

BÜCHER

Argumente für eine Neuregulierung der globalen Finanzen

Rezension von: John Eatwell, Vance Taylor, *Global Finance at Risk. The Case for International Regulation*, The New Press, New York 2000, 258 Seiten, Paperback \$12,80, geb. \$18,50; Jan Toporowski, *The End of Finance. Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism*, Routledge, London 2000, 160 Seiten, \$85.

I. Folgen der Globalisierung

Es gibt heute niemanden mehr, der nicht durch das Geschehen auf den internationalen Finanzmärkten, direkt oder indirekt, in seinen Lebenschancen beeinflusst wird: sei es als Begünstigter oder Benachteiligter der Stabilisierungspolitik in den reichen Ländern, sei es als Opfer von Finanzkrisen in Lateinamerika, Asien und Rußland oder auch als Afrikaner, der von den reichen Ländern vergessen wird. Dennoch wird von den wenigsten dieses folgenreiche Geschehen durchschaut. Das gilt selbst für die ökonomische Fachwelt. Der Großteil der Ökonomen befriedigt sich mit esoterischen Modellen, die Experten in den Finanzinstitutionen und den Medien (die „Analysten“) kommentieren Oberflächenerscheinungen (Preise und Salden, Produkte und Techniken usw.) Eine befriedigende Erklärung der Preise/Kurse von Währungen, Krediten, Aktien, Anleihen oder der Flut von „abgeleiteten“ Wertpapieren, den Derivaten, sowie deren Zusammenhänge mit der traditionellen Währungs-, Geld- und Budgetpolitik ist bisher noch nicht vorgelegt worden. Die gängigen marktideologischen Erklärungen, die sich in der Lehrbuchliteratur wie in den Dokumenten und Analysen des Internationalen Währungsfonds (IMF), der Welthandelsorganisation (WTO), der OECD sowie der EU und deren Auftragsinstituten verbreitet werden, können kaum als befriedigend erachtet werden.

II. Kreislauftheoretische Erklärungen

Um so erfreulicher ist es, daß nunmehr zwei Bücher vorliegen, die einen wichtigen Beitrag zur Schließung dieser Erklärungslücke leisten.

John Eatwell (Präsident des Queen's College, Cambridge; Mitglied des englischen Oberhauses) und Vance Taylor (Direktor des Center for Economic Policy Analysis der New School University, New York) – im folgenden als JE&VT abgekürzt, beschreiben den sich seit Beginn der siebziger Jahre vollziehenden Prozeß der Deregulierung, zuerst der Devisenmärkte und dann der Kapitalmärkte. Sie versuchen die dort ablaufenden Transaktionen, das Muster der in Abständen auftretenden Krisen und deren Folgen für Realinvestitionen, Produktion, Wachstum und Beschäftigung zu erklären. Sie kommen zu dem Ergebnis, daß das seit Beginn der siebziger Jahre zuerst in den USA und bald auch in Europa eingetretene langsamere Wachstum ebenso wie die

höhere Arbeitslosigkeit kausal mit der Deregulierung der Finanzmärkte zusammenhängen. Das gilt auch für das medial gepriesene amerikanische Wirtschaftswunder der neunziger Jahre, dessen Leistungsdaten deutlich unter jenen bleiben, die vor der Deregulierung der Finanzmärkte erzielt wurden. Die seither eingetretene Finanzmarktkonstellation birgt darüber hinaus das Risiko eines weltweiten Finanzinfarktes mit katastrophalen Folgen für Einkommen und Beschäftigung in sich. (Schon die Asienkrise des Jahres 1997 hat mit einem Schlag 25 Millionen arbeitslos gemacht und Milliardenwerte an wirtschaftlichem Vermögen vernichtet.) Schließlich konnten die deregulierten Finanzmärkte weder den „alten“ Entwicklungsländern noch den ehemaligen Planwirtschaftsländern (den „*emerging markets*“) eine Perspektive nachhaltiger Entwicklung bieten. Aus all diesen Gründen empfehlen JE&VT die Bildung einer World Finance Authority (WFT). Für eine solche WFT begründen sie einen Aufgabenkatalog und Verfahrensmodi, die noch darzulegen sein werden.

Jan Toporowski (JT), der auf eine Berufserfahrung in einer Investmentbank verweisen kann und heute an der Southbank University in London lehrt, untersucht in seinem Buch speziell und exemplarisch die (nationalen) Kapitalmärkte in Großbritannien, den USA und Japan und entwickelt dabei seine Theorie der Kapitalmarktinflation. In dieser spielt die in diesen Ländern sich vollziehende Expansion der Pensions- und Lebensversicherungsfonds eine entscheidende Rolle. Die Kapitalmarktinflation findet solange statt, wie die Zuflüsse in die Fonds die Auszahlungen übertreffen. Sobald sich der Saldo dreht und die Auszahlungen überwiegen, entsteht die Gefahr einer Finanzkrise.

Das Wachstum der Nettozuflüsse und die Kapitalmarktinflation sind u.a. auch die Kehrseite der Zurückdrängung öffentlicher durch private Pensionsversicherungen wie auch anderer Privatisierungen einschließlich des Abbaus der öffentlichen Verschuldung. In einem weiteren Analyseschritt zeigt JT, daß der Verkauf von öffentlichem Produktivvermögen an Private, wie er in Form von Börsengängen (Initial Public Offerings, abgekürzt IPOs) im Schwange ist, die privatisierten Unternehmungen tendenziell schwächt. Denn der Verkaufserlös stärkt nicht, wie das sonst der Fall ist, die liquiden Mittel der emittierenden Unternehmung, sondern fließt in die Staatskasse. Die Verheißung einer Effizienzsteigerung durch Privatisierung wird so um eine Liquiditätsstütze gebracht, über die die privaten Emittenten und Konkurrenten am Kapitalmarkt verfügen können.

