

CDU/CSU-Fraktion des Deutschen Bundestages – Platz der Republik 1 – 11011 Berlin

An die
Mitglieder der
Arbeitsgruppe
Globalisierung der Finanzmärkte
in der
Enquete-Kommission
Globalisierung der Weltwirtschaft

CDU/CSU-Arbeitsgruppe
„GLOBALISIERUNG“

- Vorsitzender und Sprecher -
HARTMUT SCHAUERTE MdB

- Referent -
DIPL. KFM. STEFAN NEUBAUER

Berlin, 9. November 2001

Thema 1

Marktentwicklung, Funktionsweise, Finanzkrisen

Stellungnahme der CDU/CSU-Bundestagsfraktion

CDU/CSU-Bundestagsfraktion in der Enquete-Kommission
„Globalisierung der Weltwirtschaft“

Marktentwicklung, Funktionsweise, Finanzkrisen

1. Welthandel und freie Finanzmärkte

Die Wirtschaftsgeschichte des 20. Jahrhunderts hat nachhaltig bewiesen, dass freie und offene Märkte im Gegensatz zu regulierten, geschlossenen Volkswirtschaften zu einem hohen Wohlstandsniveau für breite Bevölkerungsschichten führen. Offene Grenzen für Waren, Dienstleistungen und Kapital fördern diesen Prozess nachhaltig. Die bittere Erfahrung der dreißiger Jahre mit umfassenden Handelsbeschränkungen und Devisenmarktkontrollen ist ein anschauliches Beispiel für die enormen Wohlfahrtsverluste, die massive Beschränkungen grenzüberschreitender Wirtschaftsaktivitäten mit sich bringen. Der wirtschaftliche Aufschwung in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahrhunderts dokumentiert ebenso eindeutig die wohlfahrtssteigernden Wirkungen freier Märkte.

Finanzgeschäfte sind das Spiegelbild der Realwirtschaft. Sie sind nicht nur der "dienende" Teil der Realwirtschaft. Vielmehr bedingen beide Seiten einander. Das gilt für Transaktionen im Inland wie im Ausland. Ohne offene Grenzen für den Kapitalverkehr ist ein freier Handel nicht möglich. Ohne leistungsfähige Anbieter von Finanzdienstleistungen und ohne leistungsfähige Finanzmärkte können seine wachstumssteigernden und wohlfahrtsfördernden Wirkungen nicht zum Tragen kommen.

Die Internationalisierung der Finanzmärkte verbessert darüber hinaus weltweit den Ausgleich von Ersparnissen und von Investitionen in außerordentlichem Maße. Sie trägt damit zu einer besseren Nutzung von Kapital und zur Förderung des Wachstums bei. Sie eröffnet den Sparern eine größere Vielfalt an Anlagemöglichkeiten und den investierenden Unternehmen eine größere Vielfalt an Finanzierungsmöglichkeiten. Sie verbessert überdies die Verteilung von Risiken auf die Schultern derjenigen, die sie tragen können und wollen.

Nur mit Hilfe der globalen Finanzmärkte kann der weltweite Handel finanziert und abgesichert werden, können international integrierte, global agierende Unternehmen entstehen. Unternehmen nutzen dank zunehmender Liberalisierung des Dienstleistungshandels das weltweite An-

gebot von Finanzdienstleistungen. Das kräftige Wachstum ausländischer Direktinvestitionen und internationaler Fusionen, welche die Grundlage einer weltweiten Tätigkeit sind, spiegelt nicht zuletzt die Leistungsfähigkeit der internationalen Finanzmärkte wider.

Vor diesem Hintergrund ist es eine logische Konsequenz, dass die Entwicklungsländer, die sich dem Weltmarkt geöffnet und sich vorrangig über private Quellen finanziert haben, im Durchschnitt der letzten beiden Jahrzehnte deutlich höhere Wachstumsraten aufweisen als die übrigen Entwicklungsländer und als die Industrieländer. Gemäß den Angaben des IWF (World Economic Outlook, Oktober 2000) belief sich das durchschnittliche Wirtschaftswachstum in allen Entwicklungsländern zwischen 1982 und 1991 auf 4,3 % und zwischen 1992 und 2001 auf 5,5 %. (in diesen Zahlen sind die IWF-Prognosen für 2000 und 2001 enthalten). Die Entwicklungsländer, die eine Nettoschuldnerposition gegenüber privaten Finanziers haben, wuchsen in den beiden Zeiträumen merklich schneller, nämlich um 4,9 % bzw. 6,0 % pro Jahr, und dies trotz der Finanzkrisen der achtziger und neunziger Jahre. Auch die Beschäftigung hat dort vergleichsweise kräftig zugenommen, in den asiatischen Tigerländern beispielsweise in den letzten 20 Jahren um jährlich mehr als 2 %.

Diese Entwicklungen machen die wohlfahrtssteigernden Wirkungen freier Finanzmärkte deutlich. Allerdings darf nicht übersehen werden, dass ein freier grenzüberschreitender Kapitalverkehr mit beträchtlichen Risiken und unerfreulichen Entwicklungen verbunden ist. Dazu gehören insbesondere die heftigen Ausschläge von Preisen an den Finanzmärkten (Zinsen, Wechselkurse, Aktienkurse), die stark schwankenden Kapitalzuflüsse zu den Ländern der Dritten Welt sowie Finanz- und Währungskrisen. Das theoretische Modell effizienter Kapitalmärkte mit vollkommener Information der Beteiligten und Preisen, die die künftigen Entwicklungen voll verarbeitet haben, kann es in der Realität nicht geben. Die Kapitalmärkte arbeiten nicht perfekt.

