

# Rechtspolitisches Forum

## Legal Policy Forum

---

10

Wolfgang Filc

Reregulierung der  
internationalen Finanzbeziehungen  
bei globalisierten Märkten

Das Institut für Rechtspolitik an der Universität Trier hat die wissenschaftliche Forschung und Beratung auf Gebieten der Rechtspolitik sowie die systematische Erfassung wesentlicher rechtspolitischer Themen im In- und Ausland zur Aufgabe. Es wurde im Januar 2000 gegründet.

Das *Rechtspolitische Forum* veröffentlicht Ansätze und Ergebnisse national wie international orientierter rechtspolitischer Forschung und mag als Quelle für weitere Anregungen und Entwicklungen auf diesem Gebiet dienen. Die in den Beiträgen enthaltenen Darstellungen und Ansichten sind solche des Verfassers und entsprechen nicht notwendig Ansichten des Instituts für Rechtspolitik.

Im Zeitalter der Globalisierung wachsen Märkte über Staatsgrenzen hinweg zusammen. Die Rede vom „globalen Dorf“ ist aber nirgends treffender als für die internationalen Finanzbeziehungen. Die Frage lautet, welche Konsequenzen sich hieraus ergeben, auch für die internationale Rechtsordnung.

Freilich ist hierüber nicht nachzusinnen, wenn deregulierte Finanzmärkte sich selbst regeln und deshalb zu effizienten Ergebnissen gelangen. Gerade das aber ist nicht der Fall. Und deshalb gibt es Handlungsbedarf für ein den Bedingungen der Globalisierung angemessenes Design der internationalen Finanzbeziehungen, deshalb auch der internationalen Rechtsordnung.

Ziel sollte es sein, die Globalisierung der Finanzbeziehungen zum Vorteil aller zu nutzen, ohne der Gefahr zu unterliegen, das System des offenen Welthandels, liberalisierter Finanzbeziehungen und offene Gesellschaften aufs Spiel zu setzen. Eine wichtige Aufgabe in diesem Zusammenhang ist es, das institutionelle Vakuum zu füllen, das sich aus der Entnationalisierung von Wirtschaft und Wirtschaftspolitik im Zuge der Globalisierung aufgetan hat. Ohne sehr viel stärkere wirtschaftspolitische Kooperationen und Abstimmung der hierfür erforderlichen juristischen Voraussetzungen ist dieses Ziel als Vorbedingung einer stabilen internationalen Finanzarchitektur nicht zu erreichen.

Prof. Dr. Wolfgang Filc, geboren 1943 in Berlin, ist Inhaber einer Professur für das Fach Volkswirtschaftslehre, insbesondere Geld, Kredit, Währung, an der Universität Trier. In der Zeit von Dezember 1998 bis Juli 1999 bekleidete er das Amt des Ministerialdirektors und Leiters der Abteilung „Internationale Finanz- und Währungsbeziehungen“ im Bundesministerium der Finanzen. Der Verfasser ist Mitglied des Direktoriums des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung in Berlin und des Wissenschaftlichen Beirats des Instituts für Arbeitsrecht und Arbeitsbeziehungen der Europäischen Gemeinschaft.

Der Beitrag ist der um Literaturhinweise ergänzte Abdruck des Vortrages, den der Verfasser am 9. Juli 2002 gehalten hat.

# **REREGULIERUNG DER INTERNATIONALEN FINANZ- BEZIEHUNGEN BEI GLOBALISIERTEN MÄRKTEN**

*Prof. Dr. Wolfgang Filc  
Universität Trier*

## **1. Vom Protektionismus zur Globalisierung**

Im Oktober 1999 war es siebzig Jahre her, dass der Crash an der New York Stock Exchange den Auftakt zur größten wirtschaftlichen Tragödie der modernen Zeit bildete. Zu den Opfern zählten nicht allein Wirtschaft und Wohlstand, sondern auch die Demokratie und das offene Welthandels- und -finanzsystem. Politische Instabilität oder gar der Vormarsch totalitärer Systeme waren die Folge. Die Weltwirtschaftskrise und der Kollaps der internationalen Wirtschaftsbeziehungen sind traumatische Erlebnisse, die von Generation zu Generation vermittelt werden sollten, um eine Wiederholung ein für allemal auszuschließen.

