

Weltwirtschaftliche Stabilität braucht regulierte Finanzmärkte

Jörg Huffschnid

In der aktuellen wirtschaftspolitischen Diskussion wird immer wieder auf die Instabilität der Weltwirtschaft und die Gesetze der Finanzmärkte verwiesen, die eigenständige Wirtschaftspolitik zur Sicherung von Wachstum und Vollbeschäftigung angeblich unmöglich machen. Die Mechanismen, durch die liberalisierte Finanzmärkte zur Destabilisierung der Weltwirtschaft beitragen, lassen sich jedoch identifizieren und durch eine geeignete, auch auf europäischer Ebene mögliche, Stabilisierungspolitik in ihrer Wirkung beschränken. Die Politik sollte allerdings hierbei nicht stehen bleiben, sondern die Ursachen der Verselbständigung von Finanzmärkten angehen und diese in eine langfristige Entwicklungsstrategie einbinden.

1

Einleitung: Weltwirtschaftliche Instabilitäten und moderne Finanzmärkte

Im Jahre 2002 kennzeichnen drei markante Instabilitäten die Weltwirtschaft. Mehrere große Entwicklungs- und Schwellenländer – wie Argentinien, Brasilien, die Türkei – befinden sich in tiefen Finanz- und Wirtschaftskrisen. In den weltwirtschaftlichen Zentren USA, EU und Japan herrscht eine prekäre Situation mit der Gefahr des Abkippen in eine deflationäre Abwärtsspirale. Der weltweiten Spekulationswelle in der zweiten Hälfte der 90er Jahre ist eine weltweite Börsenkrise gefolgt und hat den größten Teil der sog. New Economy weggefegt. Für alle drei Bereiche spielen die internationalen Finanzmärkte auf unterschiedliche Weise eine wesentliche Rolle. Eine Politik zur Stabilisierung der Weltwirtschaft erfordert daher auch eine Einbindung der Finanzmärkte in eine nationale und internationale Entwicklungsstrategie.

Moderne Finanzmärkte zeichnen sich durch drei wesentliche Entwicklungen und Eigenschaften aus (OECD 1995; Deutscher Bundestag 2002a, S. 63ff; Huffschnid 2002, Kap. 1 und 2). Erstens sind in den letzten 20 Jahren die *Finanzmärkte sehr viel stärker gewachsen als die Produktion oder der internationale Handel*. Das betrifft einerseits den Bestand an Finanztiteln (vor allem Aktien, Anleihen, Derivate), andererseits und in besonderem Maße das Tempo des Handels. Steigende Bestände sind wichtig, um die Finanzierungsaufgabe der Finanzmärkte zu gewährleisten. Stark steigende Umschlaggeschwindigkeiten belegen dem-

gegenüber, dass Finanzierung und langfristige Vermögensbildung hinter die kurzfristige Spekulation als wesentliche Triebkräfte auf den Finanzmärkten zurückgefallen sind.

Zweitens hat die Bedeutung der *institutionellen Anleger* – Versicherungen, Pensions- und Investmentfonds – auf den Finanzmärkten in den letzten Jahren erheblich zugenommen. Sie treten nicht nur neben, sondern zunehmend auch an die Stelle traditioneller Bankinstitute bei der Wertpapierfinanzierung und beim Wertpapierhandel und können durch die Bündelung vieler kleinerer Geldbeträge erheblichen Einfluss auf den Finanzmärkten ausüben.

Drittens handelt es sich überwiegend um *liberalisierte Finanzmärkte*, auf denen – mit Hilfe der modernen Kommunikations- und Informationstechnologie – jederzeit sehr große Beträge ohne Behinderungen von einem Land in andere Länder überführt werden können. Das gibt den großen Akteuren offensichtlich ein großes Druckmittel gegenüber Unternehmen und der Politik an die Hand.

Zusammen bilden diese drei Eigenschaften ein brisantes Gemisch, das die Stabilität der Weltwirtschaft in verschiedener Weise gefährden kann. Im Folgenden soll gezeigt werden, welchen Beitrag zur weltwirtschaftlichen Instabilität die Finanzmärkte – besser: die großen Akteure auf den internationalen Finanzmärkten – in den Entwicklungsländern (Abschnitt 2) und in den Industrieländern (Abschnitt 3) leisten. Abschnitt 4 behandelt drei wesentliche Wege zur Stabilisierung der Finanzmärkte – Verbesserung der Finanzaufsicht, Verringerung kurzfristiger Transaktionen und Management des Währungssystems –, deren Realisierung im Falle ausbleibender

weltweiter Kooperation notfalls auch auf europäischer Ebene angegangen werden kann. Abschließend wird in Abschnitt 5 argumentiert, dass die Entstehung und das destabilisierende Potenzial weitgehend verselbständigter Finanzmärkte in einem wachstums- und verteilungspolitischen Zusammenhang zu sehen sind, und dass daher eine langfristige weltwirtschaftliche Stabilisierungsstrategie auf die – globale, europäische und nationale – Korrektur gesamtwirtschaftlicher Blockaden und kontraproduktiver Verteilungsverhältnisse abzielen sollte.