Wegen ihrer Bedeutung für Wachstum, Beschäftigung und Wohlstand ist die Stabilität der internationalen Finanzbeziehungen ein wichtiges öffentliches Gut. Von daher ist die Politik aufgerufen, alles Erforderliche zu tun, um diese Stabilität sicherzustellen. Im Interesse der Menschen müssen finanzielle Rahmenbedingungen geschaffen werden, die ein dauerhaftes Wachstum der Weltwirtschaft unterstützen.

Funktionsstörungen der Finanzmärkte rechtfertigen von daher ein staatliches Eingreifen. In einer demokratischen und marktwirtschaftlichen Ordnung setzt dies allerdings zweierlei voraus: Zum einen muss eine bestimmte Marktentwicklung der Finanzmärkte objektiv und eindeutig als Marktversagen identifiziert werden. Zum zweiten darf staatliches Eingreifen zur Korrektur unerwünschter Entwicklungen seinerseits keine Verzerrungen hervorrufen, deren Effekte per Saldo schädlicher sind als das was ursprünglich als Marktversagen interpretiert wurde.

Wegen der erheblichen Konsequenzen von Fehlentscheidungen auf diesem Felde eignet sich dieses Thema nicht als Spielwiese für weltanschauliche Auseinandersetzungen. Politische Maßnahmen zur Stärkung eines stabilen Finanzsystems müssen nüchtern und pragmatisch auf ihre Vor- und Nachteile hin abgeklopft werden.

2. Die Entwicklung der Finanzmärkte

Der Umfang der internationalen Finanzbeziehungen hat sich in den letzten Jahrzehnten enorm ausgeweitet. Der Umfang des grenzüberschreitenden Waren- und Dienstleistungsverkehrs ist weit hinter dem Volumen internationaler Forderungen und Verbindlichkeiten aus Finanzgeschäften zurückgeblieben. Ein Teil dieser Entwicklungen lässt sich mit technischen und organisatorischen Faktoren erklären, wie zum Beispiel die Ausweitung der Geschäfte zwischen Banken, die schon alleine dadurch zustande kommen, weil nicht jedes Institut mit jedem anderen in der Welt Kontobeziehungen unterhält.

Zu bedenken ist ferner, dass die Ausweitung des Finanzsektors zu einem beträchtlichen Teil auf Entwicklungen zurückzuführen ist, die nicht auf das Verhalten der Finanzmarktteilnehmer zurückzuführen ist. Dazu gehört eine in den meisten Ländern verfolgte expansive Geldpolitik in den sechziger, siebziger und achtziger Jahren des vorigen Jahrhunderts, kombiniert mit einer exzessiven Ausweitung der Staatsverschuldung. Diese Politik hat nicht nur zu einer starken Inflationierung, sondern auch zu einer erheblichen Ausweitung der Geldvermögen geführt, die nur zu einem geringen Teil mit einem wachsenden Sachvermögen verbunden war. Problematisch hieran ist nicht nur der Tatbestand, dass ein Großteil der Staatsverschuldung nicht dem Aufbau von Sachkapital dient, sondern auch die Tatsache, dass Staatsanleihen wiederum als

Sicherheiten für neue Kredite dienen, sie also die Basis für Kreditpyramiden darstellen. Bis heute gibt es nur wenige Staaten, die den Umfang ihrer Verschuldung effektiv senken.

In die gleiche Richtung wie die Staatsverschuldung haben die Ölpreiskrisen von 1973/74 und 1979/80 gewirkt. Die Fähigkeit der Finanzmärkte, die Ölmilliarden zu absorbieren und zu "recyceln" wurde damals als positiv gewürdigt; denn hierdurch wurde eine noch tiefere ölpreisbedingte Wirtschaftskrise in den Industrie- und den Entwicklungsländern verhindert. Sie wurde aber erkaufte, mit einer weiteren Aufblähung reiner Finanzanlagen und einer weiter wachsenden Verschuldung dieser Länder.

Das starke Auseinanderwachsen von Realwirtschaft und Finanzmärkten ist zu einem beträchtlichen Teil auf falsche finanzpolitische Weichenstellungen zurückzuführen. Vor diesem Hintergrund führt eine reine Volumenbetrachtung als Argument für die Einschränkung von internationalen Kapitalbewegungen nicht weiter.

Unabhängig davon lässt sich kein "angemessenes" Volumen von internationalen Finanzgeschäften definieren. Zum einen lassen sich Bilanzpositionen, wie Bankforderungen und -verbindlichkeiten, nicht bestimmten Umsatzvolumina zuordnen. Zum zweiten lässt sich nicht definieren, ob und ab wann reine Finanzaktiva gesamtwirtschaftlich schädlich werden können. So finden starke Preisausschläge vor allem in relativ engen Märkten statt. Größe alleine ist kein Kriterium für die Wahrscheinlichkeit unerwünschter Entwicklungen. Schließlich und vor allem würde ein solcher Versuch darauf hinauslaufen, grenzüberschreitende Finanzgeschäfte auf bestimmte Transaktionen zu begrenzen. Der Wohlfahrtseffekt globaler Finanzmärkte besteht jedoch gerade darin, dass sie Investoren in Sachkapital umfassendere Möglichkeiten der Geldbeschaffung und Sparern umfassendere Anlagealternativen eröffnen als es ein nationaler Finanzmarkt könnte.