Dem Börsenkrach in den USA folgte eine wirtschaftliche Talfahrt der USA und anderer Länder, die in der Geschichte ohne Beispiel ist. Angesichts der schon damals dominierenden Position der USA in der Weltwirtschaft sowie des Dollars in den internationalen Währungsbeziehungen musste sich die amerikanische Depression in alle Ecken der Welt ausbreiten. Wer gehofft hatte, die USA seien bestrebt zu verhindern, dass die Situation außer Kontrolle gerät, wurde enttäuscht. Nach dem Motto „Der brave Mann rette sich zuerst“ wurden zur Stützung der Konjunktur 1930 in den USA hohe Importzölle verordnet. Dem freien Welthandel wurde dadurch ein schwerer Schlag versetzt. Die internationale Konkurrenz an den Weltmärkten wurde von einem wahren Halsabschneider-Wettbewerb verdrängt. Zunächst zog Großbritannien nach. Dieses Land, bis dahin Hort des Freihandels, erhob kurz danach Zölle, die jene der USA noch übertrafen. Parallel mit der Verschärfung des wirtschaftlichen Niedergangs schwand das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit der Banken. Nach mehreren Panikwellen stellten Tausende amerikanischer Banken ihre Geschäfte ein. Von den 23.700 Banken, die es 1929 in den USA gegeben hatte, mussten bis 1933 9.000 ihre Pforten schließen.

Die von der Depression erfassten Länder versuchten in diesem internationalen Chaos durch Währungsabwertungen die Nase vorn zu halten. Den Vorreiter bildete Großbritannien mit der Aufgabe des Goldstandards bei gleichzeitiger Abwertung des Pfundes um 30 % im September 1931. Damit wurde das welteinheitliche Währungssystem zerstört. Die Weltwirtschaftskrise wurde zu einer Weltwährungskrise. Es folgte eine Flut von Währungsabwertungen:

- 1931, gleich nach der Abwertung des Pfundes, zog der Yen mit einem Abwertungssatz von 40 % nach,

- 1933 erhöhten die USA den Goldpreis von 20,67 Dollar auf 35 Dollar je Unze; das entspricht einer Abwertung des Dollars um 41 %,
- 1935 wertete Belgien seine Währung um 28 % ab,
- 1936 folgten der französische Franc, der Schweizer Franken und der holländische Gulden mit Abwertungssätzen von jeweils 30 %, die italienische Lira mit 40 %.