Während JE&VT auf die risikoreichen Zusammenhänge im gesamten Finanzsystem aufmerksam machen, liefert JT eine vertiefte Analyse des Kapitalmarktes mit seinen neueren Entwicklungen, den Pensionsfonds und den Finanzderivaten. Die beiden Bücher ergänzen sich auf diese Weise, obwohl die Autoren gar nicht von einander gewußt haben. Daß sich diese Korrespondenz ergeben hat, ist dennoch kein Zufall. JE&VT und JT verfolgen Forschungsprogramme, die wesentlich aus dem theoretischen Fundus von J.M.Keynes und M.Kalecki inspiriert sind.

Sie begnügen sich nicht, wie die meisten Ökonomen, mit der Untersuchung der Finanz- und Kapitalmärkte unter dem Postulat der auf Wettbewerbsmärkten obwaltenden Effizienz der Mikroentscheidungen und deren Makrofolgen. Sie nehmen nicht an, wie das allgemein üblich ist, daß mehr Wettbewerb im Finanzbereich zu mehr Effizienz und deshalb Regulierung umgekehrt zu Effizienzeinbußen führt. Sie tun dies schon deshalb nicht, weil sie deren theoretische Rechtfertigung, das Allgemeine Gleichgewichtsmodell mit seinen fiktiven Annahmen (wie vollkommener Wettbewerb, die Wirksamkeit des „Gesetzes des einen Preises“, der den Markt räumt, das Fehlen von externen Effekten usw.) nicht als der wirtschaftlichen Realität angemessen und deshalb für deren Erklärung ungeeignet erachten. Daß das wichtigste Modell, mit

dem Derivate bewertet werden, die nach deren Autoren benannte Black-Scholes-Formel, auf der Annahme der Effizienz von Kapitalmärkten beruht, muß in diesem Zusammenhang verwundern. Dennoch ist der Gebrauch und die „Verbesserung“ solcher Modelle ein wichtiges Anliegen der „*financial community*“. Diese hofft weiter auf die Verfeinerung formalwissenschaftlicher Bewertungs-, Analyse- und Prognosemodell, deren Annahmen hoffnungslos unrealistisch sind.

JE&VT und JT hingegen bevorzugen die Analyse der jeweiligen finanz- und realwirtschaftlichen Kreisläufe im Gesamtsystem, also die Eingänge/Einnahmen und Ausgänge/Ausgaben, aus denen sich Salden und geld- und realwirtschaftliche Bestände sowie Veränderungen ergeben. Den Kern des Kreislaufmodells bildet die bekannte Identitätsgleichung

$$S = I + (G-T) + (X-M)$$

Danach muß die gesamtwirtschaftliche Ersparnis S gleich der Summe der gesamten Realinvestitionen I, dem Defizit des öffentlichen Sektors (G-T) und dem Außenhandelssaldo (X-M) sein. Josef Steindl war es bekanntlich, der die Erklärungskraft dieser Kreislaufbeziehung wieder aktualisiert hat. JE&VT und JT zeigen, daß mit diesem Ansatz auch die Entwicklung und Fehlentwicklung von liberalisierten Finanzmärkten in ihrem globalem Zusammenhang fruchtbar erklärt werden können.

III. *Beauty Contest* und Kapitalmarktinflation

Was nun die Preisbildung bei Währungen und Kapitalmarktpapieren sowie bei den korrelierenden Derivaten betrifft, so werden in den beiden Untersuchungen unterschiedliche Akzente gesetzt. JE&VT erklären die Preisbildung mit Hilfe des *Beauty Contest* – Metapher von Keynes. Danach werden auf den jeweiligen Finanzmärkten Erwartungen darüber gebildet, welches Wertpapier nach allgemeiner Auffassung zu welchem Preis bevorzugt wird. Nicht die vielzitierten Fundamentaldaten (*fundamentals*) wie Produktivitätsentwicklung, Innovationsstärke oder Preisstabilität, Saldo des öffentlichen Haushaltes oder der Außenhandel sind für die Preisentwicklung ausschlaggebend, sondern die sich jeweils herausbildende Konvention über die zu erwartenden Preise. Dabei sind die sich verändernden Fundamentaldaten selbst ein Teil dieser Konvention. In diesem Sinn kommt dann auch die wirklichkeitsferne Marktideologie einschließlich der Black-Scholes-Formel zu ihrer Wirkung. Dabei spielen medienwirksame Konzernchefs (die CEOs oder, im vollen Wortlaut, *Chief Economic Officers*) ebenso eine Rolle wie die aufgeregten bis charismatischen Kommentatoren und Wunderwuzzis unter den „Analysten“.

JT, der sich durchaus auch auf die *Beauty Contest*-Metapher beruft, betont seinerseits die Rolle des Saldos der Summe der Einzahlungen in (Auszahlungen aus) den Pensions- und Lebensversicherungsfonds. Sie werden aus den steigenden Einkommen der reicheren Teils der Gesellschaft, der Zurückdrängung der öffentlichen Pensionssysteme, dem Abbau öffentlicher Defizite sowie den Erlösen aus der Privatisierung öffentlichen Eigentums, also alter Unternehmungen und Leistungen sowie neuer Rechte – wie den Senderechten für Medien und Kommunikation –, gespeist.

