

Karl-Heinz Paqué \*

Dezember 2000

**Grundsätzliches  
zur  
Globalisierung der Finanzmärkte**

**Inhalt:**

|          | <b>Seite</b>  |              |
|----------|---|--------------|
| <b>1</b> | <b>Langfristige Effizienz des freien Kapitalverkehrs<br/>[Ziff. 1-7]</b>          | <b>1-5</b>   |
| <b>2</b> | <b>Kurzfristige Umwertungen des Kapitals<br/>[Ziff. 8-14]</b>                     | <b>5-9</b>   |
| <b>3</b> | <b>Destabilisierung globaler Finanzmärkte<br/>[Ziff. 15-19]</b>                   | <b>9-11</b>  |
| <b>4</b> | <b>Finanzmarktpolitik I: Mikroökonomische Regulierung<br/>[Ziff. 20-21]</b>       | <b>11-12</b> |
| <b>5</b> | <b>Finanzmarktpolitik II: Makroökonomische Steuerung<br/>[Ziff. 22-24]</b>        | <b>12-13</b> |
| <b>6</b> | <b>Finanzmarktpolitik III: Beschränkung des Kapitalverkehrs<br/>[Ziff. 25-29]</b> | <b>13-16</b> |
| <b>7</b> | <b>Zur Rolle des Internationalen Währungsfonds<br/>[Ziff. 30-32]</b>              | <b>16-19</b> |
| <b>8</b> | <b>Perspektiven des Wechselkursregimes<br/>[Ziff. 33-36]</b>                      | <b>19-21</b> |
|          | <b>Literaturverzeichnis</b>   | <b>23-24</b> |

---

\* Professor für Volkswirtschaftslehre und Mitglied der Enquête-Kommission „Globalisierung der Weltwirtschaft“ des Deutschen Bundestags. Adresse: Otto-von-Guericke-Universität Magdeburg, Fakultät für Wirtschaftswissenschaft, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insbes. Internationale Wirtschaft, Postfach 4120, 39016 Magdeburg. Tel: (0391) 67-18804; Fax: (0391) 67-11177; Email: [karl-heinz.paque@ww.uni-magdeburg.de](mailto:karl-heinz.paque@ww.uni-magdeburg.de).

## 1 Langfristige Effizienz des freien Kapitalverkehrs

[1] Internationaler Kapitalverkehr ist definiert als grenzüberschreitender Handel mit Vermögenswerten („trade in assets“). Seine ökonomische Logik erschließt sich deshalb 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.<sup>1</sup> Diese untersucht u.a. 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 sog. 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.

[2] Die Arbeitsteilung kann intersektoral oder intertemporal sein, und allein darin liegt letztlich der Unterschied zwischen „Handel mit Gütern“ und „Handel mit Vermögenswerten“. Beim Handel mit Gütern begründen Unterschiede in der Produktionstechnologie, in der Ausstattung mit Produktionsfaktoren und/oder in der Nachfragestruktur den komparativen Vorteil. Es gibt als Folge dieser Unterschiede in Autarkie Unterschiede in den Preisen der Güter, und es spezialisiert sich ein jedes Land auf das Gut, das im Inland in Autarkie relativ billig ist – aus welchen der genannten Gründe auch immer. Dies führt in der Tendenz zur internationalen Angleichung der Güterpreise und zu Effizienzgewinnen.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Für den Güterhandel, siehe Deardorff (1980) und Dixit, Norman (1980); für den Handel in Vermögenswerten, siehe Svensson (1988), Obstfeld (1994), Obstfeld, Rogoff (1996) und Acemoglu, Zilibotti (1997).

<sup>2</sup> Es gibt zwar in vielen Modellen der Außenhandelstheorie innerhalb der am Handel beteiligten Länder Gewinner und Verlierer des Freihandels, aber der Nettogewinn in jedem Land ist positiv. Man kann sich das so vorstellen, dass die Handelsgewinner die Handelsverlierer kompensieren könnten und sich dadurch im Ergebnis alle besser stünden, eine sog. Pareto-Verbesserung.

[3] Beim Handel mit Vermögenswerten begründen Unterschiede in der Zeitpräferenz („Geduld“), im Grad der Risikobereitschaft, und in den Ertragserwartungen 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 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.<sup>3</sup> In der Theorie lässt sich zeigen, dass der intertemporale Handel nichts anderes ist als ein (vollwertiges) Substitut für den intersektoralen Handel mit Gütern, die mit unterschiedlicher Kapitalintensität hergestellt werden.<sup>4</sup>
- 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.<sup>5</sup>

[4] Freier Kapitalverkehr schränkt die Handlungsspielräume des Staates ein: Politische Weichenstellungen, die zu Lasten der Rentabilität der Kapitalbildung im Inland gehen, können zu einer Kapitalflucht führen. Dies schränkt die Möglichkeiten der fiskalischen Belastung des Kapitals ein, sei es durch Ertragsbesteuerung oder durch nicht-antizipierte Preissteigerungen (Inflationssteuer). Es gibt gute Effizienzgründe, dies zu begrüßen:

- Die Theorie des endogenen Wachstums impliziert in vielen ihrer modernen Varianten einen positiven Zusammenhang zwischen Investitionen und langfri-

---

<sup>3</sup> Im Vergleich zur Autarkie gewinnen die Investoren im Kapitalimportland und die Sparer im Kapital-exportland; es verlieren die Investoren im Kapitalexportland und die Sparer im Kapitalimportland. Der Nettoeffekt ist positiv.

<sup>4</sup> Ventura (1997).

stigem wirtschaftlichem Wachstum.<sup>6</sup> Eine Vielzahl von ökonometrischen Studien hat diesen positiven Zusammenhang eindrucksvoll bestätigt.<sup>7</sup> Eine Senkung der Besteuerung von Ersparnis und Investitionen – bis hin zu einer reinen Besteuerung des Konsums – ist deshalb sinnvoll. Der freie internationale Kapitalverkehr ist insofern ein willkommenes Mittel, um einem ohnehin sinnvollen langfristigen Ziel näher zu kommen.