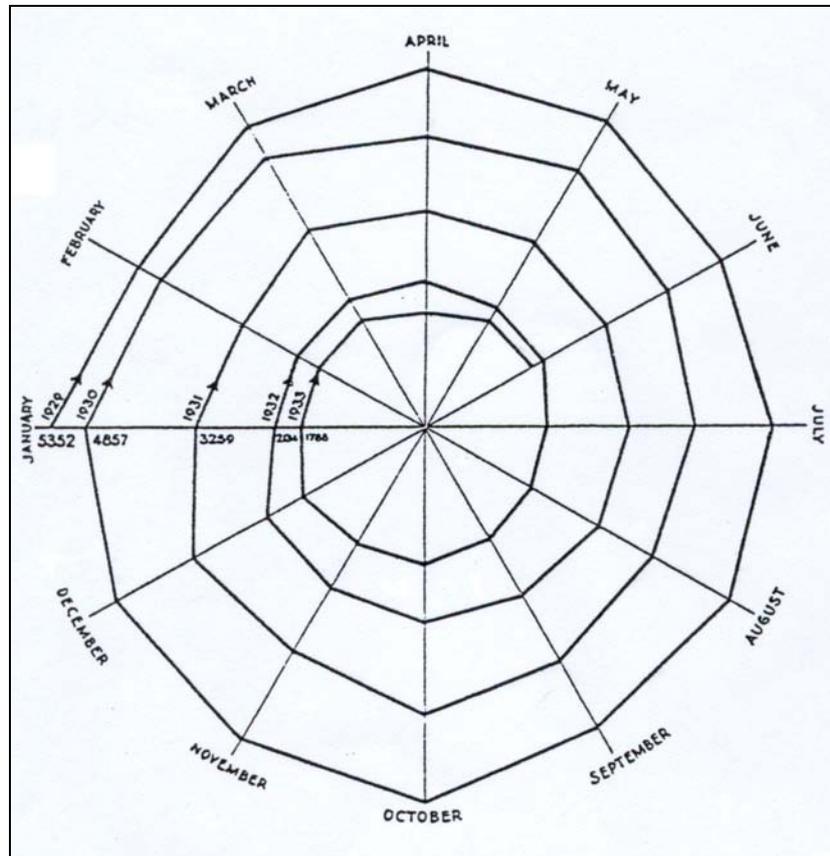
In diesem unheilvollen Prozess des Abwertungswettlaufs gelang es keinem Land einen internationalen Konkurrenzvorteil zu erlangen, weil jede Abwertung einer Währung bald darauf noch höhere Abwertungen anderer Währungen nach sich zog. Deshalb wurde versucht, Auslandskonkurrenz durch direkte Kontrollen des internationalen Leistungs- und Zahlungsverkehrs auszuschalten. Der internationale Handel wurde kontingentiert, reglementiert und schließlich stranguliert.

In den USA und in Deutschland sank das Volkseinkommen von 1929 bis 1932 um rund 40 %. Im Deutschen Reich erhöhte sich die Arbeitslosigkeit zwischen 1929 und 1932 um 3 ½ Millionen auf 6 Millionen Menschen. Dieses Arbeitslosenheer machte fast ein Zehntel der Wohnbevölkerung aus. Übertragen auf die heutige Bevölkerungszahl Deutschlands entspricht das rund 8 Millionen Arbeitslosen. In den USA stieg die Arbeitslosigkeit um 7 ½ Millionen auf 10 ½ Millionen. In dieser kurzen Zeitspanne verdreifachte sich die Arbeitslosigkeit weltweit, der Index des Weltproduktionsvolumens fiel um rund 40 %. Überall verfielen die Preise, ein Unternehmen nach dem anderen ging in den Konkurs.

Am schlimmsten hatte es in dieser unseligen Zeit den Welthandel getroffen. In allen Ländern wurde erfolglos versucht, dem Elend der Massenarbeitslosigkeit durch Exporterfolge zu begegnen. Kein Land konnte hierbei erfolgreich sein, weil jede handelsfördernde Aktion sofort eine entsprechende Reaktion im Ausland auslöste. Die Welt geriet immer schneller in den Strudel sinkender Produktion, steigender Arbeitslosigkeit und eines Kollapses des Welthandels. Von 1929 bis 1932 sank der Welthandel um rund zwei Drittel. Die folgende Abbildung zeigt die Kontraktionsspirale des internationalen Handels in dieser Zeit, die fortlaufende Implosion von einem Monat zum nächsten Richtung Nullpunkt.