Die Folge davon war bisher die Kapitalmarktinflation. Sie geht ihrem Ende zu, wenn die Auszahlungen die Einzahlungen überwiegen. Eine solche Konstellation zeichnet sich ab: Aus demografischen Gründen nimmt der Altenanteil zu und die Zahl der Arbeitnehmer mit gesicherten Arbeitsverträgen aus verschiedenen Gründen ab. Das Volumen des zur Privatisierung verfügbaren öffentlichen Vermögens und öffentlicher Dienste ist ebenfalls begrenzt und neigt sich dem Ende zu. Eine Periode der Kapitalmarktdeflation scheint somit unvermeidbar zu sein. Inwieweit die Kurseinbrüche

seit Ende 2000, insbesondere bei Werten der „*New Economy*“, mit diesen Argumenten erklärt werden können, läßt sich zur Zeit nicht beurteilen, weil die erforderlichen Daten noch nicht verfügbar sind.

IV. Ponzi-Finanzierung

Erkennbar ist allerdings, warum die Spekulationsblase rund um diese *New Economy*, mit ihren zahlreichen aus Risikokapital finanzierten dot.com-Firmen geplatzt ist. Die *New Economy* finanzierte sich in einem hohen Maß mit Hilfe eines Finanzierungsmodells, das aus Gründen der Kreislauflogik stets mit einem Zusammenbruch endet. Das Modell wurde von dem amerikanischen Ökonomen Hyman Minsky entdeckt, der damit Bankenzusammenbrüche systematisch erklärt hat. Sie wird seither als Ponzi-Finanzierung bezeichnet. Der Name geht auf einen Italiener zurück, der dieses Finanzierungsmodell praktizierte. (Allerdings liefen schon lange vorher Bankenzusammenbrüche nach diesem Muster ab.) Ponzi, der in den zwanziger Jahren in Boston eine Bank besaß, versprach jedem Einleger, der bei ihm eine bestimmte Summe für eine bestimmte Zeit einlegte, die Rückzahlung des doppelten Betrages, wenn dieser zwei neue Einleger fände. Diesen bot Ponzi wiederum die Verdoppelung unter den gleichen Bedingungen an, und so ging es weiter. Es ist klar, daß das System zusammenbrechen muß, sobald eine weitere Verdoppelung nicht zustande kommt.

Das Prinzip der Ponzi-Finanzierung gibt es in zahlreichen Varianten. Es liegt unter anderem auch den Pyramidenspielen und den Kettenbriefen zugrunde. Sein Kern besteht darin, daß sich Finanztransakteure letztlich durch expandierende kreditfinanzierte Investitionen einer drohenden Schuldenfalle entziehen wollen. Auch die Anlässe der „Ponzi-Finanzierung“ können vielfältig sein. Sie reichen von dem Wunsch nach schnellem Profit und Reichtum über Betrug und Diebstahl bis zu Anlageentscheidungen, die von computergesteuerten Modellen ausgelöst werden. Sehr oft entstehen Situationen, die durch Panikreaktionen der Art „Rette sich wer kann“ geprägt sind. JE&VT zitieren als Beispiele solcher Zusammenbrüche aus jüngster Zeit die deutsche Herrstattbank, die Vatikanbank Banca Ambrosiana und die altherwürdige englische Baringbank. In Österreich kennt man die Beispiele der Zusammenbrüche der Handelsfirmen von VOEST und Stickstoffwerken. Wesentlich ist bei diesen Geschäften, daß Transaktionen auf eine unsichere Zukunft auf der Grundlage von unsicheren Transaktionen in der Gegenwart abgeschlossen werden. Auf internationaler Ebene sind, wie JE&VT zeigen, die Krisen in Chile in den siebziger Jahren, in Mexiko und Brasilien in den achtziger sowie die Asien- und Rußlandkrisen in den neunziger Jahren mit dem Prinzip der Ponzi-Finanzierung zu erklären. Auf solchen Luftgeschäften beruhte letztlich die Krise des Long Term Capital Management (LTCM) Hedge Fond in New York, die sich im Herbst 1998 zu einer globalen Finanzkrise auszuweiten drohte. Sie konnte nur durch eine nicht ganz reguläre Feuerwehreaktion unter der Leitung des Präsidenten der New Yorker Reserve Bank verhindert werden.

V. Globale Risikoprivatisierung und systemische Folgen

Die Globalisierung des Finanzrisikos ist, wie JE&VT deutlich machen, die unmittelbare Konsequenz der weltweiten Deregulierung der Devisenmärkte, die mit der Aufkündigung des Systems der fixen Wechselkurse durch die USA zu Jahresbeginn 1973 ihren Ausgang genommen hat. Im System der fixen Wechselkurse, das nach dem Zweiten Weltkrieg von den USA durchgesetzt wurde und unter dem Namen

„Bretton Woods-Abkommen“ bekannt geworden ist, konnten die exportierenden Unternehmen mit sicheren Exporterlösen rechnen. So hatte z.B. die VOEST die Sicherheit, die Erlöse aus ihren Verkäufen an ausländische Abnehmer bei der Österreichischen Nationalbank (ÖNB) zu einem Wechselkurs umtauschen zu können, der sich seit dem Kaufabschluß und der Abgabe des Verkaufsangebotes nicht verändert hatte. Das Risiko der Abwertung der fremden Währung, die zur Minderung des Schillingelerlöses geführt hätte, wurde unter dem Regime der fixen Wechselkurse von der ÖNB getragen und nach politischen Prioritäten über die Geld- und Budgetpolitik auf die Bevölkerung verteilt.