2

Finanzkrisen in den Entwicklungsländern – Risiken für die Weltwirtschaft

In den letzten 10 Jahren sind große Finanzkrisen in den Entwicklungsländern eine regelmäßige Erscheinung gewesen: Mexiko 1994/95, Asien 1997/98, Russland 1998/99, Brasilien 1999 ff., Argentinien 2001 ff. In allen Fällen handelt es sich dabei um Finanzkrisen, die mit massiven Abwertungen der nationalen Währungen verbunden waren und zu tiefen Einbrüchen von Produktion und Beschäftigung sowie einer drastischen

Prof. Dr. Jörg Huffschnid, Hochschullehrer für Politische Ökonomie und Wirtschaftspolitik an der Universität Bremen.
Arbeitsschwerpunkte: Finanzmärkte, Europäische Wirtschaftspolitik
Huffschnid@ewig.uni-bremen.de

Verschlechterung der Lebensverhältnisse der jeweiligen Bevölkerung geführt haben. Durch derartige Krisen ist die Ungleichheit und Polarisierung in den betroffenen Ländern und zwischen den Entwicklungs- und den Industrieländern erneut schärfer geworden.

Die meisten Erklärungen der jüngsten Krisen in den Entwicklungsländern schreiben den Finanzmärkten eine wesentliche Rolle zu, allerdings in sehr unterschiedlichem Sinn. Die vorherrschende Lehre – die auf politischer Ebene vom Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Regierung der USA vertreten wird – geht davon aus, dass Finanzkrisen deshalb hausgemacht sind, weil in den betroffenen Ländern funktionierende Finanzmärkte fehlen. Diese Position kann allerdings nicht erklären, weshalb es in den 90er Jahren – und nicht schon viel früher, als der Zustand des Finanzsystems noch weniger entwickelt war – zu der schnellen Abfolge von Krisen gekommen ist. Die Antwort auf diese Frage – dass die jeweiligen Länder erst in den 90er Jahren in vollem Umfang in die internationalen Kapitalmärkte integriert worden sind – trifft zwar zu, verweist aber zugleich auf einen anderen Zusammenhang: Die Länder sind für internationale Kapitalflüsse geöffnet worden, ohne ausreichend darauf vorbereitet zu sein, sie zu verarbeiten. Unter diesen Bedingungen sind Krisen wahrscheinlich. Dass es zu dieser Öffnung kam, lag jedoch wesentlich am Druck der Anleger auf den internationalen Finanzmärkten. Letztere sind seit den 80er Jahren durch eine hohe und weiter zunehmende Liquidität gekennzeichnet (BIZ 1998, S. 107, 136). Hintergrund hierfür war zum einen die weltweit zu beobachtende Umverteilung der Einkommen zugunsten der Unternehmen und oberen Einkommensschichten. Hinzu kamen die Stagnation in Japan und das schwache Wachstum in der EU; beides führte dazu, dass die Investitionsneigung der Unternehmen sank und zusätzliche Mittel auf die Finanzmärkte flossen. Diese Tendenz wurde durch die Politik der rigorosen Verminderung öffentlicher Neuverschuldung verstärkt, durch die ein bislang sehr aufnahmefähiger Absorptions- und Recyclingkanal für flüssige Mittel weitgehend verschlossen wurde. Die in den Industrieländern nicht profitabel verwertbaren flüssigen Mittel wurden daher in Entwicklungs- und Schwellenländern angelegt, in denen durch die Bindung der nationalen Währungen an den Dollar kein

Wechselkurs(änderungs)risiko zu bestehen schien. Diesen massenhaften Zufluss von Kapital – das ja hohe Verwertungsansprüche stellt – konnten viele Länder nicht verkraften. Sobald dies absehbar wurde, kam es zur plötzlichen Umkehr der Kapitalflüsse, die Abwertungsspekulation setzte ein und führte schließlich zum Zusammenbruch der mittlerweile unhaltbar gewordenen Währungsbindung.

Die *Kosten* der Finanzkrisen in den betroffenen Ländern sind enorm. In den 90er Jahren beliefen sie sich auf zwischen 20% und 50% ihres Bruttoinlandsproduktes (Deutscher Bundestag 2002b, S. 21). Insofern handelt es sich um einen autonomen Beitrag zur weltwirtschaftlichen Instabilität. Darüber hinaus gibt es *Ansteckungswirkungen*, die auf drei Wegen ausgelöst werden:

Erstens führt eine plötzliche Abwertung der Währung des Krisenlandes zu einer massiven Störung der Handelsbeziehungen insbesondere zu den benachbarten Ländern, mit denen enge Handelsverflechtungen bestehen. Diese Länder verlieren Exportmärkte und geraten unter härtere Importkonkurrenz. Die dadurch bewirkten Einbrüche können zu Kettenreaktionen führen. Eine solche Ansteckung erfolgte beispielsweise, als Brasilien 1999 die Dollarbindung des Real aufhob und damit die argentinische Wirtschaft vor zusätzliche Probleme stellte.

Zweitens werden auch ausländische Investoren, die ihr Geld nicht oder nicht schnell genug außer Landes bringen, von der Krise betroffen. So erlitten zum Beispiel spanische Unternehmen wie Telefónica und spanische Banken, die sich im Zuge der Privatisierungswelle in Lateinamerika massiv engagiert hatten, erhebliche Ertrags- einbußen durch die dortigen Finanzkrisen.