Mitte der dreißiger Jahre war die Weltwirtschaft in streng separierte Blöcke parzelliert. Da gab es einen Dollarraum, einen Sterling-Block, eine Franc-Zone, ein Reichsmark-Gebiet, mit hohen Zolltarifen dazwischen und scharfen Devisenkontrollen überall. Die Weltwirtschaftskrise und das sich anfügende Chaos in den internationalen Währungsbeziehungen waren wirtschaftlich katastrophal und ihre politischen Auswirkungen waren entsetzlich. Denn ohne die scharfen Devisenkontrollen hätte kaum jene Entfremdung der Völker stattfinden können, die den Nährboden für Fremdenhass und damit auch für die Katastrophe des Zweiten Weltkriegs bereitet hatte. Und ohne das Elend der Massenarbeitslosigkeit in Deutschland wäre die Nazidiktatur kaum möglich gewesen. Ähnliches künftig zu vermeiden, muss ein zentrales Ziel der Völkergemeinschaft sein.

*The Contracting Spiral of World Trade*  
Month by month January 1929 - June 1933  
(in millions of U.S. (gold) \$)



Quelle: *Monatsberichte des Österreichischen Institutes für Konjunkturforschung*. Nr. 4, 1933, S. 63.

Heute leben wir im Zeitalter der Globalisierung. Die Märkte wachsen über Staatsgrenzen hinweg zusammen. Das gilt für Waren, Dienstleistungen und Arbeitsleistungen. Die Rede vom „globalen Dorf“ ist aber nirgends treffender als für die internationalen Finanzbeziehungen. Wozu dann warnende Hinweise auf die Weltwirtschaftskrise und Gefahren des Protektionismus? Hat sich denn nicht gezeigt, welche Wohlfahrtsgewinne mit zunehmender internationaler Arbeitsteilung in allen Wirtschaftsbereichen verbunden sind? Die Internationalisierung der Wirtschaftsbeziehungen vollzieht sich seit Jahrzehnten. Die Öffnung nationaler Märkte für Ausländer und der Übergang zur Konvertibilität der Währungen waren hierfür Voraussetzung. Anfang der neunziger Jahre sind Internationalisierung und Integration nationaler Märkte in ein neues Stadium eingetreten, das der Globalisierung. Globalisierung bedeutet, dass alle Transaktionen in jeder Währung an jedem Ort

der Welt getätigt werden können. Zudem können alle Unternehmen überall in der Welt Tochterunternehmen gründen. Diese Voraussetzungen sind in den meisten Industrieländern inzwischen gegeben. Fast überall sind alle Märkte für Inländer wie für Ausländer in gleicher Weise zugänglich. Diese Marktöffnung hat zu einer Verstärkung des Wettbewerbs beigetragen. Für die Kunden ist das von Vorteil. Sie profitieren von besseren Konditionen. Ein Ergebnis hiervon ist es auch, dass die Inflationsraten drastisch gesunken sind. Preisstabilität ist auch Folge der Globalisierung der Märkte und erhöhten Konkurrenzdrucks.

Das Tempo der Globalisierung kommt darin zum Ausdruck, dass die internationalen Wirtschaftsbeziehungen im Güterhandel und vor allem bei Finanztransaktionen stärker expandieren als Einkommen und Investitionen der Länder. Bestände und Umsätze von Finanztiteln weisen gar phänomenale Steigerungsraten auf, zumal bei Derivaten, die in den neunziger Jahren die Stars internationaler Finanzgeschäfte geworden sind (vgl. folgende Tabelle).

Zahlen, die Entwicklungen der Vergangenheit abbilden, klären nicht, warum es hierzu kam. Zudem sind Vergangenheitsdaten nicht unbedenklich in die Zukunft fortzuschreiben. Wir wissen, wie rasch Trends sich umkehren können. Die Kursentwicklung an den Aktienmärkten der Welt der letzten Jahre legt hierfür Zeugnis ab. Es wäre nicht das erste Mal, dass eine Phase der Globalisierung von neuem Protektionismus gestoppt wird.