Mit der Beseitigung des Regimes fester Wechselkurse wurde dieses Risiko privatisiert. Wenn die wichtigen Handelspartner dies tun, kann sich ein Land, das auf den Handel angewiesen ist, der Liberalisierung nicht entziehen. Dies deshalb, weil die Verluste aus dem Risiko bei ständig und stark schwankenden Wechselkursen auf Dauer nicht von der Notenbank getragen werden können. Das Wechselkursrisiko mußte privatisiert werden.

Österreichs Währungspolitiker haben sich konsequenterweise Mitte der siebziger Jahre entschlossen, den Außenwert des Schillings fest an den Wert der DM zu binden. Damit wurde deklariert, was schon offensichtlich war, nämlich daß Österreich seine autonome Währungspolitik aufgibt. Risikovorsorge wurde fürderhin zu einer Aufgabe, die die Exporteure und Importeure mit den Akteuren auf den Devisenmärkten selbst vorzunehmen haben. Das Geschäft mit dem Risiko hat seither parallel zur fortschreitenden Liberalisierung einen rasanten Aufstieg genommen. Dazu hat vor allem der Handel mit den zu erwartenden zukünftigen Werten von Währungen beigetragen.

Österreichische Exporteure, die in Dollar bezahlt werden, verkauften ihre terminlich festgelegten Dollarerlöse, um nicht durch eine allfällige Dollarabwertung einen Verlust zu erleiden. Importeure, die Käufe gegen Dollar abschließen, kaufen im voraus Dollar, um z.B. die Erdölrechnung bezahlen zu können, ohne durch eine allfällige Aufwertung des Dollars einen Schaden zu erleiden. Das nennt man „*Hedging*“, also das Einhegen von Risiken durch fixe Gegentransaktionen im voraus. Das ist wirtschaftlich vernünftig, allerdings mit Kosten verbunden. Diejenigen, die das *Hedging* betreiben, verlangen dafür Geld. Das verteuert die Produktion und gelingt nicht vollständig. JE&VT weisen nach, daß es durch das höhere Risiko und die Kosten der Risikoeindämmung seit den siebziger Jahren in den Industrieländern zu relativ niedrigeren Investitionen und Wachstum sowie zu höherer Arbeitslosigkeit gekommen ist. Das ist der Preis, der für die Privatisierung des Risikos zu zahlen ist.

Doch bei dem Einhegen des konventionellen Wechselkursrisikos ist es nicht geblieben. Denn durch die ungehinderte Zirkulation der Finanzströme, die sich noch durch die moderne Kommunikationstechnologie beschleunigt hat, ist auch das systemische Risiko stark gestiegen. Ein solches Risiko liegt vor, wenn der Verlust aus dem Scheitern einer Transaktion nicht auf die unmittelbar an dieser beteiligten Akteuren (z.B. Käufer, Verkäufer und Finanzvermittler) beschränkt bleibt, sondern wie eine ansteckende Krankheiten immer weitere Kreise zieht. Eine Bank, die zusammenbricht, steckt unbeteiligte Gläubiger (Einleger) und Kreditkunden an und die wiederum ihre Geschäftspartner usw. Gibt es nun das Wechselkursrisiko, so kann der Zusammenbruch einer Währung zu Zahlungsunfähigkeit und Konkursen einzelner Unternehmen führen, aber auch Industrien und Volkswirtschaften zu Verlierern machen.

Der Kollaps des LTCM Hedge Fonds hätte mehrere internationale Großbanken mit sich gerissen. Hedgefonds, so erweist es sich, schützen heute nicht nur gegen Risiken, sie erzeugen vielmehr selbst Risiken und heben diese (als „*leverage*“ bezeich-

net) auf eine höhere Ebene. Dies ergibt sich unmittelbar aus dem Umstand, daß die Kehrseite des „*Hedging*“ die Finanzspekulation ist. Es ist möglich, auf die Entwicklung der Preise (ihr Steigen, Fallen oder Gleichbleiben) jeglicher Waren und Werte, gleichsam wie im Spiel-Kasino, zu wetten und damit, der Logik der Ponzi-Finanzierung entsprechend, als „Spieler“ hohe Profite oder Verluste zu machen. Das ist das Geschäft mit den Derivaten, das seine Karriere als klassisches Instrument zum Schutz gegen Wechselkursrisiken begonnen hat. Mit der Liberalisierung des gesamten Kapitalverkehrs ist die Risikovorsorge bei realen Transaktionen relativ zurückgegangen, und das Instrument hat sich zu einem Medium für riskante Finanzspekulationen entwickelt. Das anlagesuchende Finanzkapital hält sich dabei natürlich nicht an Fundamentaldaten oder realwirtschaftliche Indikatoren wie die Produktivität des Arbeits- oder Kapitalgütereinsatzes. Die dabei erzielbaren Gewinne veranlassen nicht zu längerfristiger Veranlagung. Es geht um die kurzfristiger Ausbeutung großer Profitchancen. Der Großinvestor George Soros machte mit seiner Spekulation gegen das englische Pfund und die italienische Lira im Herbst 1992, deren Abwertung er erwartete, binnen weniger Stunden einen Gewinn von mehr als 1 Mrd. \$. Die Verantwortlichen von Investmentfonds können auf die Nutzung einer solchen Chance gar nicht verzichten. Tun sie das, dann werden sie wegen nichtgenutzter Profitmöglichkeiten abberufen.