3. Spekulation und Hedgefonds

Die Finanzkrisen, die kräftige Ausweitung des Marktes für Derivate, die Hedgefonds und die heftigen Kursausschläge werden von vielen Beobachtern auf das Wirken von Spekulanten zurückgeführt. Die Tatsache, dass an den Finanzmärkten Spekulation stattfindet, ist unbestritten. Spekulation ist aber keine typische Erscheinung von Finanzmärkten. Sie ist die logische Konsequenz der Unsicherheit über künftige Entwicklungen. Jedes wirtschaftliche Handeln enthält spekulative Elemente. Das gilt für die Entwicklung neuer Automodelle wie für den Erwerb eines Eigenheimes oder die Gründung eines Unternehmens. Eine Geldanlage bei einer Bank oder der Kauf einer Bundesanleihe wird stets im Hinblick auf bestimmte Inflations- und Zinserwartungen getätigt, ist also auch spekulativ. Daran ist für sich nichts Negatives.

Hinzu kommt, dass Spekulation nicht eindeutig als destabilisierend betrachtet werden kann. Im Gegenteil: in normalen Zeiten erhöht sie die Liquidität von Märkten, weil sie Angebot und Nachfrage nach Finanztiteln erhöht. Sie sorgt also dafür, dass Aufträge an den Finanzmärkten rasch und reibungslos abgewickelt werden können und dass einzelne Aufträge nicht selbst die Preise massiv beeinflussen. Das gilt für die "normalen" Geschäfte wie für die Sicherungsgeschäfte über Terminmärkte und Derivate. Dadurch dass Spekulanten risikoreiche Positionen eingehen, ermöglichen sie eine reibungslose Abwicklung von Kurssicherungsgeschäften. Spekulation begrenzt normalerweise auch Preisschwankungen, weil die Wahrscheinlichkeit der Umkehr einer Preisentwicklung wächst, je stärker die Preise zuvor sich in eine Richtung bewegt haben. Um so eher sind spekulative Anleger bereit, "gegen den Markt" zu operieren. Insofern hat die Spekulation auch stabilisierende Wirkungen.

In Krisenzeiten kann sie dagegen ebenso eindeutig erhebliche negative Wirkungen haben, indem sie die Flucht aus einem Land oder aus bestimmten Anlageformen initiieren, beschleunigen oder zu einem Massenphänomen machen kann. Diese Effekte werden dadurch verstärkt, dass viele Teilnehmer an den Finanzmärkten ihr Verhalten an dem anderer orientieren (Herdenverhalten). Das ist aus ihrer Sicht vernünftig, denn der Anlageerfolg von Investitionsentscheidungen wird nicht nur dadurch bestimmt, daß die Analyse der fundamentalen Faktoren stimmt, sondern dadurch, daß auch andere Investoren ähnliche Entscheidungen treffen. Hinzu kommt, dass die verfügbaren Informationen ungleich verteilt sind.

Eng verbunden mit dem Herdentrieb sind die Ansteckungseffekte. Turbulenzen können von einem Land auf andere Länder überspringen, wenn nach dem Ausbruch einer Krise die Akteure an den Finanzmärkten andere Schuldner als ähnlich risikobehaftet betrachten wie das Land, das in die Krise geraten ist.

Eine besondere Rolle wird hierbei häufig den Hedgefonds zugewiesen. Hierbei handelt es sich in der Regel ohne Zweifel um spekulativ ausgerichtete Konstruktionen. Allerdings bestehen vielfach auch übertriebene Vorstellungen von ihrer Größe und ihrer Bedeutung. Nach einer Untersuchung der OECD ¹ gab es 1997 ca. 5.500 Hedgefonds mit einem verwalteten Vermögen von knapp 300 Mrd. Dollar. Zur gleichen Zeit wurde von institutionellen Investoren (Investmentfonds, Pensionsfonds, Versicherungen) ein Vermögen von rund 20.000 Mrd. Dollar verwaltet.

Dieser Vergleich wird dadurch relativiert, dass Hedgefonds in erheblichem Umfang auf Kredite zurückgreifen können (Hebelwirkung oder Leverage-Effekt). Die gleiche Untersuchung zeigt jedoch auf, dass 30 % der Hedgefonds keinen Hebel nutzen und mehr als die Hälfte der Hedgefonds ihre Aktivitäten nur in geringem Umfang über Kredite finanzieren. Lediglich 15 % haben mehr als das Doppelte des verfügbaren Kapitals an Fremdmitteln. Zum Vergleich: Die Banken in Deutschland hatten Ende 1999 eine Eigenkapitalquote von 4,1 %. Das entspricht rein rechnerisch einem Hebel von fast 25 %.