*Die Globalisierung der Wirtschaftsbeziehungen*  
(Steigerungen 1999 gegenüber 1990)

<b>GRÖÖE</b>	<b>STEIGERUNGSFAKTOR</b>
Bruttoinlandsprodukt	1,4
Investitionen	1,3
Warenexporte	1,7
Direktinvestitionen	3,7
Aktienwerte	3,6
Aktienumsätze	6,6
Anleihenwerte	2,5
Anleiheumsätze	7,1
Finanzderivate (Bestände)	17,8

Quelle: UNCTAD (2000): *World Investment Report 2000*

Die erste Welle der Globalisierung – das Zeitalter der Kolonialisierung – führte zu imperialen Konflikten und mündete in den Ersten Weltkrieg. Die zweite Phase ging in Weltwirtschaftskrise und Protektionismus unter. Es dauerte fast ein halbes Jahrhundert, bis die dritte – aktuelle Welle – an Schub gewann. Und wieder sind es Krisen und Protektionismus, die diese jüngste Ära der Globalisierung in Frage stellen. Die Finanzkrisen in Südostasien 1997, in Brasilien 1998, in Russland 1999, in der Türkei im Jahr 2000, gegenwärtig die schwere Wirtschafts- und Finanzkrise Argentiniens, die sich auf andere Länder des Subkontinents ausweitet, weisen darauf hin. Stahlzölle in den USA sowie Agrarsubventionen dort wie in der Europäischen Union unterhöheln die Glaubwürdigkeit der Industrieländer, an der Globalisierung auch dann festzuhalten, wenn sie nicht unmittelbar eigene Vorteile mit sich bringt. Deshalb muss die Globalisierung so gestaltet werden, dass Vorteile gleichmäßiger verteilt werden, auch dann, wenn sich hieraus kurzfristige Nachteile für große Industrieländer ergeben sollten. Nur dann wird die Globalisierung Glaubwürdigkeit und Akzeptanz überall in der Welt gewinnen können. Nur so kann vermieden werden, dass der Moloch Protektionismus erneut sein Haupt erhebt.

## **2. Deregulierung der internationalen Finanzbeziehungen**

### *2.1 Die Übertragung der Vorteile des Freihandels auf den Kapitalverkehr*

Freihandel beinhaltet die Übertragung der marktwirtschaftlichen Prinzipien dezentraler Planung und freien Leistungswettbewerbs bei allein vom Markt bestimmten Preisen auf die internationale Ebene. Der Freihandel bietet Chancen einer internationalen Arbeitsteilung durch produktivitätssteigernde Spezialisierung. Sie können nur zur Entfaltung gelangen, wenn es keine administrativen Behinderungen des internationalen Waren- und Dienstleistungsverkehrs gibt. Die internationale Konkurrenz zwingt Unternehmen, effizient zu produzieren und Produkte zu marktfähigen Preisen zu verkaufen, also zu kostengünstiger Herstellung, ständiger Verfahrensverbesserung und flexiblem Reagieren auf sich ändernde Marktbedingungen. Kein Zweifel, das muss wohlstandsmehrend sein.

Die Logik des internationalen Kapitalverkehrs erschließt sich in ähnlicher Weise wie jene des Freihandels mit Gütern. Der Vorteil des internationalen Handels auch mit Vermögenswerten besteht darin, dass ein Spezialisierungsmuster entsteht und sich jedes Land im internationalen Wettbewerb auf jene wirtschaftlichen Aktivitäten konzentriert, in denen es Vorteile aufweist. Beim Handel mit Vermögenswerten sind das Unterschiede in der Zeitpräferenz und der Risikobereitschaft der Akteure sowie der Ertragserwartungen aus Investitionen. Deshalb, so die Theorie, gibt es Unterschiede von Preisen und Renditen der Vermögenswerte zwischen verschiedenen Ländern. Durch internationale Kapitalbewegungen entstehen Gewinne für die Welt zusammengenommen, analog zu Handelsgewinnen bei der Spezialisierung von Ländern auf bestimmte Güterarten.