Soros, selbst Großaktionär, hätte freilich das Geschäft anderen überlassen können. Er aber wollte nicht nur den Gewinn, sondern als Befürworter der Europäischen Währungsunion auch die negativen Folgen der Währungszersplitterung deutlich machen. Auf der Pfundabwertung sollte dann auch ein Gutteil von dem beruhen, was an der Wirtschaftsentwicklung unter Thatcher und Major, wie etwa ein gestiegenes Wirtschaftswachstum oder eine verringerte Arbeitslosigkeit, als positiv bezeichnet werden kann. Selbst Tony Blair zehrte zu Anfang seiner Regierungszeit noch von dem niedrigen Pfundkurs.

Gegen systemische Risiken gibt es bekanntlich keine wirksame private Versicherung, weil wegen der gegenseitigen Abhängigkeit der Risiken (Ansteckung) keine Versicherungsprämien berechnet werden können und diese auch unbezahlbar wären. Das weiß man von Seuchen-, Erdbeben- und Kriegsrisiken, und neuerdings auch von potentiellen Atom-Schäden. Alle diese Risiken werden gar nicht oder nur bei strikter Limitierung der Schadenssumme versichert. Die Kosten systemischer Risiken, wie jene, die auf Fehler in der Finanzarchitektur beruhen, trägt die Allgemeinheit und nicht die Handelnden und Begünstigten des Finanzsystems.

VI. Krisenmuster, integrierte und periphere Märkte

JE&VT stellen aufgrund ihrer Analyse der Finanzkrisen, die seit der Deregulierung der Finanzmärkte eingetreten sind, fest, daß in allen Fällen ein – bei kluger Regulierung prinzipiell reduzierbares – spekulatives Element im Spiel gewesen ist. Die Krise beginnt harmlos mit einer Gewinnchance, die einen mit kurzfristigen Krediten finanzierten Kapitalzustrom in das spätere Krisenland in Gang setzt. Dieser führt zunächst über die steigende Liquidität des Finanzsystems und die Verbesserung der Zahlungsbilanz zu gesamtwirtschaftlich als positiv zu bewertendem höheren Wachstum. Der Schaden tritt dann im Abschwung ein. In der einen Variante weisen beispielsweise einheimische Anleihen mit hohem Risiko einen Zinsvorteil gegenüber ausländischen Anleihen auf, wie das bei der Peso-Krise 1995 in Mexiko der Fall war. In der anderen Variante werfen Immobilien im zukünftigen Krisenland höhere Wertsteigerungen auf als in anderen Ländern, was 1997 in Bangkok der Fall war. Lokale In-

vestoren kaufen mit kurzfristigen Dollar-Krediten Immobilien. Andere Investoren folgen dem Beispiel.

Nach einigen Monaten bis Jahren entsteht aus dem zunächst kleinen Risiko ein generelles. Das Verhältnis kurzfristige Fremdwährungsfinanzierung auf Kreditbasis gegenüber langfristiger in heimischer Währung wird prekär, insbesondere bei niedrigen Währungsreserven. Die Flucht aus der heimischen Währung und der Zusammenbruch folgen, wie das Beispiel Mexikos 1995 und jenes der asiatischen Länder 1997 gezeigt haben. Zinserhöhungen zur Abwehr der Kapitalflucht und Anlockung neuer Kapitalimporte erweisen sich als krisenverschärfend, weil sie über die Zinsbelastung zu Konkursen führen und Anleger zusätzlich abschrecken. Am Ende kann eine Finanzkrise wie 1998 in Rußland und in Brasilien stehen. In den beiden letzten Fällen kann nicht, wie es die Marktideologie tut, die Ursache der Krise einem „unfähigen Staat“ zugeschoben werden. Die Verursachung erfolgt durch das Zusammenspiel der beiden Sektoren.

Für solche Zusammenhänge trifft JT die analytisch wichtige Unterscheidung zwischen integrierten und peripheren Märkten. Die integrierten Märkte sind institutionell sowie nach Variantenvielfalt und Volumina voll entwickelt, wie das in den wichtigen OECD-Ländern und der Schweiz der Fall ist. Dies trifft auf die peripheren Märkte nicht zu. In diesen reichen schon geringe Zu- oder Abflüsse aus, um große Kursveränderungen herbeizuführen. Das verleitet Investoren mit Reputation („Pioniere“) zu Veranlagungen, die entsprechenden Kursanstiege folgen. Diese wiederum locken Imitatoren an. Die „Pioniere“ realisieren die Wertsteigerungen durch Exit. Es folgen Kapitalflucht und Währungszusammenbruch. Diese Scheinblüte und der nachfolgende Zusammenbruch waren auch in der Rußlandkrise 1998 zu beobachten.

Während bei Finanzkrisen, die integrierte Märkte bedrohen, Feuerwehractionen organisiert werden, trifft dies bei Krisen, die auf periphere Märkte beschränkt bleiben, nicht zu. Den von Finanzkrisen betroffenen asiatischen Ländern wurden die vom IMF zugesagten Beistandskredite trotz Anpassungsleistungen nur zur Hälfte ausbezahlt. JE&VT schließen deshalb nicht aus, daß die Asienkrise Teil einer bewußten Strategie zur Eindämmung erfolgreicher Länder war (vgl. S. 170). Das läßt sich auch aus der von den USA forcierten Politik zur Liberalisierung aller Finanzdienstleistungen auf Ebene des IMF und der OECD sowie zum Verbot der Industriepolitik auf Ebene der WTO schließen. Damit wurden nämlich jene politischen und institutionellen komparativen Vorteile beseitigt, die laut einer von Joseph E. Stiglitz, dem ehemaligen Chefökonom der Weltbank, geleiteten Studie zu den „Wirtschaftswundern“ Japans und der „Tigerländer“ beigetragen haben. Dieses Wirtschaftswunder ist seither verblaßt, obwohl Fundamentaldaten und Wettbewerbsstärke der realen Wirtschaft dieser Länder wenig Anlaß zu Krisen gegeben haben.