Drittens kann der Ausfall von Krediten zur Gefahr der Illiquidität ausländischer Gläubigerbanken führen, die bei Ausbleiben wirksamer Gegensteuerung in die Insolvenz übergehen kann. Das war beispielsweise 1998 beim amerikanischen Spekulationsfonds Long Term Capital Management (LTCM) der Fall, der durch die Finanzkrise in Russland an den Rand des Ruins getrieben wurde und durch dessen Zusammenbruch führende Banken der Welt in erhebliche Schwierigkeiten gekommen wären.

3

Instabile Konstellation zwischen den Zentren – Risiken für die Weltwirtschaft

Die Zentren der Weltwirtschaft – die USA, die EU und Japan – befinden sich in einer prekären Konstellation zueinander, die der herrschenden ökonomischen Lehre Hohn spricht. In den USA gibt es seit vielen Jahren ein ständig steigendes Leistungsbilanzdefizit, das aber – im Gegensatz zur konventionellen Theorie – nicht zu Kapitalabfluss und kaum zur Abwertung des Dollar geführt hat. Vielmehr haben die USA einen starken Zufluss an Auslandskapital erlebt, der den amerikanischen Aufschwung der 90er Jahre und vor allem den Börsenboom gespeist hat. Trotz des Wachstumseinbruchs und der tiefen Börsenkrise der letzten beiden Jahre ist der Dollar bislang das Weltgeld Nr. 1 geblieben. Japan befindet sich demgegenüber seit mehr als 10 Jahren in einer Stagnation, erzielt aber hohe und tendenziell ebenfalls steigende Leistungsbilanzüberschüsse, denen vor allem hohe Direktinvestitionen im Ausland gegenüberstehen. Für die EU ist die Leistungsbilanz in etwa ausgeglichen – mit erheblichen inner-europäischen Ungleichgewichten. Gleichzeitig hat die Gemeinschaft ein Jahrzehnt insgesamt langsamen Wachstums hinter sich, und nach der milden Rezession im Jahre 2001 kommt ein neuer Aufschwung nicht in Gang. Die Risiken, die in dieser Konstellation von den Finanzmärkten ausgehen, liegen auf zwei sehr unterschiedlichen Ebenen:

Zum einen gibt es das Risiko abrupter Wechselkursschwankungen, die durch plötzliche Kapitalabwanderung aus den USA ausgelöst werden. Dies ist deshalb eine durchaus denkbare Perspektive, weil die ökonomisch perverse Situation des hohen Leistungsbilanzdefizits bei gleichzeitig starkem Dollar nur durch das – allerdings politisch und militärisch unterfütterte – Vertrauen der Akteure auf den Weltfinanzmärkten in die anhaltend dominante Position der USA gestützt wird. Wenn dieses Vertrauen erschüttert wird – etwa durch einen sich hinziehenden Krieg gegen den Irak – kann es sehr schnell zu einem massiven Kapitalabfluss kommen. Die damit einhergehende massive Abwertung des Dollars – und nach Lage der Dinge zu erwartende

Aufwertung von Pfund, Euro und Schweizer Franken – hätte erhebliche Konsequenzen für die EU, sowohl für die Währungsunion als auch und besonders für Großbritannien. Sie würde insgesamt die einigermaßen ausgeglichene europäische Leistungsbilanz ins Defizit drücken und insbesondere große Probleme für die Länder wie Deutschland mit sich bringen, die einen erheblichen Teil ihres Außenhandels mit Drittländern (vor allem den USA) abwickeln. Das hierin liegende Instabilitätspotenzial könnte nur mit energischer politischer Gegensteuerung zur Ankurbelung des innereuropäischen Wachstums neutralisiert werden.

Einer solchen notwendigen Gegensteuerung steht jedoch das zweite Problem entgegen, das in erheblichem Maße durch den Druck der Finanzmärkte entstanden ist und auf der wirtschaftspolitischen und der ideologischen Ebene liegt (Schulmeister 1998). Das Vordringen der Finanzmärkte und der große Einfluss ihrer Hauptakteure hat zu einem folgenreichen wirtschaftspolitischen Paradigmenwechsel geführt. An die Stelle einer Pluralität wirtschaftspolitischer Ziele – wie sie etwa im deutschen Stabilitätsgesetz niedergelegt sind – ist die faktische und gesetzliche Priorität der Preisstabilität getreten. Dieser Vorrang gegenüber anderen Zielen – zum Beispiel der Beschäftigung – liegt vor allem im Interesse der großen Finanzanleger. Da zudem in dieser Sicht die Inflation vor allem durch hohe Löhne und ausufernde unproduktive Staatsausgaben verursacht ist, läuft eine vorrangig auf Preisstabilität gerichtete Wirtschaftspolitik in erster Linie auf Durchsetzung von „Lohnzurückhaltung“ und auf Senkung der Sozialausgaben im Sinne einer „Konsolidierung“ der öffentlichen Haushalte hinaus. Die in Maastricht 1991 eingeleitete Austeritätspolitik der 90er Jahre in Europa hat im Wesentlichen den Großakteuren auf den europäischen Finanzmärkten genutzt und war sicherlich eine Stütze des Aktienbooms in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahrzehnts. Für die Mehrheit der Menschen hat sie dagegen stagnierende oder sinkende Reallöhne und Einschnitte im System der sozialen Sicherheit bedeutet. Makroökonomisch hat sie Wachstumsschwäche, kaum zusätzliche Beschäftigung, aber höhere Arbeitslosigkeit mit sich gebracht.