- Auch die Theorie der optimalen Besteuerung empfiehlt grundsätzlich, die Steuerbelastung auf immobile Faktoren (z.B. Boden) zu konzentrieren – und nicht auf jene Faktoren, die sich durch Wanderung gleich welcher Art der Besteuerung entziehen können und damit eine sog. Zusatzlast („excess burden“) in Gestalt des induzierten Substitutionseffekts implizieren.<sup>8</sup> Der freie Kapitalverkehr verlangt deshalb auch aus dieser Sicht eine Struktur- und keine Niveauveränderung der Besteuerung.
- Die Wirtschaftsgeschichte ist voll von Episoden des Missbrauchs staatlicher Macht gegenüber Sparern, insbesondere durch die monetäre Alimentierung staatlicher Kreditaufnahme, die zur (nicht-antizipierten) Inflation führt und typischerweise immobiles Finanzkapital abwertet. Der internationale Kapitalverkehr sorgt auch in diesem Sinn für eine willkommene Kontrolle staatlicher Macht.<sup>9</sup>

[5] Häufig wird behauptet, die internationale Kapitalmobilität würde über den Steuerwettbewerb der Standorte die finanzielle Basis staatlicher Leistungen, insbesondere der Sozialleistungen, bedrohen (sog. „race to the bottom“).<sup>10</sup> Dem obigen Argument, sie führe lediglich zu einer Struktur- und nicht zu einer Niveauveränderung, wird dabei entgegengehalten, dass die Strukturveränderung regressive Einkommenswirkungen habe, also zu Lasten der weniger wohlhabenden Bevölkerungs-

---

<sup>5</sup> Obstfeld (1994).

<sup>6</sup> Lucas (1990). Zur Theorie des endogenen Wachstums: Barro, Sala-i-Martin (1995), Aghion, Howitt (1998).

<sup>7</sup> Übersichten zur ökonometrischen Evidenz: Levine, Renelt (1992), Temple (1999).

<sup>8</sup> Zur optimalen Steuerlehre, Atkinson, Stiglitz (1980).

<sup>9</sup> So wäre z.B. die Erosion des Vermögens der deutschen Rentenversicherung im Zuge der Hyperinflation 1922/23 nicht möglich gewesen, hätte es den Vermögensverwaltern freigestanden, frühzeitig in Aktiva auszuweichen, die in „harter“ ausländischer Währung notiert waren.

<sup>10</sup> Rodrik (1997).

gruppen ginge. Diese populäre Sichtweise verkennt, dass es eine Fülle von Möglichkeiten der steuerlichen Ausgestaltung (Freibeträge, progressive Tarife) gibt, die derartige regressive Wirkungen verhindern oder gar umkehren können. In jedem Fall zeigen die bisherigen Erfahrungen mit der zunehmenden Kapitalmobilität, dass wir heute noch weit entfernt sind von einem „race to the bottom“: Zwar hat es in den achtziger und neunziger Jahren einen klaren Trend hin zu niedrigeren Unternehmenssteuern gegeben<sup>11</sup>, doch ist weder klar, wo die Ursachen für diesen Trend liegen, noch lässt sich erkennen, dass die verminderte Besteuerung des Kapitals das Ausmaß staatlicher Aktivität spürbar nach unten korrigiert hat. Die Staats- und Sozialausgabenquoten sind jedenfalls international nicht parallel im Trend gesunken.

[6] Es gibt auch heute noch ein enormes Potential für eine weitere Zunahme des Handels mit Vermögenswerten, trotz des Trends zur Globalisierung der Kapitalmärkte, der seit den achtziger Jahren in den Statistiken beobachtbar ist. Empirische Untersuchungen zeigen, dass selbst die Vermögensbesitzer in den OECD-Ländern mit den am besten entwickelten Kapitalmärkten nur einen sehr kleinen Teil ihres Vermögensportfolios in ausländischen Anlagen halten – in der Größenordnung von 1 bis 10 v.H.<sup>12</sup> Die Wissenschaft spricht deshalb von einem „diversification puzzle“<sup>13</sup> und meint damit die Tatsache, dass auch im Zeitalter der Globalisierung im Urteil der Anleger in- und ausländische Aktiva weit davon entfernt sind, perfekte Substitute zu sein. Die Gründe dafür liegen wahrscheinlich in fehlender Vertrautheit mit ausländischen Produkten, Unternehmenspraktiken, Bilanzierungsprinzipien, Regulierungen und politischen Trends. Offenbar sind selbst im beginnenden Zeitalter der Globalisierung die Kosten hoch, derartige internationale Informationslücken zu schließen. Es ist zu erwarten, dass in den nächsten Jahrzehnten der grenzüberschreitende Informationsfluss sich verbessert und dadurch der Grad der weltweiten Diversifikation noch erheblich zunimmt.

[7] Freier Kapitalverkehr ist aus den genannten Gründen ein überragendes langfristiges wirtschaftspolitisches Ziel. Für Teilräume der Weltwirtschaft ist dies längst anerkannt. Kaum ein akademischer Volkswirt bedauert, dass innerhalb der Europäi-

---

<sup>11</sup> Tanzi (1996).

<sup>12</sup> Obstfeld (1998), Lewis (1997), French, Poterba (1991) und Golub (1990).

schen Union, innerhalb der Vereinigten Staaten und/oder innerhalb Deutschlands der Kapitalverkehr frei ist; und keine ernstzunehmende politische Kraft verlangt, den vorhandenen Grad der Integration durch Aufbau von Kapitalverkehrskontrollen innerhalb dieser Wirtschaftsräume zu mindern. Es ist nicht ersichtlich, warum das, was in weltwirtschaftlichen Teilräumen aus langfristigen Effizienzgründen wünschenswert ist, für die gesamte Welt nicht wünschenswert sein sollte. Im Gegenteil: Je größer die Unterschiede im Entwicklungsniveau und in der Faktorausstattung der Länder, um so eher ist damit zu rechnen, dass es große Potentiale für Integrationsgewinne der beschriebenen Art gibt. Dies gilt insbesondere für den Kapitalimport jener Entwicklungs- und Schwellenländern, die als „emerging market economies“ (EMEs) höchst profitable Investitionsmöglichkeiten aufweisen, aber an Kapitalknappheit leiden.

## 2 Kurzfristige Umwertungen des Kapitals

[8] In einem freien Kapitalmarkt werden 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. So können z. B. schon für sich genommen kleine Änderungen der Erwartungen über künftige Geschäftsentwicklungen einer Aktiengesellschaft den Aktienkurs deutlich verändern, einfach weil - über die Zeit kumuliert - der abdiskontierte Gesamteffekt auf den Gegenwartswert sehr stark ausfällt. Analoges gilt für die Wirkung von Veränderungen des Zinsniveaus auf Aktienkurse, denn der Zins liefert in der Regel dem Markt die Informationsgrundlage für die Abdiskontierung.