VII. Die World Financial Authority als globaler Regulator

JE&VT plädieren in ihrem Buch mit triftigen Argumenten für die Regulierung der internationalen Finanzmärkte, in der der Errichtung einer World Financial Authority (WFA) eine zentrale Rolle zufällt. Sie hätte drei Aufgaben zu erfüllen:

- 1.) Die Hauptaufgabe der WFA bestünde darin, eine Politik der Risikoeindämmung zu formulieren und zu inszenieren. In einem solchen Regime fiele dem Finanzsektor die Rolle zu, die Entwicklung des realen Sektors, also von Investitionen, Wachstum und Beschäftigung, zu unterstützen. Das neoliberale Deregulierungsregime hat durch immer wieder entstehende Finanzkrisen dem realen Sektor großen Schaden zugefügt und die Ungleichheit von Vermögen und Einkommen auf

die Spitze getrieben. Dem neuen Regulierungsregime müßte deshalb eine größere Anzahl von Instrumenten zur Verfügung stehen. Zu diesen zählen JE&VT die Einführung eines Wechselkursbandes zwischen dem US-Dollar, dem Yen und dem Euro. (Eine solche Idee verfolgten bereits Lafontaine-Flassbeck-Noé zu Beginn der SPD-geführten Koalitionsregierung. Das hat dem Trio damals zu Unrecht den Ruffinanzpolitischen Unseriösität eingetragen.) Insbesondere das Instrumentarium von Kontrollen von kurzfristigen Kapitaleinführen soll wieder zugelassen sein. In Einklang mit den positiven Erfahrungen, die nach dem Zweiten Weltkrieg in den entwickelten Ländern gemacht wurden, sollen sie vor allem den nachholenden Ländern zur Verfügung stehen. Auch Chile, China und Indien waren gegen die internationalen Finanzkrisen besser gewappnet, weil sie über Kapitalimportkontrollen verfügten. Um Ponzi-Finanzierungen insbesondere im Derivatengeschäft zu entmutigen, sollen deren Kosten erhöht werden. Deshalb sollen Finanzmediatoren verpflichtet werden, Derivatgeschäfte mit eigenem Kapital zu unterlegen.

- 2.) Im Rahmen der WFA soll die Einhaltung der Regulierung durch die Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Basel in Zusammenarbeit mit den nationalen Regulatoren überwacht werden.
- 3.) Im Rahmen des neuen Regulierungsregimes ist die Funktion des *lender of last resort* klar zu definieren und institutionell zuzuschreiben. Der *lender of last resort* ist für die Bekämpfung epidemischer Krisen zuständig, aus denen sich gefährliche Zusammenbrüche von Finanzinstituten und anderen Firmen ergeben könnten. Er stellt jene Liquidität unmittelbar und unbegrenzt zur Verfügung, die finanzielle Zusammenbrüche verhindern. Es ist dies eine Aufgabe, die im Regime der fixen Wechselkurse den nationalen Notenbanken zugefallen ist und in einem globalen Finanzsystem nur von einer Behörde mit globaler Jurisdiktion übernommen werden kann. Wenn die Erfüllung der unter 1.) und 2.) beschriebenen Aufgaben gelingt, verringert sich damit unmittelbar auch das systemische Risiko.

JE&VT haben den Vorschlag zur Errichtung einer WFA sorgfältig nach den verschiedensten Gesichtspunkten abgewogen. Sie haben dabei, wie sie meinen, die bereits vorhandenen Ansätze zu dem vorgeschlagenen neuen Regulierungsregime, die vor allem im IMF und in der BIS vorhanden sind, in ihre Überlegungen mit einbezogen. Die Risikoeindämmung im Rahmen der BIS bedient sich bereits des Informationsaustausches und der freiwilligen Abstimmung sowie der Festlegung von Standards durch die führenden Wirtschaftsländer. Bei Bewährung werden diese häufig von den anderen Ländern übernommen. Diese Schritte sind freilich angereizt. Als nächster Schritt steht die Neuregulierung an. JE&VT schlagen vor, die BIS zur WFA auszubauen. Die Rolle des *lender of last resort* sollte dem IMF zugeschrieben werden, der diese Aufgabe in einigen Fällen bereits – gleichsam spontan – erfüllt hat.

VIII. Ineffiziente Privatisierung

Der herrschenden Auffassung zufolge ist privatwirtschaftliche Organisation der Produktion und Verteilung von Gütern und Leistungen prinzipiell nichtprivaten Formen überlegen. An zwei Beispielen, die JT entwickelt, soll gezeigt werden, daß Privatisierung durchaus auch zu Effizienzeinbußen führen kann. In dem einen Fall geht es um die Privatisierung von Unternehmungen, in dem anderen Fall um die Zurückdrängung öffentlicher Leistungserbringung durch Marktangebote. Beide Beispiele sind aktuell und nicht trivial.