Diese Übertragung unbestreitbarer Vorzüge des Freihandels für Güter auf vollständige Freizügigkeit für den internationalen Kapitalverkehr verkennt aber wesentliche Unterschiede. Es muss einen Grund haben, warum in den Ländern der Europäischen Union erst Mitte des Jahres 1990 der Kapitalverkehr endgültig liberalisiert worden ist, während die Freizügigkeit des Warenverkehrs innerhalb dieses Wirtschaftsraums mit der Vollendung der Zollunion bereits am 1.7.1968, zehn Jahre nach Inkrafttreten der Römischen Verträge, hergestellt worden war. Was sind die Unterschiede?

Preise an Gütermärkten ergeben sich aus der Kostenkalkulation, einem Gewinnaufschlag und der Konkurrenz zwischen Unternehmen an den Absatzmärkten. An Finanzmärkten dagegen werden Erwartungen über die Zukunft gehandelt. Fast jedes Finanzmarktgeschäft verbindet die Gegenwart mit der Zukunft. Finanzaktiva werden erworben, wenn erwartet wird, daraus Ertragsströme zu erzielen. Wird angenommen, dass künftig die Erträge steigen, so wird dieses Finanzaktivum stärker nachgefragt, sein Preis steigt.

Die Kurs- und Preisentwicklung an Finanzmärkten und damit Umfang und Richtung des internationalen Kapitalverkehrs werden deshalb von Erwartungen dominiert, ganz gleich, ob sie später von der Realität bestätigt oder widerlegt werden. Schon Gerüchte oder wenig fundierte Mutmaßungen können Anlass geben, zwischen verschiedenen Formen der Vermögenshaltung umzuschichten, einmal hauptsächlich in einer Währung anzulegen, weil ihre Aufwertung erwartet wird, dann Geld aus einem Land abzuziehen, weil das Gerücht umgeht, der Kurs seiner Währung sei nicht mehr zu halten.

Die internationalen Kapitalströme folgen also nicht immer einem nüchternen Kalkül, wie das bei der Entscheidung gegeben ist, das Einkommen für inländische Güter oder Auslandsprodukte zu verwenden. Anlageentscheidungen werden gelegentlich von Euphorie getrieben, dann wieder von Panik geprägt. Die Kursentwicklung von Aktien am Neuen Markt in Deutschland in den letzten Jahren belegt das eindringlich. Gleiches gilt für internationale Kapitalströme. Auf Knopfdruck können riesige Beträge rund um den Erdball geschickt werden. Dann ist von Kapitalflucht die Rede. Sie kann einen rapiden Wertverfall einer Währung auslösen, mit Inflation, Arbeitslosigkeit und Depression im Gefolge. Eine „Güterflucht“ dagegen kann es nicht geben. Ausgeschlossen ist auch, dass sich ein Exportüberschuss im Warenhandel in zweistelliger Milliardenhöhe in Sekundenschnelle in einen gleichwertigen Importüberschuss umkehrt. Bei Kapitalströmen zwischen den Länder ist das jederzeit möglich.

Deshalb ist der Analogieschluss von globalen Vorteilen des freien Warenhandels zu jenen einer vollständigen Freizügigkeit des internationalen Kapitalverkehrs mit Vorbehalten zu versehen. Zudem sind auch für die globalen Finanzbeziehungen wie für den internationalen Warenverkehr Vorbedingungen zu erfüllen. Es muss eine international geltende und von allen Beteiligten akzeptierte Ordnung geben, die ausschaltet, dass einige Wirt-

schaftszweige oder Länder Vorteile erzielen, die zu Lasten anderer gehen. Für den Güterhandel ist das gegeben. Die Welthandelsorganisation (WTO) achtet auf das Einhalten von Regeln. Werden sie missachtet, so kann sich ein Land gegen unfaire Handelspraktiken eines anderen Landes durch Zölle oder Einfuhrkontingente wehren. Für den internationalen Kapitalverkehr gibt es derartige Regeln nicht. Im Gegenteil wird von Verfechtern vollständiger Liberalisierung internationaler Kapitalbewegungen jede Regulierung als Hemmnis für weltweite Prosperität vehement abgelehnt.