Der Fall LTCM zeigt allerdings, dass einzelne Hedgefonds eine extreme Verschuldung aufbauen können und dann natürlich auch ein erhebliches Gewicht an den Märkten haben, auf denen sie engagiert sind. Hieraus folgt, dass man Hedgefonds zwar nicht generell als gefährlich einstufen kann, aber auch nicht ausgeschlossen werden kann, dass das Verhalten einzelner zu erheblichen Problemen führen kann.

Generell ist Spekulation vor allem dann gefährlich, wenn sie Krisen auslöst. Allerdings gibt es keine Anhaltspunkte dafür, dass die Finanzmarktkrisen der achtziger und neunziger Jahre alleine oder hauptsächlich durch Spekulation verursacht wurden. In allen Fällen kam es vor Ausbruch der Krisen zu gesamtwirtschaftlichen Verwerfungen, wie hohe und wachsende Leistungsbilanzdefizite, über-

¹ OECD: Hedge Funds, Highly Leveraged Investment Strategies and Financial Markets, in: Financial Market Trends Nr. 73, Juni 1999

höhtes Geldmengenwachstum, rasant steigende Staatsverschuldung oder eine wachsende kurzfristige Auslandsverschuldung, zumeist in fremden Währungen. Die Deutsche Bundesbank kommt im Rahmen einer Untersuchung in diesem Zusammenhang zu dem Schluss dass "Währungskrisen ... in der Vergangenheit kein reines Zufallsprodukt sprunghafter Spekulanten [waren]. Die Krisen manifestierten sich vielmehr in der Mehrzahl der Fälle bereits systematisch im Vorfeld in Form einer im Vergleich zu "normalen" Zeiten außergewöhnlichen Entwicklung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds."²

4. Ursachen von Finanzkrisen

Die vielfältigen Untersuchungen über die Finanzkrisen der beiden letzten Dekaden haben ein ganzes Bündel an Ursachen identifiziert, die je nach Einzelfall natürlich ein unterschiedliches Gewicht haben. Hierzu gehören:

- eine verfehlte Wirtschaftspolitik in den Krisenländern,
- das Festhalten an überbewerteten festen Wechselkursen,
- strukturelle Defizite bei den Institutionen des örtlichen Finanzmarktes einschließlich der Aufsicht,
- falsche Anreize für Finanzmärkte, mit der Folge außerordentlich hoher Zuflüsse von Auslandskapital,
- die Unfähigkeit mancher Entwicklungsländer, diese Kapitalzuflüsse in produktive Verwendungen zu leiten,
- eine unzureichende Rechnungslegung in den Schuldnerländern,
- mangelnde Transparenz über den wahren Zustand der betroffenen Volkswirtschaften, speziell über Höhe und Struktur der Auslandsverschuldung und die Höhe der Devisenreserven,
- enge Verflechtungen zwischen der politischen Klasse, großen Unternehmen und Finanzinstituten in den Schuldnerländern ("crony capitalism"),
- als Folge hiervon: eine falsche Risikoeinschätzung seitens der Kapitalgeber
- Korruption,

² Deutsche Bundesbank: Zur Bedeutung von Fundamentalfaktoren für die Entstehung von Währungskrisen in Entwicklungs- und Schwellenländern, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, April 1999, S. 26 f.

- die Erwartung auf Seiten der Kapitalgeber eines bail-out durch nationale Steuerzahler und internationale Organisationen ("moral hazard"),
- ein unvorsichtiges Verhalten der Kapitalgeber,
- grundsätzliche Funktionsprobleme der Finanzmärkte (spekulative Übertreibungen im Vorfeld, massive Kapitalflucht bei Ausbruch der Krisen, Herdenverhalten, Ansteckung).

Diese Liste ist sicherlich noch nicht vollständig. Entscheidend hierbei ist aber, dass bei den Krisen der letzten Jahrzehnte in jedem Einzelfall eine Vielzahl von Entwicklungen zusammenspielten, die dann zu Turbulenzen führten. In jedem Einzelfall waren falsche Entscheidungen auf verschiedenen Ebenen verschiedener Sektoren getroffen worden. Eine Vorsorge gegen künftige Finanzkrisen muss folglich alle genannten Problemfälle angehen.

Die Finanzkrisen haben also eine Vielfalt von Ursachen. Ein erheblicher Teil hiervon besteht in einer nicht konsistenten nationalen Politik. Kein Land ist gezwungen, seine Märkte zu öffnen. Wenn es dies tut, ist es seine autonome Entscheidung. Allerdings gehört es dann zu einer am Wohl der heimischen Bevölkerung orientierten Politik, die mit dieser Entscheidung verbundenen Konsequenzen auch im konkreten Verhalten zu beachten. Wer den Wechselkurs seiner Währung an eine andere Währung koppelt, muss logischerweise der Geldpolitik des betreffenden Landes folgen. Wer seinen Finanzmarkt für ausländisches Kapital weit öffnet, muss sich den Verhaltensmustern an den internationalen Finanzmärkten anpassen, und sicherstellen, dass das heimische Finanzwesen und die heimische Wirtschaft auch mit umfangreichen Kapitalzuflüssen ohne fundamentale Probleme fertig werden kann.

Natürlich haben die Finanzmärkte grundlegende Schwächen. Es wäre aber völlig verfehlt, die Schuld für Finanzkrisen bei der Freiheit der Finanzmärkte zu suchen. Dies gilt um so mehr, als freie Finanzmärkte nachweislich erhebliche Vorteile haben. Fundamentalistische Alles-oder-Nichts-Lösungsansätze sind von daher unvernünftig und schädlich.