[9] Die permanente Neubewertung der Vermögen dient letztlich der wichtigen Informationsfunktion des Kapitalmarkts. Zu jedem Zeitpunkt bemühen sich alle Akteure am Kapitalmarkt schon aus ihrem wirtschaftlichen Eigeninteresse heraus, den abdiskontierten künftigen Ertrag ihres Vermögensgegenstands zu erfassen. Eine wesentliche Information ist dabei der Marktwert selbst, also die aktuelle Bewertung durch alle anderen Marktteilnehmer. Erst diese ermöglicht rationale Vermögensdispositionen,

---

<sup>13</sup> Obstfeld (1998), S. 22.

so z. B. den Kauf (Verkauf) einer Aktie, wenn der Markt sie niedriger (höher) bewertet als man selbst. Die Höhe des Umsatzes am Kapitalmarkt ist deshalb ein Gradmesser für die Unterschiedlichkeit der Zukunftsbeurteilung von Marktteilnehmern. Kein Umsatz kommt typischerweise nur dann zustande, wenn sich alle Marktteilnehmer die künftige Ertragslage gleich beurteilen, was allerdings nicht heißt, dass das Kursniveau dann konstant bleibt. Denn die Einigkeit kann z.B. auch darin bestehen, dass alle Marktteilnehmer eine Aktie eines Unternehmens nach Bekanntgabe gescheiterter Sanierungspläne verkaufen wollen, ohne dass sich Käufer finden; der Aktienwert konvergiert dann ohne Handel gegen null.<sup>14</sup>

[10] Dispositionen am Kapitalmarkt sind immer dann mit Elementen der Spekulation verbunden, wenn sie Wetten über die Zukunft zum Inhalt haben. Bis auf die sog. Arbitrage<sup>15</sup> ist dies immer der Fall. Die populäre Unterscheidung nach dem Motiv von Dispositionen – solche, die spekulativ sind, und solche, die es nicht sind - ist wissenschaftlich unhaltbar. Allerdings gibt es Wertpapiergeschäfte, die so geschaffen sind, dass sie besonders starken Kursrisiken unterliegen. So haben sich im Zuge der Deregulierung der Finanzmärkte viele neue Vertragsformen herausgebildet, die aus traditionellen Formen wie Aktien, Anleihen und Devisen abgeleitet sind, sog. derivative Finanzinstrumente. Ein Derivat ist im Regelfall so konstruiert, dass sein Kurswert unter sonst gleichen Bedingungen stärker schwankt als der Kurswert der zugehörigen traditionellen Vertragsform. Es ist nur in diesem wohldefinierten Sinn „spekulativer“. Es kann gerade dadurch eine spezifische Nachfrage am Kapitalmarkt befriedigen, die auf Absicherung von Geschäften abzielt, auch und gerade im Handel mit Gütern. So dient etwa der Handel mit Optionen an den Terminbörsen dazu, es möglich zu machen, jederzeit am Markt das Recht zu kaufen/verkaufen, zu einem bestimmten Zeitpunkt oder in einem bestimmten Zeitraum eine bestimmte Menge eines Gutes oder Wertpapiers zu einem vorab bestimmten Preis zu kaufen/verkaufen

---

<sup>14</sup> Nationale Kapitalmarktregulierungen bestimmen für solche Fälle häufig, dass die Börsennotierung und damit der Handel der entsprechenden Aktie ausgesetzt wird. Dies kommt einem legalen Akt der Enteignung gleich, denn es unterbindet vielleicht doch noch mögliche Verkäufe zu extrem niedrigen Kursen, etwa an sog. „Sanierungsspekulanten“, die entgegen der überwältigenden Marktmeinung am Glauben an die Sanierungsfähigkeit des Unternehmens festhalten. Die Regeln der Kursaussetzung ähneln Beschränkungen des Kapitalexports im Fall von Finanzkrisen. Sie sind nur dann zu rechtfertigen, wenn im vorhinein Klarheit herrscht, dass sie angewandt werden können – etwa durch entsprechende börsenrechtliche Generalklauseln.

<sup>15</sup> Bei der Arbitrage wird durch Vermögensdispositionen allein der Preisunterschied zwischen Märkten ausgenutzt, ohne Prognose von Vermögenswerten und damit ohne Element der Spekulation.

(„Hedging“). Der Handel mit der Option liefert die Markteinschätzung dessen, was dieses Recht wert ist. Ohne den Markt wäre gerade die Absicherung nicht möglich.

[11] Die Neubewertung der Vermögen in einem Kapitalmarkt erfolgt auf mehreren Ebenen, je nachdem, ob neue marktrelevante Informationen mikro- oder makroökonomische Bedeutung haben:

- Mikroökonomische Umwertungen betreffen einzelne Unternehmen und Branchen sowie einzelne Schuldner und Schuldnergruppen. Sie sind unverzichtbarer Teil des Strukturwandels einer Marktwirtschaft. Erst sie sorgen für die Umlenkung des Kapitals in die gesamtwirtschaftlich profitabelsten Verwendungen.
- Makroökonomische Umwertungen betreffen ganze Volkswirtschaften. Sie können durch langfristige Wachstumskräfte (z. B. technischer Fortschritt), durch konjunkturelle Nachfrageschwankungen und/oder durch weltwirtschaftliche Veränderungen bedingt sein. Auch sie sind in gewissen Grenzen normal und unverzichtbar, um Ausmaß und Struktur der Investitionen über den Markt zu lenken.

[12] Alle Umwertungen – ob mikro- oder makroökonomisch – 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 sog. 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 irreführend herausstellen.

[13] In der Wirtschaftswissenschaft wird seit Jahrzehnten intensiv diskutiert und empirisch mit Hilfe statistischer und ökonometrischer Methoden getestet, ob die Kapitalmärkte (ex ante) informationseffizient sind.<sup>16</sup> Wenngleich die Ergebnisse bis heute nicht eindeutig ausfallen, gibt es aus wirtschaftspolitischer Sicht kaum Zweifel, dass es keine Institution außerhalb der Kapitalmärkte und ihres Beratungsapparats gibt, die ex ante über das Wissen verfügt, das nötig wäre, um eine präzisere Kapitalbewertung vorzunehmen als die des Marktes. Die häufigen Urteile von Journalisten, Politikern und gelegentlich auch Wissenschaftlern über herrschende Kursniveaus am Kapitalmarkt haben denn auch zumeist den Charakter völlig unverbindlicher Aussagen, denen die professionelle Fundierung fehlt.<sup>17</sup>

[14] Selbst in informationseffizienten Kapitalmärkten ist es nicht ungewöhnlich, dass die Entscheidungen der Marktteilnehmer voneinander abhängen, so dass es zu miteinander korrelierten Marktreaktionen kommen kann, die sich im Ergebnis selbst verstärken. Ein solches Verhalten ist immer dann rational, wenn die Entscheidungen anderer Marktteilnehmer einen relevanten, positiven Informationsgehalt haben. Eben dies dürfte fast immer der Fall sein, soweit es sich um Marktteilnehmer handelt, deren Analysten einen guten Ruf genießen. Das populäre Abqualifizieren derartiger Verhaltensmuster als „Herdentrieb“ verkennt eben diesen rationalen Kern. Allerdings ist nicht auszuschließen, dass in Zeiten hektischer Umsätze und starker Kursausschläge am Kapitalmarkt allein schon wegen des Umfangs der Neuigkeiten eine Situation entsteht, in der die Sorgfalt in der Prüfung der hereinkommenden Informatio-

---

<sup>16</sup> Die Standardmethodik der Tests ist dabei im Kern einfach: Wenn ein Kapitalmarkt informationseffizient ist, dann muss der Gleichgewichtskurs einem sog. random walk (ggf. mit drift) folgen, d.h. es darf in der Kursbewegung keine deterministischen, sondern nur mehr stochastische Komponenten geben. Ob dies der Fall ist oder nicht, bleibt für Aktien-, Renten- und Devisenmärkte bis heute umstritten.