Diese Einschätzung gründet sich auf die neoklassische Gleichgewichtstheorie, kombiniert mit der Hypothese informationseffizienter Märkte. Das zusammengenommen bildet die Ideologie von Marktfundamentalisten.

## 2.2 Neoklassische Doktrin oder das Ende des „Laissez-faire“

Im Mittelpunkt des Marktfundamentalismus steht das walrasianische Gleichgewichtskonzept, bekannt als neoklassisches Paradigma.<sup>1</sup> Obgleich viele Ökonomen an der allgemeinen Gültigkeit dieses Ansatzes hin und wieder Zweifel äußern

- wegen begrenzter Rationalität der Marktteilnehmer,
- wegen asymmetrischer Informationsverteilung,
- wegen des Fehlens vollständiger Konkurrenz und der Vermachtung von Märkten durch wenige Anbieter, siehe etwa die Entwicklungen in der Automobilindustrie oder in der Finanzindustrie,

beherrscht die neoklassische Orthodoxie die Szene.<sup>2</sup> Es wird ein Modell mit rationalen Erwartungen postuliert, mit atomisierten Märkten, mit vielen Millionen gleichberechtigten Anbietern und Nachfragern. Unter diesen Annahmen kommt es zu einer stabilen Gleichgewichtslösung an jedem einzelnen Markt, schließlich auch in der Gesamtschau der Märkte, mithin zu einem makroökonomischen Gleichgewicht. Unter diesen Annahmen wird eine Welt ohne soziale Interaktionen präsentiert, Daten werden als unbewegliche, zeitlose Objekte hingenommen, die mit einfachen linearen mathematischen Modellen behandelt werden. Wird so vorgegangen, dann wird Wirt-

---

1 Vgl. Filc, W., Stabilität von Finanzmärkten und internationales Währungssystem. In: Francke, H.-H., Ketzler, E., Kotz, H.-H. (Hrsg.), Finanzmärkte im Umbruch, Beihefte zu Kredit und Kapital, H. 15, Berlin 2000, S. 291 ff.

2 Joseph Schumpeter bemerkte, in einem anderen Zusammenhang, aber auf den gegenwärtigen Stand der wissenschaftlichen Diskussion vor allem in Deutschland über die Angemessenheit des neoklassischen Gleichgewichtsmodells zur Analyse der Wirklichkeit übertragbar: „Wir sehen in Deutschland eine Schar wohlgedrillter Federn mit dem Eifer religiöser Orthodoxie in seinem Dienst. Der Gegner erscheint den Jüngern ipso facto als Frevler, dessen Niedertracht nur noch von seiner kaum glaublichen Beschränktheit übertroffen wird. Nach jedem Einzelkampf verkünden die Getreuen ein Siegesbulletin, jedes Gegenargument wird mit Hohngelächter aufgenommen.“ Schumpeter, J., Epochen der Dogmen- und Methodengeschichte, in: Bücher, K., Schumpeter, J., Freiherr von Wieser (Hrsg.), Grundriss der Sozialökonomik, 1. Abteilung, Wirtschaft und Wirtschaftswissenschaft, Tübingen 1914, S. 81, Fußnote 1.

schaften der Zeitdimension entkleidet, die Wirtschaftswissenschaft kommt ohne Geschichte aus, ohne Beachtung von Gesellschaftsstrukturen, sie übt sich im Nachahmen der Naturwissenschaften in ihrer klassischen Form.