Außerdem stehen wir erst am Anfang einer Entwicklung hin zu einem globalen Finanzmarkt. Internationalisierung von Kapitalbewegungen ist nur ein Schritt hin zu einem globalen Markt. Die Finanzmärkte sind noch längst nicht global im eigentlichen Sinne des Wortes, denn nur wenige Finanzmärkte sind völlig offen gegenüber dem Ausland (das gilt allenfalls für die Industrielän-

der, und auch hier nicht in jeder Hinsicht, wenn man die zum Teil restriktiven Vorschriften der USA für die Etablierung ausländischer Banken betrachtet). Außerdem müssten in einem globalen Markt an jedem Ort die Preise für gleiche Produkte auch gleich sein. Das ist aber nicht der Fall³. Die Krisen sind vor diesem Hintergrund auch ein Teil eines Lernprozesses auf dem Weg zu einem besser funktionierenden internationalen Finanzmarkt. Das bedeutet nicht, sie fatalistisch hinzunehmen, wohl aber aus ihnen zu lernen, wie man solche Turbulenzen in Zukunft vermeiden kann.

5. Beschränkung des internationalen Kapitalverkehrs als Mittel zur Vorbeugung gegen Krisen?

Schon von daher macht es keinen Sinn, die Lösung vor allem darin zu suchen, den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr zu begrenzen oder zu erschweren. Vorschläge, wie beispielsweise die Tobin-Steuer, sind zudem unrealistisch und schädlich zugleich. Sie sind unrealistisch, weil sie davon ausgehen, dass es möglich ist, spekulative von "positiven" Kapitalbewegungen zu unterscheiden. Dabei wird vielfach der Einfachheit angenommen, dass alle Devisenumsätze, denen keine Warengeschäfte unmittelbar gegenüber stehen, und die meisten derivativen Transaktionen spekulativer Natur sind. Das geht an der Wirklichkeit völlig vorbei. Die überwiegende Zahl von Termintransaktionen, Optionen, Swaps und ähnlichen Geschäften dienen der realwirtschaftlichen Absicherung gegen Risiken und der Verteilung von Risiken auf die Schultern derjenigen, die sie tragen können und wollen. Außerdem ist Spekulation nicht von vornherein negativ.

Eine Tobin-Steuer wäre schädlich, weil sie in beachtlichem Umfang Transaktionen trafe, die für die effiziente Abwicklung von Auslandsgeschäften erforderlich sind. Das führte – wenn die Steuer mit Blick auf die "spekulativen" Transaktionen wirkungsvoll sein sollte – zu einer erheblichen Belastung des grenzüberschreitenden Verkehrs mit Waren und Dienstleistungen. Das gilt vor allem dann, wenn das Aufkommen aus dieser Steuer für Transfers in die Entwicklungsländer genutzt werden sollte. Das Ergebnis wären beträchtliche Arbeitsplatzverluste und Realein-

³ siehe hierzu: Issing, O.: The Globalisation of Financial Markets, Vortrag Ottobeuren, 12. September 2000, S. 4 ff.

kommenseinbußen bei den Arbeitnehmern in den Industrieländern. Das wiederum würde auch die Entwicklungschancen der Dritten Welt mindern.

Unabhängig von diesen grundsätzlichen Überlegungen ließe sich eine solche Steuer nur dann durchsetzen, wenn sie in allen Ländern mit einheitlichen Sätzen und einheitlicher Durchführung eingeführt und ihre Durchführung weltweit kontrolliert werden könnte. Das ist völlig unrealistisch.

Generelle Beschränkungen des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs sind auf jeden Fall der falsche Weg. Sie führen zu umfassenden Wohlfahrtseinbußen in Form von direkten Arbeitsplatz- und Einkommensverlusten und in Form nicht genutzter Wachstumschancen.

Das schließt nicht aus, dass es für Entwicklungsländer, deren heimisches Finanzsystem noch fundamentale Schwächen aufweist, durchaus vernünftig sein kann, Finanzbewegungen über seine Grenzen hinweg einzugrenzen. Eine der wichtigsten Erfahrungen aus den Finanzkrisen ist nämlich, dass der Erfolg der Liberalisierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs entscheidend davon abhängt, dass das heimische Finanzsystem materiell und institutionell solide ist und einer funktionierenden Aufsicht unterliegt. Die Entscheidung darüber muss jedoch jedes einzelne Land für sich treffen. Der IWF und die Industrieländer sollten beim Aufbau eines funktionsfähigen heimischen Bankwesens Hilfestellung leisten.

Aber auch dann sollte man sich über die mit Kapitalverkehrsbeschränkungen verbundenen Probleme im klaren sein. Beschränkungen von Kapitalexporten gefährden den künftigen Zugang zu internationalen Finanzquellen, denn ausländische Kapitalgeber werden sehr zurückhaltend sein, Geld in diesem Land zu investieren. Will ein Land an der internationalen Arbeitsteilung teilhaben, ist es aber auf Kapitalzufuhren, und zwar in allen Fristigkeiten angewiesen. Deshalb sind allenfalls Regulierungen von Kapitalimporten sinnvoll, und zwar derjenigen, die starken Schwankungen unterliegen.