<sup>17</sup> Aus wissenschaftlicher Sicht ist dies nicht verwunderlich: Selbst dann, wenn ein Kapitalmarkt sich aufgrund von statistischen Tests als nicht informationseffizient erweist, so sind die vom Markt nicht genutzten Informationen in der Regel derart komplex und schwierig zu identifizieren, dass es völlig wirklichkeitsfremd wäre zu unterstellen, Journalisten, Politiker oder auch nicht entsprechend spezialisierte Wissenschaftler könnten sie erkennen – es sei denn, mit einer langjährig bewährten „genialen Intuition“ im Stil bekannter Börsengurus. Es liegt tatsächlich verführerisch nahe, den vielen Urteilen über Kursniveaus am Kapitalmarkt die bekannte Replik entgegenzuhalten: „If you're so smart, why aren't you rich?“.

nen nachlässt – mit der Folge, dass überstürzte Reaktionen einsetzen. Diese können sich positiv in „Kurseuphorie“ und negativ in „Ausstiegspanik“ äußern.

### 3 Destabilisierung globaler Finanzmärkte

[15] 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.

[16] Die Anatomie schwerer Finanz- und Konjunkturkrisen ist ex post klar zu erkennen: Einem Boom mit hohen Kapitalwerten und haussierender 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 konjunkturel-

dämpfender Wirkung. Die verstärkte makroökonomische Anfälligkeit im Krisenfall ist grundsätzlich 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.

[17] Internationale Kapitalmobilität kann für die grenzüberschreitende Übertragung von Finanzkrisen sorgen. Drei Mechanismen sind dabei von zentraler Bedeutung:

- Die Abwertung des Kapitalbestands im Krisenland kann Anleger zu der Erkenntnis führen, dass in Ländern mit ähnlicher Wirtschaftsstruktur über kurz oder lang ähnlich Krisensymptome Platz greifen. Es kommt dann auch dort zur Kapitalflucht (sog. Ansteckungseffekt).
- Der Abzug von Auslandskapital aus einem Krisenland kann für eine Abwertung der Währung des Landes gegenüber seinen Handelspartnern sorgen. Dadurch sinkt die Nachfrage nach Gütern der Handelspartnerländer, und es kommt auch dort zu einer Verschlechterung der Konjunkturlage.
- Wird politisch versucht, die Abwertung durch eine restriktive Geldpolitik mit hohen Zinsen zu verhindern, so sorgen Kapitalrückflüsse auch im Ausland für eine Zinserhöhung, die gesamtwirtschaftlich kontraktiv wirkt (internationaler Zinszusammenhang).

Alle drei Mechanismen spielten in den großen Finanzkrisen des 20. Jahrhunderts eine maßgebliche Rolle. Sie können im Extremfall den Grund liefern für einen weltweiten Zusammenbruch der Finanzmärkte und eine globale Depression, so wie in der Weltwirtschaftskrise 1930/32.<sup>18</sup>

[18] Es gibt einen klaren Unterschied in der Volatilität der internationalen Kapitalbewegungen zwischen kurz- und langfristigen Vermögenstiteln: Je kürzer die Fristigkeit, um so höher der Liquiditätsgrad und um so „leichter“ kann Kapital abgezogen werden. Dies führt häufig im Krisenfall zu einer sog. Inversion der Zinsstruktur: Kurzfristige Vermögenstitel 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.

---

<sup>18</sup> Dazu Temin (1990).

[19] 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. In Frage kommen vor allem drei Bereiche der nationalen Finanzmarktpolitik: die mikroökonomische Regulierung, die makroökonomische Steuerung und die Beschränkung des Kapitalverkehrs durch Besteuerung oder administrative Restriktionen. Von Bedeutung ist schließlich das internationale Umfeld, in dem die nationale Wirtschaftspolitik agiert, vor allem die Rolle des Internationalen Währungsfonds als „lender of last resort“ sowie die Perspektiven des Wechselkursregimes.

#### **4 Finanzmarktpolitik I: Mikroökonomische Regulierung**

[20] Notwendige Bedingung für eine erfolgreiche Krisenprävention ist die Transparenz der nationalen Kapitalmärkte, die erst eine möglichst präzise Einschätzung der Risiken durch die Kreditgeber erlaubt. Gerade die mangelnde Transparenz ist ein durchgängiges Merkmal der Kapitalmärkte in jenen EMEs 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 Weiterentwicklung in Richtung auf jene Standards, die in den meisten Industrieländern gelten und durch die Beschlüsse des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht festgeschrieben sind.<sup>19</sup>

[21] Der Transparenz sind allerdings dort kaum überwindliche Grenzen gesetzt, wo es um hochkomplexe Fragen der Bilanzierung geht. Es ist gerade in EMEs überaus schwierig, realistische Wertansätze für jene Aktiva einer Bank zu finden, die nicht an Märkten gehandelt werden. Dies gilt insbesondere für Bankkredite, die in EMEs typischerweise eine quantitativ weit größere Rolle auf der Aktivseite der Bilanz spielen als Wertpapiere. Die Bankenaufsicht muss versuchen, aufgrund von Informationen aus der Vergangenheit die Kredite nach deren Risiko zu klassifizieren, was gerade in Volkswirtschaften mit raschem Strukturwandel wie den EMEs außerordentlich

schwierig ist. Entsprechend ungenau greifen dann auch die üblichen Mindestkapitalanforderungen: Wenn z. B. der Baseler Ausschuss ein Eigenkapital von mindestens 8 v. H. der „risikogewichteten“ Aktiva fordert, so bleibt die praktische Umsetzung dieser Forderung in EMEs sicherlich noch für lange Zeit höchst unvollkommen. Es wäre deshalb schlicht unrealistisch, würde man eine grundlegende Verbesserung der Transparenz in den kommenden Jahren erwarten.<sup>20</sup>

## 5 Finanzmarktpolitik II: Makroökonomische Steuerung

[22] Allen großen Finanzkrisen der neunziger Jahre in EMEs gingen hohe Leistungsbilanzdefizite voraus, die durch Kapitalimporte finanziert wurden.<sup>21</sup> Vieles spricht deshalb dafür, dass eine konsequente Stabilitätspolitik eine notwendige makroökonomische Bedingung ist für erfolgreiche Krisenprävention. Die nationale Wirtschaftspolitik muss darauf abzielen, die Zunahme der inländischen monetären Absorption und die damit verbundener Defizite der Leistungsbilanz in Grenzen zu halten. Die wichtigsten binnenwirtschaftlichen Steuerungsinstrumente sind dabei die Defizite/Überschüsse der öffentlichen Haushalte, die der Staat politisch selbst bestimmt, sowie die inländische Konsum- und Investitionsnachfrage, die vom Staat bzw. von der Zentralbank durch eine stabilitätsorientierte Steuerung der Zinsen und der Geldmenge kontrolliert werden kann. Es gilt vor allem, eine Hausse der Börsenkurse und Vermögenswerte, die auch durch Kapitalimporte bedingt ist, möglichst frühzeitig monetär abzubremesen, um boomartige Überhitzungen und die damit verbundenen Risiken zu vermeiden.