Die Gefahr ist erheblich, dass die „Sicht der Finanzmärkte“ auch in Zukunft die Wirtschaftspolitik der EU und Deutsch-

lands bestimmt. In diesem Fall würde eine Erschütterung der amerikanischen Führungsrolle und Währung nicht von Europa aufgefangen werden können. Ein gefährliches Chaos wäre die Folge, in dem jedes Land versuchen würde, auf Kosten aller anderen zu überleben und in dem der wirtschaftliche und soziale Zusammenhalt in Europa weiter erodieren würde. Die Intensität der Standortkonkurrenz würde zunehmen, Steuern und Staatsausgaben würden weiter gesenkt und damit die infrastrukturellen Grundlagen der wirtschaftlichen Entwicklung weiter zerstört.

4

Stabilisierung der Finanzmärkte

Seit der Asienkrise gibt es eine umfangreiche Diskussion über die Reform der internationalen Finanzmärkte und der sie tragenden Institutionen (Eichengreen 1999; Dieter 2002). Ihre Zielorientierung ist allerdings die Stabilisierung der Märkte, nicht die Ankurbelung der Wirtschaft. Die verschiedenen Möglichkeiten, Finanzmärkte stabiler zu machen, lassen sich in drei Gruppen unterteilen.

4.1 VERBESSERUNG DER FINANZAUF SICHT

Die erste Gruppe umfasst die Verminderung der Risiken auf den Finanzmärkten durch Verbesserung der Finanzaufsicht. Dazu gehören neben der allgemein akzeptierten Verbesserung von Informationen und Transparenz vor allem die Reform der Risikovorsorge bei Finanzinstitutionen. Hierzu liegen unter dem Titel *Basel 2* Vorschläge vor, die im Jahre 2006 in Kraft treten sollen (Basel Committee 1999; Deutscher Bundestag 2002a, S. 83–85). Im Kern handelt es sich dabei um einen weitreichenden Wechsel von den bislang (als *Basel 1*) geltenden Regeln: Das Risiko von Krediten soll sich nicht mehr nach der Art des Kredites (Staatskredite, Unternehmenskredite, Hypothekarkredite), sondern nach der individuellen Bonität der jeweiligen Schuldner richten, und es soll durch interne Risikomodelle der Gläubigerbanken ermittelt werden, deren Solidität allerdings öffentlicher Aufsicht unterliegt. Die Problematik eines solchen Verfahrens liegt – ganz abgesehen von dem gerade für klei-

nere Banken anfallenden Mehraufwand – in zwei Punkten: Zum einen wirkt das neue Verfahren *prozyklisch*: In einer Rezession steigt das Ausfallrisiko der Kreditnehmer, die Kredite werden teurer, was die Rezession verlängert. Umgekehrt werden im Aufschwung Kredite billiger und die Gefahr der Überhitzung gefördert (Eatwell 2002). Zum anderen kommt die Verlagerung der Kompetenz für die Risikoeinstufung einer *Teilprivatisierung* der Bankenaufsicht gleich, die Spielräume für erhebliche Manipulationen seitens der großen Bankinstitute schafft. Angesichts der völlig ungleichen Ausstattung und Möglichkeiten bei diesen Instituten auf der einen und der Aufsichtsbehörden auf der anderen Seite ist die Bestimmung, dass die Solidität der verwendeten internen Risikomodelle der Finanzaufsicht unterliegt, kaum mehr als eine gut gemeinte aber uneinlösbare Absichtserklärung. Eine sinnvolle und gangbare Alternative zu diesem Vorgehen läge darin, prinzipiell an der Klassifizierung von Kreditklassen festzuhalten, diese aber im Licht der Erfahrungen während der 90er Jahre zu ergänzen und zu modifizieren. Die wichtigste Modifikation wäre dabei wohl die deutliche Verteuerung aller unregulierten (OTC = over the counter) Derivatgeschäfte, für die nach den *Basel 1* Regeln kein Eigenkapital zu hinterlegen war, die sich aber als besonders riskant und destabilisierend erwiesen haben.

Ein anderer Weg, die Risiken auf den Finanzmärkten zu vermindern, besteht darin, ein *internationales Insolvenzrecht* für überschuldete und zahlungsunfähige Staaten einzuführen (Deutscher Bundestag 2002a, S. 112f.). Sein Kern besteht darin, das Recht von Gläubigern einzuschränken, bei Zahlungsverzug sofort im Wege der Klage vorzugehen. Stattdessen sollen in einem geordneten Verfahren die Möglichkeiten der Sanierung des zahlungsunfähigen Landes geprüft und festgesetzt werden, dass die Gläubiger hierzu bestimmte Beiträge – etwa durch Hinnahme eines Zahlungsmoratoriums – zu leisten haben. Diese Perspektive der Mitverantwortung der Gläubiger für die Zahlungsunfähigkeit von Schuldner soll Finanzinstitutionen davon abhalten, riskante Kredite in dem Glauben zu vergeben, im Notfall schnell und wirksam auf das Vermögen des Schuldners zurückgreifen zu können. Derartige Konzeptionen, die schon vor vielen Jahren entwickelt worden waren (Raffer 1990), sind Ende 2001 von der stellvertre-

tenden Direktorin des IWF, *Anne Krueger*, aufgegriffen und erneut in die Diskussion gebracht worden (Krueger 2001). Dies hat allerdings bislang nicht zu konkreten Vorhaben geführt.