Die praktische Umsetzung ist schwierig. Denn auch kurzfristige Kapitalzufuhren sind zur Absicherung der Liquidität des betreffenden Landes in fremder Währung notwendig. Die Abgrenzung zwischen den verschiedenen Formen der Kapitaleinfuhr ist außerdem kaum möglich. Erfahrungsgemäß

mäß werden aus diesem Grund die Beschränkungen des Kapitalimports weit gefasst. Das hat aber zur Folge, dass an sich erwünschte Kapitalimporte behindert werden und unterbleiben.

Ferner müssen Umgehungen der Beschränkungen unmöglich gemacht werden. Das erfordert jedoch einen erheblichen bürokratischen Aufwand. Auch das ist auf Dauer keine Gewähr für absolute Kontrolle. Erfahrungsgemäß eröffnen sich mit der Zeit stets Umgehungsmöglichkeiten.

Entscheidend aber ist: Beschränkungen des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs sind kein Ersatz für eine gute nationale Wirtschafts- und Finanzpolitik, sondern bestenfalls eine Ergänzung für eine gewisse Übergangszeit. Eine Beschränkung des Kapitalverkehrs macht inkonsistente Politik zwar leichter. Sie kann; wie die Erfahrung der sozialistischen Staaten gezeigt hat, aber keinen dauerhaften Bestand haben. Sie muss in Form künftiger, ökonomisch und politisch schädlicher Wachstumsverluste bezahlt werden. Offene Kapitalmärkte bringen allerdings die mit inkonsistenten Politiken verbundenen Wohlfahrtsverluste früher an das Tageslicht, als dies in einer geschlossenen Volkswirtschaft der Fall wäre. Nationale politische Fehler werden international bestraft.

6. Begrenzung von Wechselkursschwankungen durch globale oder regionale Fixkurssysteme?

Zu den großen Problemfällen gehören die starken Wechselkursschwankungen zwischen den Währungen nach dem Zerfall des Bretton-Woods-Systems. Dabei sind die kurzfristigen Ausschläge, auch wenn sie heftig ausfallen, nicht so problematisch. Hierfür haben die Finanzmärkte eine Vielzahl von Kurssicherungsmaßnahmen entwickelt. Gravierender sind die negativen Wirkungen langfristig starker Abweichungen der Wechselkurse von einem Niveau, das man mit Blick auf die realwirtschaftlichen Bedingungen in den betroffenen Ländern als fundamental gerechtfertigt ansehen kann (misalignments). Sie sind deshalb so problematisch, weil sie zu Wettbewerbsverzerrungen und massiven Fehlentscheidungen bei Unternehmensinvestitionen führen können. Die meisten westeuropäischen Länder haben nicht zuletzt deshalb den Weg in die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion beschritten.

Vor diesem Hintergrund ist es gerechtfertigt, sich Gedanken darüber zu machen, ob das heute vorherrschende System flexibler Wechselkurse nicht zu viele negative Nebenwirkungen hat. Im Vordergrund muss dabei das Verhältnis zwischen den großen Währungen stehen; denn sie üben einen bestimmenden Einfluss auf die internationalen Finanzbewegungen aus.

Das in diesem Zusammenhang häufig vorgeschlagene Zielzonenkonzept ist allerdings weder sinnvoll noch realisierbar. Das gilt auch dann, wenn ein System mit hohem Flexibilisierungsgrad, wie dies beispielsweise bei Zielzonen mit breiter Schwankungsmarge der Fall ist, angestrebt wird. Die Teilnahme an einem Wechselkursverbund ist mit Ausnahme des Ankerwährungslandes stets mit der Aufgabe der geldpolitischen Autonomie verbunden. Das läßt sich nur rechtfertigen, wenn stabile Wechselkurse eine überragende Bedeutung für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den Teilnehmerländern haben, beispielsweise dann, wenn ein intensiver Waren- und Dienstleistungsverkehr zwischen den Beteiligten stattfindet und die grenzüberschreitenden Geschäfte einen hohen Beitrag zum Bruttoinlandsprodukt leisten. Der Güteraustausch zwischen der Euro-Zone, den USA und Japan ist jedoch für keinen der Wirtschaftsräume so gewichtig, dass eine Stabilisierung der Wechselkurse eine derartig hohe wirtschaftspolitische Bedeutung hat, die es rechtfertigte, sich geldpolitisch an einen der beiden anderen Regionen anzulehnen.

Die Vorstellung, man könne sich an einem "neutralen" Fixpunkt, wie früher zu Zeiten der Goldwährung, orientieren, ist so lange unrealistisch, so lange es kein solches Instrument gibt. Eine Korbkonstruktion ist für diese Zwecke ungeeignet. Diese Rolle sollte der ECU zu Zeiten des Europäischen Währungssystems (EWS) spielen. De facto war jedoch die D-Mark die Leitwährung. In einem Zielzonenkonzept für die drei großen Währungsräume wäre dies ohne Zweifel der Dollar. Damit würde die Weltwirtschaft noch stärker von der Entwicklung der amerikanischen Volkswirtschaft und der Geldpolitik der amerikanischen Notenbank bestimmt. Europa und Japan verlören ihr eigenes Politikpotential.