[23] Die binnenwirtschaftliche Stabilitätspolitik 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 Sta-

---

<sup>19</sup> In der Literatur hat sich dafür der Begriff „good housekeeping standards“ herausgebildet. Siehe dazu Task Force Report (1999).

<sup>20</sup> Dazu im Detail Caprio, Honohan (1999).

bilitätspolitik 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. Der „peg“ – zumeist ursprünglich eingeführt, um nach außen Glaubwürdigkeit der monetären Stabilitätspolitik durch Bindung an die Leitwährung zu demonstrieren und dadurch Kapitalabflüsse zu vermeiden – hat dann geradezu perverse, nämlich destabilisierende Konsequenzen.

[24] Die unterschiedlichen Gesichter des „Währungspegs“ spiegeln ein typisches Dilemma makroökonomisch erfolgreicher EMEs wider: Sobald die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik hergestellt ist und das Land realwirtschaftlich rasch wächst, gibt es Bedarf an einer realen Aufwertung gegenüber dem Rest der Welt. Eben dies kann nur geschehen über eine Aufwertung bei stabilen Preisen oder über eine Erhöhung des Preisniveaus bei stabilem (nominalen) Wechselkurs. Ersteres dämpft den Boom, letzteres schürt ihn. Dies ist der tiefere Grund dafür, dass „pegged exchange rates“ bestenfalls für die Frühphase eines makroökonomischen Stabilisierungsprogramms taugen, wenn „Glaubwürdigkeit importiert“ werden soll, nicht aber für die spätere Phase, wenn es um die Abwehr boomartiger Überhitzungen geht, die gerade die Konsequenz des Erfolgs sind. Für EMEs sind deshalb „pegged exchange rates“ auf längere Sicht abzulehnen, denn sie bereiten den Boden für das Risiko von großen Finanzkrisen.<sup>22</sup>

---

<sup>21</sup> Mishkin (1999).

<sup>22</sup> So im Ergebnis auch Task Force Report (1999).

## 6 Finanzmarktpolitik III: Beschränkung des Kapitalverkehrs

[25] Der direkteste Weg, makroökonomische Risiken internationaler Kapitalbewegungen zu reduzieren, ist die Beschränkung des Kapitalverkehrs, z. B. durch die Besteuerung von grenzüberschreitenden Finanztransaktionen (Tobin-Steuer<sup>23</sup>). Als allgemeine wirtschaftspolitische Empfehlung mit universellem Anspruch lässt sich die Beschränkung des Kapitalverkehrs in Gestalt einer Tobin-Steuer (o.ä.) ökonomisch nicht rechtfertigen. Dafür gibt es zwingende wissenschaftliche und politische Gründe:

- Aus wissenschaftlicher Sicht läuft eine Beschränkung des Kapitalverkehrs letztlich auf eine Besteuerung (i) der wachstumsförderlichen Ersparnis- und Kapitalbildung sowie (ii) der effizienten Informationsverarbeitung hinaus.<sup>24</sup> Sie ist deshalb mit Blick auf eine prosperierende Weltwirtschaft auf lange Sicht genau der falsche Weg. Dies gilt selbst dann, wenn die Erträge einer Tobin-Tax für wohlbegründete Zwecke verwendet werden, etwa für die Finanzierung eines weltweiten öffentlichen Gutes (z. B. Klimaschutz); denn auch dann gäbe es ökonomisch effizientere Wege der Besteuerung, um das entsprechende Ziel zu erreichen, z. B. eine für die Finanzierung des öffentlichen Gutes bestimmte allgemeine Konsumsteuer („Klimapfennig“).
- Aus politischer Sicht ist sie praktisch nicht durchsetzbar, und zwar deshalb, weil sie nur befriedigend funktionieren könnte, wenn alle Länder der Welt uneingeschränkt und bedingungslos die Steuer einführen, so dass keine sog. Finanzoasen übrig blieben. Eben damit ist auch auf längere Sicht kaum zu rechnen. Die partielle Einführung einer Tobin-Steuer in Teilen der Welt (z. B. der OECD) kommt deshalb wohl auch kaum in Frage, da sie ein falsches wirtschaftspolitisches Signal setzte: Länder außerhalb des Einzugsgebiets der Steuer würden geradezu ermuntert, als neue Finanzoasen weltweite Kapitalmarktfunktionen zu übernehmen.

[26] Grundsätzlich anders stellt sich die Lage für 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

---

<sup>23</sup> Tobin (1978).

<sup>24</sup> Siehe Teil 1 dieses Papiers.

werden, einfach weil der Umfang der internationalen Kapitalbewegungen zu massiven inländischen Umbewertungen führen kann – mit entsprechenden makroökonomischen Wirkungen. Tatsächlich ist dies eine zentrale Lehre der lateinamerikanischen und südostasiatischen Krisen der neunziger Jahre. In beiden Krisen gerieten mehrere Länder nacheinander in eine Deflationsspirale, obwohl die Verschlechterung des Nachrichtenbilds zu Beginn nur ein einzelnes Land betraf („Ansteckungseffekt“). Dies lag daran, dass der Markt in Ermangelung besserer Informationen überall ähnliche strukturelle Schwächen vermutete wie in dem Land, wo die Krise ausbrach.

[27] Es gab unter den EMEs in den neunziger Jahren auch Länder, die sich durch Restriktionen auf den internationalen Kapitalverkehr vor der „Ansteckungseffekt“ zu schützen suchten. Das prominenteste Beispiel ist Chile, wo bereits in den frühen neunziger Jahren eine sog. 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 um so höher ausfällt, je kurzfristiger die Anlage (da die Dauer der Mindestreservepflicht nicht von der Laufzeit der Anlage abhängt). Die Erfahrungen Chiles sind wissenschaftlich kontrovers.<sup>25</sup> Fest steht, dass die Bardepotpflicht für eine Veränderung der Fristigkeit der Kapitalzuflüsse sorgte: weg von kurzfristiger hin zu längerfristiger Auslandsverschuldung. Ob dies allerdings half, Chile von den Turbulenzen der anderen südamerikanischen Kapitalmärkten zu isolieren, ist strittig. Eine Verminderung des Aufwertungsdrucks konnte jedenfalls ökonomisch nicht nachgewiesen werden.<sup>26</sup> Unklar ist auch, wie hoch der Preis war, den die chilenische Wirtschaft – und vor allem der Mittelstand, der auf kurzfristige Kredite besonders angewiesen ist - in Form entgangener Investitionen für die zinsbedingten Kreditrestriktionen zahlen musste.