Die Privatisierung von Unternehmungen kann bekanntlich in zwei Formen erfolgen: zum einen durch direkten Verkauf des öffentlichen Eigentums an den privaten Eigen-

tümer, zum anderen durch Verkauf der öffentlichen Anteile an der Börse oder im Wege der Auktion. In jedem Fall verläßt Geld die Vermögenssphäre des neuen Eigentümers. Sie steht deshalb nicht mehr für den Unternehmenszweck zur Verfügung. In den meisten Fällen, insbesondere bei dem Kauf („*buy out*“) des Unternehmens durch das Management, wird dieser durch Kredite finanziert. Diese bilden eine Belastung des Cash Flows der privatisierten Unternehmung, die das Liquiditäts- und Insolvenzrisiko erhöht. In jedem Fall wird die Finanzierung von Investitionen erschwert. Dies bildet einen gravierenden Wettbewerbsnachteil für die privatisierten Unternehmen. Dies wird deutlich, wenn man deren Situation mit privaten Unternehmungen vergleicht, die bestehende Anteile verkaufen oder neue Aktien begeben. In diesem Fall füllt der Verkaufserlös die Kasse der Unternehmung. Privatisierung, wie sie weltweit betrieben wird, ist ineffizient, wenn der Verkaufserlös nicht in die privatisierten Unternehmung zurückfließt. Dies ist ein zusätzliches Handicap der unterkapitalisierten Unternehmungen in den ehemaligen Planwirtschaftsländern. Das zeigt sich aber auch, ebenso weltweit, am Verkauf öffentlicher Telefonunternehmen, deren Erlös zur Budgetsanierung oder Steuersenkung verwendet wurde. Den Vogel schoß dabei der österreichische Finanzminister Grasser ab, als unter dessen politischer Verantwortung Anteile just in dem Augenblick an eine IPO (*Initial Public Offering*) zum Verkauf angeboten wurde, in dem der Markt durch Großauktionen ausgetrocknet war und die Technologiewerte zu sinken begannen. So schauten dann die Telekom Austria und der anständige Steuerzahler in Österreich gemeinsam durch ihre Finger. Eine famose Performanz!

Leistungen, die nicht direkt privatisiert werden, bieten die öffentlichen Pensionsversicherungssysteme an. Im Extremfall wird den Pflichtversicherten eine Option zum Ausstieg angeboten, wie z.B. in Großbritannien während der Thatcher-Regierung. Im Normalfall wird die private Altersversorgung über Pensionsfonds und Lebensversicherungen als überlegene Vorsorgeform dargestellt und dann durch steuerliche Förderung attraktiv gemacht. Das Drei-Säulen-Modell ist Ausdruck dieser Variante. Auch für die Substitution der Pflichtversicherung durch privatwirtschaftliche Vorsorgeangebote wird wiederum höhere Effizienz und vor allem die langfristige Unfinanzierbarkeit der öffentlichen Pflichtversicherung ins Treffen geführt.

Das Finanzierungsargument kann nicht ernst genug genommen werden. Wenn man das tut, dann trifft es die privaten Vorsorgesysteme in verschärfter Form. Auch diese stehen nämlich unter dem Diktat, Prämieinnahmen zu erzielen, die höher sind als die Auszahlungen. Bisher wird die Überlegenheit der privaten Systeme mit den, zusätzlich zu den Prämieinnahmen, als stets reichlich spießend angenommenen Zins- und Kapitalerträgen begründet. Das Argument hält einem logischen Test nicht stand. Denn wenn die privaten Pensionsfonds aus demografischen Gründen zur Finanzierung der Auszahlungen Wertpapiere in größerem Umfang verkaufen müssen, dann sinken deren Kurse. Vergessen wird nämlich, daß die großen Kursgewinne zu Ende des vergangenen Jahrhunderts vor allem auf den steigenden Veranlagungen der Pensionsfonds sowie auf dem Abbau der Budgetdefizite und den Erlösen aus Privatisierungen beruhen. Deren Ende ist ebenso abzusehen wie übrigens eine Abwertung des überbewerteten US-Dollars. Wenn das internationale Finanzsystem nicht bald krisenfester gemacht wird, dürfte das Ende drastisch ausfallen. Die Politik sollte jedenfalls nicht aus ihrer Pflicht entlassen werden.

IX. Die kommende Dollarabwertung

Wenn es noch weiterer Beweise bedürfte, daß die Devisenmärkte nicht zu effizienter Allokation des globalen Sparkapitals beitragen und überdies nicht von objekti-

ven Wirtschaftsdaten beeinflusst werden, dann wären dies, wie JE&VT darlegen, das Riesendefizit der US-Leistungsbilanz und der gegenwärtige Kurs des US-Dollars. Das Leistungsbilanzdefizit ist auf 250 Milliarden \$ angestiegen. Die reichen USA absorbieren mehr als die Hälfte der Ersparnisse der Welt, um damit Importe von Konsumgütern zu finanzieren. Ein geringerer Teil entfällt auf ausländische Direktinvestitionen oder Firmenübernahmen. Es ist sicherlich nicht effizient, wenn die Ersparnisse der Welt in den amerikanischen Konsum fließen anstatt in Ländern mit großem Aufholpotential Investitionen zu finanzieren. Wo bleibt die segensreiche Wirkung der Marktkräfte? Warum sinkt der Dollarkurs nicht? Der Dollar müsste um 20 bis 30 Prozent fallen, damit über sinkende Import- und steigende Exportpreise die Leistungsbilanz sich ausgleichen und der perverse Ersparnistransfer nach den USA aufhören würde. Das jetzige Ungleichgewicht können sich die USA wegen der Dominanz des US-Dollars leisten, der ja nicht nur nationale Währung, sondern Weltgeld ist.