Das Beispiel EWS hat ferner deutlich gemacht, dass fixierte Wechselkurse nur bei einer konvergenten Wirtschaftsentwicklung und einer gleichgerichteten Wirtschaftspolitik halten können. Davon kann man auch in Zukunft nicht ausgehen. Die Währungskrisen der letzten Jahre haben gerade gezeigt, dass Wechselkurse, wenn sie fundamental nicht mehr gerechtfertigt sind oder von den Märkten nicht mehr als solche angesehen werden, nicht gehalten werden können.

Außerdem war das EWS von Anfang an als Übergangslösung für eine Europäische Wirtschafts- und Währungsunion konstruiert worden. Das Fernziel "Währungsunion" war ein wesentlicher Faktor für den Bestand des Wechselkursverbundes. Für eine transatlantische oder transpazifische Währungsunion fehlen heute aber alle Voraussetzungen.

Ferner ist es nicht möglich, die "richtigen" Leitkurse zwischen den drei Währungen festzulegen. Schon für bilaterale Kurse gibt es keine eindeutigen kursbestimmenden Größen. Für größere Gruppen potenziert sich das Problem. Wenn aber hierbei Zweifel bestehen, werden auch bei Zielzonen, die Interventionsgrenzen nicht gehalten werden können. Das grundlegende Problem liegt darin, dass Festkurssysteme nur dann dauerhaft Bestand haben, wenn es keinen Grund gibt, daran zu zweifeln, dass der gewählte Leitkurs unverändert bleibt. Sobald Kurse veränderbar sind, sind Zielzonen nicht nur als Bollwerk gegen Wechselkursänderungen schwach. Vielmehr bieten sie zusätzliche Anreize für spekulatives Verhalten. Sie erhöhen die Schwankungshäufigkeit von Wechselkursen und das Risiko von Finanzkrisen.

Deshalb ist es besser, im Verhältnis zwischen den großen Währungen mit den Nachteilen flexibler Wechselkurse zu leben und, wenn es sich als notwendig erweisen sollte und Erfolg verspricht, bei exzessiven Kursbewegungen gemeinsam am Devisenmarkt zu intervenieren oder durch abgesprochene Aktionen der Regierungen einzugreifen.

Auch wenn eine formelle Wechselkursbindung zwischen Dollar, Euro und Yen wenig sinnvoll ist, kann es für jedes einzelne Entwicklungsland durchaus Gründe für eine Wechselkursfixierung geben. So kann beispielsweise für ein Land mit hohem Außenhandelsanteil am Inlandsprodukt und besonders engen wirtschaftlichen Beziehungen zu einem anderen eine einseitige Anbindung des Außenwerts der seiner Währung an die des Haupthandelspartners vernünftig sein.

Die Bindung des Außenwerts der eigenen Währung an eine andere kann auch ein Mittel sein, um eine überbordende Inflation zu bändigen. Über die Kursbindung wird der Anstieg der Importpreise gebremst. Sie kann in der innenpolitischen Auseinandersetzung auch als Argument für stabilisierende, aber unpopuläre politische Maßnahmen, insbesondere zur Absenkung des öffentlichen Defizits, dienen. Auch die Steigerung der Attraktivität eines Landes für ausländisches Kapital kann für Entwicklungsländer ein Grund sein, um sich für ein Festkurssystem zu entscheiden.

Dabei muss man allerdings stets bedenken, dass mit der Fixierung des Wechselkurses der heimischen Währung stets gravierende Probleme verbunden sind. Bei einer unterschiedlichen wirtschaftlichen Entwicklung zwischen dem Land, dessen Währung fixiert wird, und dem Ankerwährungsgebiet müssen die Wechselkurse rechtzeitig und im richtigen Ausmaß angepasst werden. Gerade die Erfahrung der Asienkrise, aber auch die EWS-Krisen der Jahre 1992/93 zeigen, dass sich die Regierungen aber schwer tun, rechtzeitig Kurse zu ändern.

Mit einer Wechselkursbindung, die das Ziel hat, die internen Verhältnisse zu stabilisieren oder ausländisches Kapital anzulocken, wird die hiermit erzielte Stabilität nur geborgt. Ein fester Wechselkurs alleine garantiert noch kein Marktvertrauen. Die Paritäten müssen die Märkte überzeugen und die Teilnehmer an den Finanzmärkten müssen davon überzeugt sein, dass die Notenbank in der Lage und bereit ist, den Wechselkurs in schwierigen Phasen zu verteidigen. Außerdem muss die Regierung eine Politik verfolgen, die deutlich erkennen lässt, dass die Stabilität des Außenwerts ihrer Währung für sie ein Ziel von hohem Rang ist. Das war beispielsweise 1992 im Zuge der EWS-Krise nicht der Fall, als der Markt – zutreffend – an der Bereitschaft der britischen Regierung zweifelte, zur Verteidigung des Pfundkurses der Bundesbankpolitik zu folgen.

Die Finanzkrisen in Asien und Lateinamerika sind ausschließlich bei Ländern mit festen, aber anpassungsfähigen Wechselkursen aufgetreten. Dagegen wurden Staaten mit flexiblen Kursen, wie beispielsweise Mexiko, oder mit Currency-Board-Systemen, wie Argentinien und Hongkong, von Währungskrisen im Sinne einer massiven Abwertung verschont. Hieraus sollte man keine voreiligen Schlüsse ziehen.