4.2 INTERNATIONALE FINANZTRANSAKTIONEN BREMSEN

Eine zweite Gruppe von Stabilisierungsmaßnahmen besteht darin, die Geschwindigkeit und den Umfang internationaler Finanztransaktionen zu bremsen und insbesondere massenhafte kurzfristige Kapitalflüsse zu vermindern, die keine Effizienz für die Lenkung von Realkapital haben, sondern überwiegend der Arbitrage und der Spekulation dienen. Zu dieser Gruppe zählt auch die umstrittene *Devisenumsatzsteuer* (Tobinsteuer), deren Zweck es ist, kurzfristige Währungsspekulationen zu verhindern (Deutscher Bundestag 2002a, S. 97-100; Ul Haq u.a. 1996; Tobin 1978). Dies ist angesichts der weitgehenden Entkoppelung des Devisenhandels vom internationalen Handel und von langfristigen Kapitalbewegungen eine sinnvolle Stoßrichtung, deren Umsetzung ohne Schaden für Handel und Direktinvestitionen möglich ist. Der ursprünglich von *Tobin* vorgeschlagene Steuersatz von 1 % ist zwar geeignet, eine sich langsam und in kleinen Schritten aufbauende Spekulation zu verhindern, reicht aber nicht aus, massive Fundamentalspekulation abzuwehren. Für solche Fälle kann eine je nach den Turbulenzen auf den Devisenmärkten flexibel gehandhabte Festsetzung des Steuersatzes, die im Übrigen autonom auf nationaler oder regionaler Ebene erfolgen kann, wirksam als Wellenbrecher gegen die Spekulation eingesetzt werden (Spahn 2002).

Bei der Tobinsteuer, wie auch bei der alternativ diskutierten Einführung einer *Bardepotpflicht* für ausländisches Kapital nach dem chilenischen Modell – dort musste in den 90er Jahre ein bestimmter Prozentsatz des importierten Kapitals für ein Jahr zinslos bei der Zentralbank hinterlegt werden, was die Rentabilität kurzfristiger Investitionen erheblich schmälerte (Dieter 2002, S. 43–45) –, handelt es sich um marktkonforme Instrumente zur Steuerung von Kapitalflüssen. Als Ergänzung oder Alternative hierzu kommen – vor allem für die Länder mit schwächeren Finanzmärkten – administrative Kapitalverkehrskontrollen in Frage. Sie wurden bei Gründung des IWF als selbstverständliches Recht jedes

Mitgliedslandes zum Schutz seiner Wirtschaftspolitik angesehen, und dieses Recht steht nach Art. VI des IWF-Abkommens auch heute noch allen Mitgliedstaaten zu. Mittlerweile hat der IWF seine in den 90er Jahren unternommenen Versuche, diese Bestimmung abzuschaffen, aufgegeben und sich zu der Position durchgerungen, dass Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs zwar langfristig und perspektivisch die optimale Lösung, ihr Nutzen aber an gewisse Voraussetzungen gebunden ist, die in vielen Entwicklungs- und einigen Schwellenländern noch nicht gegeben seien (IMF 1999; Financial Stability Forum 2000). Es komme also auf die richtige Reihenfolge – das sequencing – bei der Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs an. Dies ist im Übrigen auch die Erfahrung der Länder, die heute offene Kapitalmärkte haben: Alle haben in den 50er und 60er und die meisten auch noch in den 70er Jahren immer wieder Kapitalverkehrsbeschränkungen zum Schutz ihrer Finanzmärkte eingesetzt (Shafer 1995; Bakker 1996). Kapitalverkehrskontrollen sind nicht nur nützlich zum Schutz und zur Stabilisierung der eigenen Finanzmärkte und Gesamtwirtschaft. Entgegen neoliberaler Ideologie führen sie auch nicht zu einer Isolierung von den internationalen Kapitalmärkten: Zu den von ausländischen Investoren am meisten umworbenen Kapitalmärkten gehört der streng kontrollierte chinesische Markt. Sogar die EU hält sich trotz aller Liberalisierungsrhetorik im Artikel 59 des EG Vertrags eine Hintertür für Maßnahmen offen, die im Notfall auch befristete Kapitalverkehrsbeschränkungen umfassen können. Zu einer solchen Notfallsituation könnte es kommen, wenn bei einem abrupten Abfall des Vertrauens in die amerikanische Währung eine Flut von US-Dollars die EU überschwemmt und durch reguläre geldpolitische Instrumente nicht mehr kontrolliert werden kann.