Man hätte meinen können, daß der Euro schon längst ein Gegengewicht darstellen würde. Immerhin wird die Hälfte des US-Leistungsbilanzdefizits von den EU-Ländern finanziert, der Rest von Japan und – trotz Finanzkrisen – den anderen asiatischen Ländern. Das Gewicht des Euro zählt allerdings nicht wirklich, solange die Europäische Zentralbank keinen politischen Widerpart hat, auf den sie sich notfalls rasch und wirkungsvoll stützen könnte. Sie ist nämlich, wie es der frühere französische Präsident Giscard d'Estaing treffend formuliert hat, „unabhängig von keiner Regierung“.

Dennoch ist die amerikanische Defizitpolitik mittelfristig nicht aufrecht zu erhalten. Wäre dies der Fall, dann würde der Stand der Verschuldung der USA gegenüber dem Ausland, der zur Zeit nach US-Zählweise bei etwa 6 Trillionen \$ (das sind 6 mal 10 zur 15ten Potenz) liegt, binnen weniger Jahre zu einem Dollarsturz führen. Von der gegenwärtigen Auslandsverschuldung entfällt etwa ein Viertel auf die Regierung in Washington und die Hälfte auf den Unternehmenssektor, der Rest auf die privaten Haushalte. Wenn es zu der zu erwartenden Dollarabwertung kommt, dann könnte dies zu Kapitalflucht führen, mit schwerwiegender Destabilisierung der Märkte. Bereits wenige Prozente der Auslandsverschuldung würden reichen, um das gegenwärtige Leistungsbilanzdefizit zu verdoppeln. Auch eine nicht auszuschließende Verdoppelung der US-Zinsen von 5 auf 10 Prozent würde zu Zinszahlungen ans Ausland führen, die das Leistungsbilanzdefizit um ein Drittel in die Höhe treiben.

Schließlich wirkt sich auch die Politik der Vermeidung von Budgetdefiziten destabilisierend aus. Bis zur Drehung des Budgetsaldos im Fiskaljahr 1997/98 wurde ein großer Teil der Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits durch die Auslandsverschuldung der US-Bundesregierung getragen. Diesen Anteil hat seither der private Haushaltssektor übernommen. Eine Erhöhung von dessen Verschuldung ist aus verschiedenen Gründen, auch wegen der fallenden Aktienwerte, nicht mehr zu erwarten. Der Unternehmenssektor fällt deshalb aus, weil er sich überwiegend selbst finanziert, und die ausländischen Anleger haben angesichts der zu erwartenden Abwertung guten Grund, vorsichtig zu agieren. Die USA und die Welt stehen vor dem Problem, das Ungleichgewicht der Leistungsbilanz zu reduzieren, ohne die Weltfinanzen zu destabilisieren.

Dazu ein Horrorszenario: Kapitalflucht aus den USA, steigende Zinsenlast und Finanzierungsschwierigkeiten der privaten Haushalte verstärken einander gegenseitig; es folgen Dollarabwertung samt Austeritätsprogramm und das Ende der Hoffnung auf globale Finanzstabilität. Den Abschluß bildet eine massive internationale Hilfsaktion für die einzige globale Supermacht. Im optimistischen Szenario werden die Regierungsausgaben erhöht, um den privaten Haushaltssektor zu konsolidieren. Der Dol-

lar wird um 20 bis 30 Prozent abgewertet. Das reicht aber nicht, denn es ist kreislauflogisch ein Binnensektor erforderlich, der sich verschuldet, damit das Leistungsbilanzdefizit finanziert werden kann. Wie ist das konkret vorstellbar? George Bush II. folgt dem Beispiel von George Bush I. und Ronald Reagan und rehabilitiert in guter republikanischer Tradition das heute so verteilte „Schuldenmachen“. So einfach wird das gehen.

X. Die Vision von einer globalen *res publica*

Die Abschnitte I bis X geben wichtige Argumente wieder, die den von John Eatwell und Vance Taylor sowie von Jan Toporowski vorgelegten Büchern zur Erklärung der gefährlichen Schwächen des deregulierten Finanzsystems sowie zur Begründung des akuten Reformbedarfes gewonnen werden können. Es handelt sich um eine Auswahl, die den politischen Prioritäten des Autors zugrunde liegen. Viele wichtige Gedanken und subtile Einsichten können in diesem Artikel nicht wiedergegeben werden. Der Aufsatz kann nur über das Wichtigste informieren und soll im übrigen zur Lektüre anregen. Der Aufwand lohnt sich.

Beide Bücher enthalten eine übereinstimmende Botschaft: Die internationalen Finanzen gehören dringend gezähmt, denn sie sind durch Deregulierung und Privatisierung des Risikos zum Selbstzweck geworden. Ihr gegenwärtiger Zustand widerspricht den Vorstellungen von pragmatischer Vernunft. Die Finanzen sollten wieder den Zwecken einer effizienteren Produktion und einer gerechteren Verteilung dienstbar gemacht werden. Das ist ihr gesellschaftlicher Zweck, ihr Selbstzweck wäre deshalb zu beenden. Nicht mehr als das will auch Jan Toporowsky in seinem gleichzeitig doppelsinnigen und programmatischen Buchtitel „The End of Finance“ sagen. Es ist dies eine Aufforderung, die weit über den beschränkten Horizont eines Dritten Weges in reichen Ländern hinausweist. Es geht um die Vision einer globalen *res publica*.

Egon Matzner