---

<sup>25</sup> Edwards (1999).

<sup>26</sup> Gregorio, Edwards, Valdés (2000).



[28] 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. 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 realen Aufwertung und den damit verbundenen Risiken führen kann (z.B. als Spätfolge einer erfolgreichen stabilitätspolitischen Weichenstellung).
- Die Maßnahmen werden in möglichst marktkonformer Weise implementiert, vorzugsweise in der Form einer Bardepotpflicht, deren Höhe in stabilisierender Weise gesteuert werden kann (wie in Chile in den neunziger Jahre).
- 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.

[29] Grundsätzlich abzulehnen sind dagegen Beschränkungen des Kapitalexports als präventive politische Reaktion auf eine drohende panikartige Kapitalflucht. Derartige Maßnahmen sind weder mit dem Geist einer Finanzarchitektur vereinbar, noch sind sie für das betreffende Land nützlich: Zwar kann das Finanzkapital vorübergehend am Ort gehalten werden - gewissermaßen in einer Falle -, doch sorgt dies in aller Regel dafür, dass sich für das betreffende Land der künftige Zugang zum internationalen Kapitalmarkt erheblich verteuert.<sup>27</sup>

---

<sup>27</sup> Krugman (1999) weist darauf hin, dass Malaysia auf dem Höhepunkt seiner Finanzkrise der späten neunziger Jahre ad-hoc-Restriktionen auf den Kapitalexport auferlegte, ohne dass das Land auf längere Sicht durch einen Zinssprung bei Auslandskrediten dafür bestraft wurde. Ob aus diesem Einzelfall allgemeine Schlussfolgerungen gezogen werden können, erscheint indes höchst zweifelhaft.

## 7 Zur Rolle des Internationalen Währungsfonds

[30] Die Risiken eines Kapitalabflusses für die externe Stabilität eines Landes können im Prinzip durch Beistandskredite von außen abgedeckt werden. Eben dies tut der Internationale Währungsfonds (IWF), in dem er als „lender of last resort“ tätig wird, ähnlich wie innerhalb einzelner Länder die Zentralbanken bei rein binnenwirtschaftlichen Störfällen. Auch in dieser Hinsicht erbrachten allerdings die Krisen der neunziger Jahre ernüchternde Lehren:<sup>28</sup> Der IWF vergab als „lender of last resort“ tatsächlich massiv Beistandskredite, zum Teil in bisher ungekannten Größenordnungen. Gleichwohl können diese Rettungsaktionen nicht als Erfolg dem „lender of last resort“ zugeschrieben werden, und zwar aus drei Gründen:

- Sie konnten schwere gesamtwirtschaftliche Einbrüche nicht verhindern, was vor allem an der gewaltigen Größenordnung der privaten Kapitalbewegungen liegt, die selbst massive Liquiditätshilfen des IWF als relativ bescheiden erscheinen lässt.
- Soweit der IWF als Institution zur Stabilisierung beitrug, lag dies auch maßgeblich an der ergänzenden Tätigkeit des IWF als Krisenmanager, der Gläubiger und Schuldner zu konzertierten Stabilisierungsmaßnahmen zusammenbrachte, ähnlich einem (unparteiischen) Vergleichsverwalter.
- Sie verstärkten das latente „Moral Hazard“-Problem, das darin besteht, dass den hohen Risikoprämien, die von den meisten Schuldnern aus EMEs an die (meist privaten) Kapitalgeber gezahlt wurden, im Ernstfall keine Risiken gegenüberstehen – mit der Folge, dass die Kapitalgeber in der Zukunft die Risiken weiter und ggf. noch mehr als bisher unterschätzen.

[31] Der IWF muss in der Zukunft die nationalen Bemühungen um makroökonomische Stabilität unterstützen – noch stärker und konsequenter, als dies bisher geschehen ist. Dies gilt vor allem für die IWF-Politik gegenüber EMEs. Fünf strategische Punkte sind von besonderer Bedeutung:

1. Der IWF sollte für mehr Transparenz der nationalen Kapitalmärkte sorgen. Er sollte eine noch aktivere Rolle als bisher in der Erhebung, Aufbereitung und Veröffentlichung von länderspezifischen Kapitalmarktinformationen spielen.

---

<sup>28</sup> Dazu Fisher (1999).

Dabei sollte er die Zinsbedingungen von Krediten so ausgestalten, dass jene Länder, die bei der Informationsbeschaffung kooperieren, bevorzugt behandelt werden. Zu dokumentieren ist ein sehr breites Spektrum an Informationen: von den üblichen makroökonomischen Statistiken über Strukturdaten des Finanzsektors bis hin zu den Details rechtlicher Regelwerke, z. B. Konkurs- und Bilanzierungsvorschriften der Banken. Der seit 1997 existierende „Spezielle Datenveröffentlichungs-Standard“ (SDDS) ist hier ein erster Schritt.

2. Der IWF sollte eine Führungsrolle beim Überwachen der Einhaltung von international vereinbarten Verhaltenskodizes in den Finanzmärkten übernehmen. Dies umfasst u.a. (i) die Beobachtung und Dokumentation des Finanzgebarens von Hedge-Fonds und der Geschäftstätigkeit in Offshore-Finanzzentren und (ii) die Kontrolle der Durchführung der Beschlüsse des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht zu den künftigen Eigenkapitalanforderungen für Kreditinstitute.
3. Der IWF sollte den Regierungen der EMEs durch entsprechende Gestaltung seiner Kreditkonditionen Anreize geben, einen nationalen Regulierungsrahmen zu schaffen, der innovative Wege zu mehr Transparenz im Bankensystem begünstigt. Dabei geht es auch darum, die private Wirtschaft stärker heranzuziehen, um die Kapitalmärkte in EMEs transparenter zu machen. Dies geschieht bisher ausschließlich über Rating-Agenturen, die allerdings nur indirekt in die Haftung genommen werden, nämlich über Veränderungen ihres Rufs. Wie die Vergangenheit gezeigt hat, bewahrt dies nicht vor schweren Fehleinschätzungen und Urteilskorrekturen. Ein innovativer Weg zu mehr privatwirtschaftlich generierter Transparenz könnte darin bestehen, dass Banken aus EMEs dazu übergehen, einen bestimmten Anteil ihres Fremdkapitals als „eigenkapitalähnliche“ Schuldverschreibungen im Ausland zu platzieren (sog. „subordinated debt“).<sup>29</sup> Kommt es zur Zahlungsunfähigkeit, werden solche Papiere grundsätzlich nachgeordnet behandelt, d.h. die Zeichner dieser Papiere unterliegen einem (gegenüber normalen Schuldverschreibungen) erhöhten Ausfallrisiko. Dies führt dazu, dass seitens der Gläubiger ein verstärktes Interesse an solider Marktinformation und deren Verarbeitung besteht. Die Kursbewegungen der (frei zu handelnden) Papiere können dann als zusätzlicher

---

<sup>29</sup> Calomiris (1997); Caprio, Honohan (1999).