4.3 MANAGEMENT DES INTERNATIONALEN WÄHRUNGSSYSTEMS

Zur dritten Gruppe der Maßnahmen zur Stabilisierung der Finanzmärkte gehört das Management des internationalen Währungssystems. Dabei geht es nicht um die Wiedereinführung eines internationalen Festkurssystems, für das weder die erforderliche ökonomische Konvergenz der Teilnehmerländer noch die notwendige Bereitschaft zur Koordination der Wirtschafts-

politik gegeben sind. Zur Vermeidung abrupter Schwankungen im Währungssystem ist jedoch ein System sinnvoll und machbar, in dem die Schwankungen durch gemeinsame Politik an den Devisenmärkten in festgelegten Grenzen gehalten werden (Smith 2002). Dabei könnte es sich um eine zweistufige Konstruktion handeln: Auf der unteren Stufe gibt es ein regionales Währungssystem mit festen Zielzonen, unbegrenzter Beistandspflicht und zunehmender Intensität wirtschaftspolitischer Zusammenarbeit auch auf anderen Gebieten als dem der Währungspolitik. Ein solches System war das Europäische Währungssystem, das 1978 aufgestellt wurde und 1999 zur Europäischen Währungsunion führte, in der Währungsspekulation durch Abschaffung der nationalen Währungen endgültig unmöglich gemacht wurde. Auf der globalen Ebene, also in den Beziehungen zwischen den großen Wirtschafts- und Währungsblöcken, ist der Grad der ökonomischen Verflechtung und der allgemeinen wirtschaftspolitischen Konvergenz erheblich geringer. Das schließt währungspolitische Kooperation nicht aus. Die Absicherung der jeweiligen regionalen Entwicklungsstrategien legt es vielmehr nahe, abrupte Brüche und plötzliche spekulative Kapitalflüsse zwischen den Blöcken durch gemeinsames Management der Wechselkursbewegungen zu verhindern. Der günstigste Rahmen für ein solches Management ist ein Zielzonensystem, das gegenüber dem alten EWS flexibler gestaltet werden kann. Lässt sich ein solcher Rahmen nicht herstellen, kann auch eine förmliche Vereinbarung über währungspolitische Kooperation für den Fall stabilisierend wirken, dass bestimmte Schwankungsgrenzen überschritten werden. Die Minimallösung ist die nicht von vornherein öffentlich verabredete faktische Kooperation, wie sie etwa zwischen dem amerikanischen Federal Reserve System und der Europäischen Zentralbank nach dem 11. September 2001 praktiziert wurde (Europäische Zentralbank 2002, S. 81).

4.4 GLOBALE ODER REGIONALE STABILISIERUNGSTRATEGIEN?

In der Diskussion über die Möglichkeiten zur Stabilisierung der Finanzmärkte herrscht Einigkeit darüber, dass der optimale politische Rahmen hierfür eine umfassende globale Kooperation der großen Finanzzentren und der internationalen

Finanzinstitutionen wäre (Flasbeck/Noé 2001). Aus diesem Grund finden die Diskussionen über die „neue internationale Finanzarchitektur“ auch vorwiegend im Rahmen der großen Institutionen IWF, Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) und dem von den G7-Ländern initiierten Forum für Finanzmarktstabilität (Financial Stability Forum, FSF) statt. Es hat sich aber mittlerweile gezeigt, dass in diesen Institutionen erstens im Wesentlichen die Interessen der Industrieländer gegenüber den Entwicklungsländern dominieren und zweitens auch eine Kooperation der großen Industrieländer nicht gewährleistet ist. Dies verweist auf den oft verdrängten Tatbestand, dass von der aktuellen Struktur und Dynamik der internationalen Finanzmärkte nicht nur destabilisierende und schädliche Wirkungen für Weltwirtschaft im Allgemeinen und die Entwicklungsländer im Besonderen ausgehen, sondern dass es auch Länder und insbesondere Finanzinstitute gibt, die vom Istzustand profitieren und daher kein Interesse an weitreichenden Reformen haben (Stiglitz 2002). Das Finanzsystem funktioniert zum einen überwiegend im Interesse der Industrieländer und gegen die der Entwicklungs- und Schwellenländer; zum anderen funktioniert insbesondere das Währungssystem der marktbestimmten Wechselkurse zugunsten des Marktführers USA. Solange das so ist, bleibt die Bereitschaft zur globalen Kooperation des Nordens mit dem Süden, bei der es wesentlich um die Demokratisierung von Struktur und Politik des IWF gehen müsste (Deutscher Bundestag 2002a, S. 103–105, 540–542), ebenso gering wie die der USA zur währungspolitischen Kooperation mit Japan und der EU.

