup>. Viele dieser Krisen haben zu ganz erheblichen Einkommensverlusten, oft gerade bei den ärmeren Bevölkerungsschichten, geführt. Aber jede Krise hatte spezifische Ursachen. Zum Beispiel

war die lateinamerikanische und afrikanische Schuldenkrise in den 80er Jahren Folge der ausufernden Staatsschulden, die durch ausländische Bankkredite finanziert wurden;

war die Ursache der Mexikokrise eine hohe kurzfristige Verschuldung des öffentlichen Sektors auf den internationalen Bondmärkten;

führte in der Asienkrise 1997/98 die private Kapitalflucht zum Zusammenbruch des Wechselkursystems sowie der Aktien- und Immobilienmärkte;

verweigerte in Rußland 1998 der Staat die Rückzahlung von Schul-



den in der eigenen Landeswährung.

Diejenigen Finanzmarktteilnehmer, die auf diese Krisenursachen hin handelten, haben notwendige und unabwendbare Korrekturen herbeigeführt. Ohne die „Spekulanten“ wäre diese überfällige Korrektur wahrscheinlich noch länger hinausgezögert und der endgültige volkswirtschaftliche Schaden womöglich noch größer geworden. Eine Strafsteuer auf spekulative Finanztransaktionen, wie sie gelegentlich vorgeschlagen wird, wäre daher verfehlt.

Aus den Erfahrungen der letzten 20 Jahre lassen sich auch einige Anhaltspunkte für eine erhöhte Krisenanfälligkeit von Ländern oder Regionen erkennen. Hierunter fallen:

- eine zu hohe und insbesondere kurzfristige Staatsverschuldung;
- Fehler in der Wechselkurspolitik;
- eine mangelhafte Finanzmarktaufsicht und eine fehlerhafte Finanzregulierung bei gleichzeitiger Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs;
- ein mangelndes Risikobewußtsein internationaler Investoren, hervorgerufen durch allzu großzügige Krisenhilfe anderer Regierungen oder internationaler Organisationen („moral hazard“).

#### Politische Eingriffe gefährlich

5. Eingriffe in die Finanzmärkte zur Durchsetzung politischer Ziele sind gefährlich.

Aufgrund des schnellen weltweiten Informationsaustauschs rund um die Uhr sind die Finanzmarktteilnehmer in der Lage, die Entwicklung in beinahe allen Ländern kontinuierlich zu verfolgen. Hegen die Finanzmärkte Zweifel an der Richtigkeit nationaler Fiskal- oder Geldpolitiken, so können

sie das entsprechende Land „strafen“, indem sie Kapital abziehen und die Kapitalmarktzinsen erhöhen. Aus Furcht vor einem Verlust nationaler Politikouveränität wird daher gelegentlich eine „Kanalisation“ der internationalen Finanzkapitalströme durch Regulierungen oder Steuern befürwortet.

Aber auch hier bieten die Finanzkrisen der jüngeren Vergangenheit Beispiele dafür, daß solche Steuerungsmechanismen unter Umständen zu großer Instabilität auf den Finanzmärkten und letztendlich zu schweren Verwerfungen der Realwirtschaft führen können. Zum einen steht die Berufung auf nationale Souveränität auf schwachen Füßen, wenn sie dazu dient, eine falsche Politik zu schützen. Zum anderen kann politische Einflußnahme auf die Finanzmärkte zu Fehlleitungen der Kapitalströme führen, die Preisblasen und Falschbewertungen (misalignments) von Währungen zur Folge haben können. Der unabwendbar kommende Fall der errichteten Barrieren und die anschließende Korrektur solcher Verzerrungen werden dann um so schmerzlicher, je länger sich die Politik ihr entgegengestellt hat.

Dagegen sollten Strategien zur Vermeidung von internationalen Finanzkrisen insbesondere in den Ländern ansetzen, die besonders gefährdet sind. Auf internationaler Ebene können flankierende Maßnahmen sinnvoll sein. Hierunter sind hervorzuheben:

- die Verbesserung der heimischen Wirtschaftspolitik, insbesondere der Finanzpolitik. Dabei kann der Internationale Währungsfonds (IWF) helfen, indem er „Gütesiegel“ ausstellt;
- die Verbesserung der Banken- und Finanzmarktaufsicht. Dabei kann die Bank für internationalen

Zahlungsausgleich (BIZ) Rezepte entwickeln und der IWF bei der Umsetzung helfen;

- die richtige Wahl des Wechselkursystems;
- eine Liberalisierung insbesondere der kurzfristigen Kapitalströme erst dann, wenn die Banken- und Finanzmarktaufsicht funktioniert (und das BIZ/IWF-Gütesiegel hat);
- eine Verringerung des „moral hazard“ und die Wiederherstellung eines angemessenen Risikobewußtseins internationaler Investoren durch eine Reihe von Maßnahmen, unter anderem die Begrenzung der nationalen Einlagensicherung auf angemessene Beträge, die Begrenzung der Ausleihungen des IWF im Krisenfall, eine bessere Beteiligung von privaten Kreditgebern an Kreditausfällen unter anderem dadurch, daß Bondanleihen umgeschuldet werden können, wenn die Mehrheit der Bondhalter/Gläubiger dem zustimmt.

Wenn diese Punkte beachtet werden, lassen sich auch Finanzkrisen besser bewältigen, wenn sie trotz aller Vorsichtsmaßnahmen eingetreten sind. Wenn es zu Finanzkrisen kommt, empfiehlt sich:

- eine enge Kooperation der Bankaufsichtsbehörden;
- das Bereithalten der großen Notenbanken zur Abwehr von Liquiditätsengpässen;
- eine Maklerrolle des IWF, um Schuldner sowie öffentliche und private Gläubiger zur Lösung der Krise zu bringen.

Fazit: Es gibt keinen Grund, den freien Kapitalverkehr an sich in Frage zu stellen. Im Gegenteil: Freie Kapitalmärkte sind eine Quelle unseres Wohlstands und deshalb zu schützen.