Frühindikator für die Einschätzung der Risiken durch (relativ gut informierte) Marktteilnehmer dienen.

4. Der IWF sollte grundsätzlich alle wirtschaftspolitischen Maßnahmen der nationalen Regierungen in den EMEs begrüßen, die als sinnvoller Bestandteil einer makroökonomischen Strategie der Vorsicht interpretiert werden können.<sup>30</sup> Dazu zählen ggf. auch steuerpolitische Maßnahmen zur Eindämmung von kurzfristigen Kapitalzuflüssen, soweit die oben spezifizierten Bedingungen erfüllt sind.<sup>31</sup> Derartige Maßnahmen sind dann nicht als ein kritikwürdiger Schritt weg von marktwirtschaftlicher Orientierung ansehen, sondern als eine sinnvolle außenwirtschaftliche Flankierung einer konsequenten makroökonomischen Stabilitätspolitik. Der IWF sollte sogar durch Gestaltung seiner Kreditkonditionen die Regierungen von EMEs zu einer solchen Strategie ermuntern.
5. Der IWF sollte in seiner Beratungs- und Überwachungstätigkeit den Regierungen der EMEs nahe legen, sich nicht durch längerfristige wirtschaftspolitische Festlegungen Möglichkeiten der flexiblen Anpassung an grundlegend veränderte makroökonomische Lagen zu verstellen.<sup>32</sup> Dies gilt insbesondere für das Wechselkursregime bei starkem volkswirtschaftlichem Wachstum: Die Erfahrung lehrt, dass „pegged-exchange rates“ (i) bei massivem Kapitalzufluss die monetäre Absorption im Inland gefährlich aufblähen und (ii) bei massiver Kapitalflucht im Krisenfall ohne extrem hohe makroökonomische Kosten nicht aufrechtzuerhalten sind. Es ist deshalb sinnvoller, dass die Regierungen in den EMEs wechselkurspolitische Spielräume im Notfall ausschöpfen können („managed floating“). Dies erlaubt, bei normalen makroökonomischen Lagen die Glaubwürdigkeit einer stabilitätsorientierten Fiskal- und Geldpolitik durch die Kursentwicklung der Währung zu untermauern, lässt aber für den Fall massiver Kapitalzu- oder -abflüsse eine entsprechend flexible Reaktion zu.

[32] Grundsätzlich sollte die Rolle des IWF als Krisenmanager gestärkt werden. Dies kann vor allem auch dadurch geschehen, dass sich der IWF ausschließlich auf seine Aufgabe als universelle Institution der (makroökonomischen) Zahlungsbilanz-, Währungs- und Geldpolitik konzentriert. Andere Aufgaben sind anderen internatio-

---

<sup>30</sup> Ähnlich Task Force Report (1999).

<sup>31</sup> Siehe Ziff. 28.

<sup>32</sup> Ähnlich Task Force Report (1999).

nen Institutionen zu überlassen. Dies gilt mit besonderem Nachdruck für entwicklungs- und wachstumspolitische Aufgaben, die in der Zukunft ausschließlich von der Weltbank und ggf. anderen internationalen Organisationen erledigt werden sollten. Nur diese strikte Aufgaben- und Arbeitsteilung zwischen IWF und Weltbank kann konzeptionell überzeugen. Derzeit vorhandene Kompetenzüberschneidungen von IWF und Weltbank sollten beseitigt werden.

## 8 Perspektiven des Wechselkursregimes

[33] Im Nachgang zu den Finanzkrisen der neunziger Jahre wurden Stimmen laut, die Welt müsse zurückkehren zu einem System der festen Wechselkurse oder zumindest zu sog. Zielzonen für die wichtigsten Währungen untereinander (US-Dollar, Euro und Yen).<sup>33</sup> Die Forderung beruht im wesentlichen auf der Erfahrung mit flexiblen Paritäten, die zweifellos gezeigt hat, dass es über lange Zeiträume zu weiten Ausschlägen der nominalen Wechselkurse kommen kann, mit starken Veränderungen auch des realen Wechselkurses und entsprechenden gesamtwirtschaftlichen Wirkungen.

[34] Jeder Schritt in Richtung auf die Fixierung von Wechselkursen – sei es über Zielzonen oder ein Gefüge fester Wechselkurse nach dem Muster des Bretton Woods Systems – bedeutet für die nationale Wirtschaftspolitik bei freiem Kapitalverkehr die Aufgabe eines wichtigen makroökonomischen Freiheitsgrades: der autonomen Geldpolitik zur Verfolgung binnenwirtschaftlicher Ziele. Die Kernfrage des Für und Wider von festen Wechselkursen oder auch von Zielzonen lautet also: Sind die beteiligten Länder bereit, die Autonomie ihrer Geldpolitik aufzugeben? Für die G3-Regionen – USA, Euroland, Japan – fällt die Antwort auf absehbare Zeit wohl eindeutig negativ aus. Es ist in der Geschichte der letzten drei Dekaden kein nachhaltiger politischer Wille zu erkennen, der externen Stabilität die Priorität über die interne Stabilität zu geben.<sup>34</sup> Dies gilt insbesondere für die Vereinigten Staaten, die sowohl die Aufwertung des Dollar im Zuge der Reaganomics Anfang der achtziger Jahre als

---

<sup>33</sup> So eine gewichtige Minderheitsmeinung im Task Force Report (1999).

<sup>34</sup> Dazu Giersch, Paqué, Schmieding (1994).

auch die spätere Abwertung genau so wie die Dollarerholung seit Mitte der neunziger Jahre mit „benign neglect“ begleitet. Es gilt aber auch für Deutschland und seit der Einführung des Euro für „Euroland“, dessen monetäre Verfassung eine Zielvorgabe der internen Preisstabilität vorgibt. Es ist nicht zu erkennen, wie sich an dieser Situation auf absehbare Zeit ändern könnte: Es gibt keine politische Bewegung transatlantischer (oder gar transpazifischer) Art, die zu einer ähnlichen währungspolitischen Integration führen könnte, wie sie im Rahmen der Europäischen Union erfolgte – hin zum Europäischen Währungssystem und schließlich sogar zu einer gemeinsamen Währung.