Unter diesen Bedingungen können und sollten als zweitbeste Strategien zur Stabilisierung der Finanzmärkte regionale Lösungen eingeführt werden (Huffschnid 2000; Dieter 2002, S. 35–37). Dies ist für die EU als größtem Wirtschaftsblock der Welt ohne Weiteres möglich. Sie kann die oben unter 4.1 und 4.2 skizzierten Maßnahmen zur Verbesserung der Finanzaufsicht und zur marktkonformen oder administrativen Kontrolle von Kapitalflüssen eigenständig durchführen, ohne schädliche Rückwirkungen befürchten zu müssen. Da die weltwirtschaftliche Lage nicht durch Kapitalknappheit, sondern durch Kapitalüberschuss gekennzeichnet ist, stellt massenhafte Kapitalflucht für die EU keine rea-

le Gefahr da. Im Gegenteil: Eine eigenständige erfolgreiche Stabilisierungspolitik der EU kann ihre Attraktivität als Finanzplatz steigern. Sie kann überdies als Beweis der Machbarkeit solcher Regionalstrategien auch andere Regionen veranlassen, diesem Beispiel zu folgen und so letztlich dann doch einen Beitrag zur überregionalen Stabilisierung leisten. Das Problem liegt nicht darin, dass eine solche Perspektive unrealistisch ist. Es liegt vielmehr darin, dass die EU sie nicht verfolgt, sondern ihre Politik zur Herstellung eines einheitlichen europäischen Finanzmarktes ganz auf die Imitation des amerikanischen Modells abgestellt hat, dessen Instabilität mittlerweile offensichtlich geworden ist (Grahl u.a. 2002).

Globales Währungsmanagement kann die EU allein allerdings nicht leisten. Sie kann zwar – und sollte sich diesen Weg demonstrativ offen halten – gelegentlich einseitig an den Devisenmärkten eingreifen, um abrupte Wechselkurausschläge zu verhindern. Solche Maßnahmen werden jedoch bei dauerhafter Kooperationsverweigerung der USA gegen anhaltende massive spekulative Attacken nur begrenzt wirksam sein und im Übrigen immer höhere Kosten mit sich bringen. In derartigen Fällen bleibt der EU nichts anderes übrig, als die eigene Währung durch administrative Eingriffe in Form von Devisenverkehrsbeschränkungen zu schützen.

5

Einbettung der Finanzmärkte in eine gesamtwirtschaftliche Entwicklungsstrategie

Verselbständigte Finanzmärkte können destabilisierende und schädliche Wirkungen auf die Weltwirtschaft mit sich bringen. Hiergegen lässt sich durch eine Politik zur Stabilisierung der Finanzmärkte etwas ausrichten. Die diskutierten Maßnahmen reichen in längerfristiger Perspektive allerdings nicht aus. Denn das explosionsartige Wachstum und die Verselbständigung von Finanzmärkten sind ja selbst Produkte gesamtwirtschaftlicher Fehlentwicklungen – die sie dann wieder verstärken. Deren Kern besteht darin, dass in den 80er und 90er Jahren das gesamtwirtschaftliche Wachstum in den Zentren der Welt – insbesondere in Europa und Japan, aber in geringerem

Maße auch in den USA – deutlich schwächer geworden ist und gleichzeitig ein massiver Umverteilungsprozess zugunsten der Unternehmensgewinne und der höheren Einkommensgruppen stattgefunden hat. Die daraus resultierende Schwächung der kaufkräftigen Endnachfrage ist durch die Politik zur Senkung der öffentlichen Neuverschuldung verstärkt worden und hat auch auf die produktiven Investitionen zurückgewirkt. Als Alternative boten sich die Finanzmärkte an, deren explosionsartiges Wachstum insofern letztlich Reflex schwächerer güterwirtschaftlicher Dynamik und wirtschaftspolitischer Fehlentscheidungen war. Daher wird eine Politik, die sich auf die Stabilisierung der Finanzmärkte konzentriert und nicht an die Wurzeln ihrer Dynamik herangeht, trotz durchaus möglicher zeitweiser Erfolge immer mit neuen Versuchen der Finanzmarktakteure konfrontiert sein, alle Beschränkungen durch „Finanzinnovationen“ zu unterlaufen oder durch Ausweichen in Offshorezentren zu umgehen. Eine nachhaltige Stabilisierung der Finanzmärkte erfordert die Beseitigung der Ursachen, die zu ihrer Verselbständigung und Instabilität geführt haben.

Hierfür ist eine energische gesamtwirtschaftliche Entwicklungspolitik erforderlich, sowohl in den Entwicklungs- und Schwellenländern als auch in den Industrieländern. Die Schulden der meisten Entwicklungsländer sind ohnehin uneinbringlich und sollten abgeschrieben und gestrichen, statt in immer neuen – und immer teureren – Umschuldungsvereinbarungen aufbewahrt zu werden. Entwicklungspolitik und -hilfe sollte sich darauf richten, das binnenwirtschaftliche Potenzial zu entwickeln und die Entwicklungsländer nicht den Interessen der Industrieländer an der Platzierung von Kapital und Sicherung hoher Rückflüsse zu unterwerfen. Um dies zu erreichen, ist eine Aufwertung der öffentlichen Entwicklungshilfe gegenüber den privaten Kapitalflüssen erforderlich.