Das gilt vor allem für Currency-Board-Systeme. Denn inzwischen ist auch Argentinien in Schwierigkeiten geraten, die wesentlich durch die absolute Fixierung zwischen Peso und US-Dollar hervorgerufen werden. Die Tatsache, dass dort intensiv über die "Dollarisierung", also letztlich die Aufgabe der eigenen Währung diskutiert wird, macht zum einen deutlich, dass ein fester Wechselkurs Probleme alleine nicht lösen kann. Zum anderen zeigt sich, dass es in schwierigen Zeiten fast unmöglich ist, sich aus einem solchen System zu lösen, ohne dadurch erst recht eine massive Krise auszulösen, auch wenn eine Abwertung der heimischen Währung realwirtschaftlich geboten ist.

Regionale Wechselkursverbände, wie das EWS, sind allenfalls in solchen Fällen vernünftig, bei denen das Kurssystem in eine weitgehende wirtschaftliche Integration zwischen Ländern mit einem

regen Waren- und Dienstleistungsverkehr eingebettet ist. Die bestehenden regionalen Wirtschaftskooperationen, wie beispielsweise APEC oder Mercosur, sind hiervon noch ein sehr weites Stück entfernt. Außerdem zeigt das Beispiel des EWS, dass multilaterale Wechselkurssysteme zwischen gleichberechtigten Partnern nur dann längerfristig stabile Kurse gewährleisten können, wenn sie in eine stärkere Form der Integration, beispielsweise eine Währungsunion, einmünden. Diese Perspektive muss dabei aber auch eine gewisse Realisierungschance haben.

Diese Überlegungen machen deutlich, dass es mit Blick auf die Währungsordnung keine einfache, für alle Staaten gleichermaßen vernünftige Lösung gibt. Für die Wechselkurspolitik gilt das gleiche wie für den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr: Jedes Land muss für sich selbst entscheiden, was aus seiner Sicht richtig ist. Jede Entscheidung hat aber auch Konsequenzen für die nationale Geld- und Finanzpolitik. Worauf es hierbei ankommt ist nicht, dass alle Länder einem bestimmten Währungsregime folgen, sondern dass jedes Land, die Konsequenzen, die sich aus seiner Entscheidung für eine bestimmte Wechselkurspolitik ergeben, in seiner konkreten Politik auch beachtet.

7. Bestimmen die Finanzmärkte über die Politik?

Die Befürchtungen, dass die Finanzmärkte die Richtung der Politik bestimmen, sind übertrieben. Hierbei wird zum einen ein ausgeprägter Interessengegensatz zwischen den Zielen der Politik und der Finanzmarktteilnehmer unterstellt. Das ist aber falsch. Ein liberaler Finanzmarkt ist ein wichtiges Instrument zur Schaffung von Beschäftigung und Wohlstand. Das sind eminent politische Ziele. Außerdem ist die Politik grundsätzlich frei in ihren Entscheidungen. Wenn sie es für richtig hält, und in einer demokratischen Verfassung die Bürger ihr folgen, kann sie das betreffende Land theoretisch von den internationalen Finanzmärkten abkoppeln.

Im übrigen hat die Politik diese Situation zu einem großen Teil durch die übermäßige Verschuldung in den vergangenen Jahrzehnten selbst herbeigeführt. Je höher die Staatsverschuldung, desto mehr sind Staaten dem Urteil der Finanzmärkte ausgesetzt. Als Folge der hohen Verschuldung sind Regierungen und Parlamente gezwungen, heute stärker auf die Bedürfnisse

und Präferenzen der internationalen Finanzmärkte Rücksicht zu nehmen als in der Vergangenheit.

Die Finanzmärkte nehmen eine wichtige Sensorfunktion hinsichtlich der Qualität der Wirtschaftspolitik wahr. Sie reagieren besonders empfindlich, wenn sie den Eindruck haben, dass eine bestimmte Politik zu mehr Inflation führt. Die Anleger achten daher besonders auf Fehlentwicklungen in der Geldpolitik und der Fiskalpolitik, indem bei übermäßigen Haushaltsdefiziten die Refinanzierungskosten des Staates steigen. An den Devisenmärkten ziehen inkonsistente Wirtschaftspolitiken eine Abwertung der jeweiligen Währung nach sich.

Die Finanzmärkte erzwingen jedoch nicht bestimmte Politiken. Keinem Land ist es verboten, eine expansive Geldpolitik zu betreiben, wenn das von der Bevölkerung oder der jeweiligen Regierung gewollt wird. Offene Finanzmärkte legen allerdings die Konsequenzen einer solchen Politik offen. Sie führen zu einem Rechtfertigungszwang hinsichtlich der Logik eines bestimmten wirtschaftspolitischen Kurses. Unvereinbare wirtschaftspolitische Zielsetzungen lassen sich bei offenen Kapitalmärkten weit weniger leicht verbergen als in einer geschlossenen Volkswirtschaft. Das hat nichts mit einem Überstimmen der Politik durch den Markt zu tun. Denn jede verantwortungsvolle Politik stellt die Konsequenzen des eigenen Handelns in Rechnung. Der von den Finanzmärkten ausgehende Rechtfertigungszwang liegt von daher im Interesse der Bürger.