[35] Bei Vorrang interner wirtschaftspolitischer Zielsetzungen sind die weiten Ausschläge des US-Dollarkurses in den letzten beiden Dekaden alles andere als erratische Fehlentwicklungen. Sie sind stattdessen ökonomisch nachvollziehbare Anpassungen, die – unter Maßgabe der unterschiedlichen Prioritäten – eher stabilisierend als destabilisierend wirkten. So ist z. B. die Aufwertung des US-Dollar in den letzten Jahren Ergebnis des binnenwirtschaftlichen Booms in den Vereinigten Staaten, der zu einem permanent hohen Leistungsbilanzdefizit geführt hat, finanziert durch Kapitalimporte. Die so induzierte Aufwertung des US-Dollar wirkt stabilisierend, indem sie die außenwirtschaftlichen Nachfrage von amerikanischen Gütern weglenkt, somit die dortige binnenwirtschaftliche Überhitzung abkühlt und anderswo - Europa inklusive – die Konjunktur belebt. Gäbe es die induzierte Aufwertung des US-Dollar nicht, wären die transatlantischen Ungleichgewichte noch erheblich gravierender.

[36] Soll die geldpolitische Autonomie bei festen Wechselkursen (o.ä.) in Grenzen erhalten bleiben, so ist dies überhaupt nur denkbar durch weitgehende Ausschaltung des freien Kapitalverkehrs, so wie es im Bretton Woods System geschah. Selbst dann bleibt die Autonomie der Geldpolitik nur in dem Rahmen erhalten, der durch die Verfügbarkeit von Devisenreserven zur Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten abgesteckt wird.<sup>35</sup> Die entscheidende Frage lautet dann: Ist der potentielle Gewinn an Stabilität der nominalen Wechselkurse es wert, auf die Vorteile des freien internationalen Kapitalverkehrs zu verzichten? Hier kann die ökonomische Antwort nur ein-

---

<sup>35</sup> Eben daran zerbrach letztlich auch das Bretton Woods System Anfang der siebziger Jahre. Dazu Giersch, Paqué, Schmieding (1994).

deutig negativ ausfallen: Das Festhalten an einem konstanten nominalen Wechselkurs ist für sich genommen überhaupt kein sinnvolles politisches Ziel - im Unterschied zum freien Kapitalverkehr, der wohldefinierte langfristige Vorteile für das wirtschaftliche Wachstum verspricht.<sup>36</sup>

---

<sup>36</sup> Siehe Teil 1 dieses Papiers.

## Literaturverzeichnis

- Acemoglu, D., F. Zilibotti** (1997). "Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth." *Journal of Political Economy*, Bd. 105, Nr. 4: 709-749.
- Aghion, P., P. Howitt** (1998). *Endogenous Growth Theory*. MIT Press, Cambridge Mass.
- Atkinson, A., J. Stiglitz** (1980). *Lectures on Public Economics*. McGraw-Hill, New York.
- Barro, R. J., X. Sala-i-Martin** (1995). *Economic Growth*. McGraw-Hill, New York.
- Calomiris, C.** (1997). *The Postmodern Bank Safety Net*. Washington, DC: The American Enterprise Institute.
- Caprio, G., P. Honohan** (1999). "Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements". *Journal of Economic Perspectives*, Bd. 13: 43-64.
- De Gregorio, J., S. Edwards, R. O. Valdés** (2000). "Controls on Capital Inflows: Do They Works?" NBER Working Paper 7645, Cambridge Mass.
- Deardorff, A. V.** (1980). "The General Validity of the Law of Comparative Advantage." *Journal of Political Economy* 88: 941-57.
- Dixit, A. K., V. Norman** (1980). *Theory of International Trade: A Dual, General Equilibrium Approach*. Cambridge University Press.
- Edwards, S.** (2000). "How Effective are Capital Controls?" *Journal of Economic Perspectives*, Bd.13, Nr.4: 65-84.
- Fisher, S.** (1999). "On the Need for an International Lender of Last Resort." *Journal of Economic Perspectives*, Bd. 13, Nr.4: 85-104.
- French, K. R., J. M. Poterba** (1991). "Investor Diversification and International Equity Markets". *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 81: 222-26.
- Giersch, H., K.-H. Paqué, H. Schmieding** (1992). *The Fading Miracle. Four Decades of Market Economy in Germany*. Cambridge University Press. Cambridge.
- Golub, S. S.** (1990). "International Capital Mobility: Net versus Gross Stocks and Flows." *Journal of International Money and Finance*, 9: 424-39.
- Krugman, P.** (1999). *The Return of Depression Economics*. W. W. Norton & Company, New York.
- Levine, R., D. Renelt** (1992). "A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions." *American Economic Review*, 82:4: 942-63.



**Lewis, K. K.** (1997). „Investor Home Bias in International Finance and Business Cycles“. Unpublished manuscript, Wharton School, University of Pennsylvania.

**Lucas, R. E.** (1990). “Supply-Side Economics: An Analytical Review.” Oxford Economic Papers (April): 293-316.

**Mishkin, F. S.** (1999). “Global Financial Instability: Framework, Events, Issues. Journal of Economic Perspectives, Bd. 13: 3-20.

**Obstfeld, M.** (1994). “Risk-Taking, Global Diversification and Growth.” American Economic Review 85 (Dezember): 1310-29.

**Obstfeld, M.** (1998). “The Global Capital Market: Benefactor or Menace?”. Journal of Economic Perspectives, Bd. 12, Nr. 4: 9-30.

**Obstfeld, M., K. Rogoff** (1996). „The Mirage of Fixed Exchange Rates“. Journal of Economic Perspectives, Bd. 9, Nr. 4: 77-96.

**Rodrik, D.** (1997). Has Globalization Gone Too Far?. Washington, DC: Institute for International Economics.

**Svensson, L.** (1988). “Trade in Risky Assets.” American Economic Review 78 (Juni): 375-94.

**Tanzi, V.** (1996). “Globalization, Tax Competition and the Future of Tax Systems.” IMF Working Paper 96/141, Washington.

**Task Force Report** (1999). Safeguarding Prosperity in a Global Financial System. Report of an Independent Task Force Sponsored by the Council on Foreign Relations. Institute for International Economics. Washington DC.

**Temin, P.** (1990). Lessons from the Great Depression. MIT Press, Cambridge Mass.

**Temple, J.** (1999). “The New Growth Evidence.” Journal of Economic Literature, Bd. 37: 112-156.

**Tobin, J.** (1978). “A Proposal for International Monetary Reform.” Eastern Economic Journal 4: 153-59.

**Ventura, J.** (1997). “Growth and Interdependence.” The Quarterly Journal of Economics, (Februar): 57-84.