Die wichtigste Perspektive zur nachhaltigen Stabilisierung der Finanzmärkte in den Industrieländern liegt darin, die gesamtwirtschaftliche Blockade zu überwinden und die Finanzmärkte in eine expansive Wirtschaftspolitik einzubinden. Die Weichen hierzu müssen von der Geldpolitik – durch massive Zinssenkung –, der Fiskalpolitik – durch konjunkturelle Ankurbelung und langfristige Bereitstellung einer tragfähigen sachlichen und sozialen

Infrastruktur – und durch die Verteilungspolitik kommen. Bei letzterer spielen die Gewerkschaften die Hauptrolle, wenn sie die Forderung nach Lohnabschlüssen unter dem Produktivitätsanstieg nicht nur zurückweisen, sondern ihre Umsetzung auch verhindern. Ein stärkeres Wachstum,

das ökologisch tragfähig gestaltet werden soll und kann, und eine Umverteilung zugunsten der Löhne und der Staatsausgaben, also der binnenwirtschaftlichen Endnachfrage würde – bei allem erbitterten Widerstand der Unternehmen und Reichen gegen diese Umverteilung – den öko-

nomischen Rahmen schaffen, innerhalb dessen die gesamtwirtschaftliche Ersparnis in Nachfrage nach Investitionsmitteln transformiert und in den produktiven Kreislauf gelenkt wird, statt sich mangels anderer Perspektiven in spekulative Abenteuer zu stürzen.

LITERATUR

Bakker, A. F.P. (1996): *The Liberalization of Capital Movements in Europe. The Monetary Committee and Financial Integration 1958–1994*, Dordrecht u.a.

Basel Committee on Banking Supervision (1999): *A New Capital Adequacy Framework. Consultative Paper issued by the Basel Committee on Banking Supervision*, Basel

BIZ, Bank für internationalen Zahlungsausgleich (1998): 68. Jahresberichte 1997/1998, Basel

Deutscher Bundestag (2002a): *Schlussbericht der Enquete-Kommission „Globalisierung der Weltwirtschaft – Herausforderungen und Antworten“*, Berlin, BT-Drucksache 14/9200

Deutscher Bundestag (2002b): *Enquête-Kommission „Globalisierung der Weltwirtschaft- Herausforderungen und Antworten“*, Kurzfassung des Abschlussberichtes, Berlin, 24. 6.

Dieter, H. (2002): *Nach den Finanzkrisen. Die ordnungspolitische Gestaltung der Globalisierung*. Stiftung Wissenschaft und Politik, Deutsches Institut für Internationale Politik und Sicherheit, SWP-Studie S16, Berlin

Eatwell, J. (2002): *Basel II: The Regulators Strike Back*, in: *Guardian* vom 9. 6.

Eichengreen, B. (1999): *Toward a New International Financial Architecture. A Practical Post-Asia Agenda*, Washington

Europäische Zentralbank (2002): *Jahresbericht 2001*, Frankfurt/M. (www.ecb.int)

Financial Stability Forum (2000) *Report of the Working Group on Capital Flows*, Basel, April, (www.fsforum.org)

Flassbeck, H./Noé, C. (2001): *Abkehr vom Unilateralismus. Worum es weltwirtschaftlich geht*; in: *Blätter für deutsche und internationale Politik* 11, November, S. 1359–1369

Grahl, J./Hufschmid, J./Plihon, D. (2002): *Europäische Finanzmärkte. Struktur, Entwicklung, Politik, Probleme und Alternativen*. Studie im Auftrag der PDS-Delegation der Konföderalen Fraktion der Vereinigten Europäischen Linken/Nordische Grüne Linke im Europäischen Parlament, Brüssel (im Erscheinen)

Hufschmid, J. (2000): *Demokratisierung, Stabilisierung und Entwicklung. Ein Reformszenario für IWF und Weltbank*; in: *Blätter für deutsche und internationale Politik* 11, November, S. 1345–1454

Hufschmid, J. (2002): *Politische Ökonomie der Finanzmärkte*. 2. Auflage, Hamburg

International Monetary Fund (1999): *Report of the Managing Director to the Interim Committee on Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System*, April 26, 1999 (www.imf.org/external/np/omd/1999/042699.htm)

Krueger, A. (2001): *International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*. Address given at the American Enterprise Institute, 26.11., www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm

OECD (1995): *The New Financial Landscape. Forces Shaping the Revolution in Banking, Risk Management and Capital Markets*, Paris (OECD Documents)

Raffer, K. (1990): *Applying Chapter 9 Insolvency to International Debts: An Economically Efficient Solution with a Human Face*; in: *World Development* 2, S.301–311

Schulmeister, S. (1998): *Der polit-ökonomische Entwicklungszyklus der Nachkriegszeit. Vom Bündnis Realkapital-Arbeit in der Prosperität zum Bündnis Realkapital-Finanzkapital in der Krise*; in: *Internationale Politik und Gesellschaft* 1, S. 5–21

Shafer, J.R. (1995): *Experience with Controls on International Capital Movements in OECD countries: Solution or Problem for Monetary Policy?*; in: Sebastian Edwards (Hg.) *Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy*, Cambridge u.a., S. 119–156

Smith, J.G. (2002): *Exchange Rate Management*; in: *New Rules for Global Finance Coalition* (Hg.), *After Neoliberalism: Economic Policies That Work for the Poor*, Washington D.C.

Spahn, P.B. (2002): *Zur Durchführbarkeit einer Devisentransaktionssteuer. Gutachten im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung*, Frankfurt, Februar

Stiglitz, J. (2002): *Die Schatten der Globalisierung*, Berlin

Tobin, J. (1978), *A Proposal for International Monetary Reform*; in: *The Eastern Economic Journal* 4(3–4), S. 153–159

Ul Haq, M./Kaul, I./Grunberg, I. (Hrsg.) (1996): *The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility*, Oxford, New York