Wird dagegen konzediert, dass menschliches Wissen begrenzt ist, dass die Zukunft eines jeden Einzelnen, wie auch die künftige Entwicklung von Gesellschaften auf der Grundlage vorhandener Daten unvorhersehbar ist, so kann man sich der Erkenntnis kaum verschließen, dass viele ökonomische Übel unserer Zeit Früchte von Risiken, von Unsicherheit, von Nichtwissen, von Ignoranz der Akteure sind. Der letzte Satz ist dem Werk eines Autors entnommen, dessen Name seit geraumer Zeit nur noch verschämt hinter vorgehaltener Hand genannt wird: John Maynard Keynes. Er schrieb das 1926 in seinem Essay „The End of Laissez-Faire“.<sup>3</sup> Das kennzeichnet den Kern des Keynesianismus als Gegenposition zur neoklassischen, marktradikal-liberalen Position.

Wird nämlich von begrenzter Kenntnis ausgegangen, von eingeschränkter Rationalität, ferner davon, dass keine atomistische Konkurrenz vorliegt, wird also zur Kenntnis genommen, dass gegenwärtig im deutschen Lebensmitteleinzelhandel Wal-Mart und Aldi die Preise diktieren, nicht dagegen viele Tausend kleine Einzelhändler in vollkommenem Wettbewerb Gleichgewichtspreise bilden, dann ist es extrem schwierig, zur Schlussfolgerung zu gelangen, dass in jedem Fall die Aktivitäten vieler gleichgewichtiger Akteure die Märkte zu stabilen Gleichgewichten leiten.

In dem walrasianischen Gleichgewichtsmodell der Neoklassik, von den Marktradikalen also, werden diese Probleme der Wirklichkeit beiseite gewischt. Das geschieht mit der Vorstellung, dass der Auktionator für stabile Gleichgewichte sorgt. Tatsächlich verbirgt sich hinter stabilen Gleichgewichten eine öffentliche Infrastruktur, damit wirtschaftliche Transaktionen in einer den ökonomischen und sozialen Bedingungen angemessenen Weise vollzogen werden.

In neoklassischer Sichtweise ist das nicht erforderlich. Es bedarf keiner außermärklichen Institutionen, die Märkte begleiten. Alles, was der Staat ökonomisch unternimmt, ist falsch, abgesehen davon, dass einige Rahmenbedingungen zu gewähren sind. Warum? Weil der Auktionator ein unfehlbares Genie ist. Er findet stets die richtigen Preise, zu denen immer markträumende Transaktionen vorgenommen werden. Probleme asymmetrischer Informationen, von Monopolen, Täuschung, Schwindelei und Betrug, des Ausnutzens von Informationsvorsprüngen – all das ist irrelevant, es wird durch die Annahme des omnipotenten Auktionators ausgeschlossen, der imstande ist, in jedem Fall jeden einzelnen Markt richtig zu managen. Die fundamentale Frage des Zusammenspiels von Institutionen

---

<sup>3</sup> Keynes, J.M.: The End of Laissez-Faire, Hogarth Press, July 1926, abgedruckt in: Keynes, J. M., The collected writings of John Maynard Keynes, Macmillan, Bd. 9, Essays in Persuasion, 1972, S. 272-294 („Many of the greatest economic evils of our time are the fruit of risk, uncertainty, and ignorance.“, S. 291).

und Märkten wird deshalb per Definition erledigt. Es wird angenommen, dass es keine Probleme gibt, die außermärkliche Institutionen erforderlich machen könnten. Karl Polanyi<sup>4</sup> hat ausgeführt, dass das 19. Jahrhundert, das Jahrhundert des Laissez-faire also, eine Ära war, in der Gesellschaften entsprechend den Notwendigkeiten wirtschaftlicher Marktkräfte gestaltet wurden. So kam es im neunzehnten Jahrhundert in Deutschland zum Preußischen Zollverein, zum Norddeutschen Bund, schließlich zur Gründung des Deutschen Reiches. Das waren wirtschaftliche Zwänge als Ergebnis von Industrialisierung und Massenproduktion. Hierfür bedurfte es neuer Märkte. Deshalb wurden damals nicht die ökonomischen Bedingungen in ein soziales und politisches Gefüge eingebettet und damit gestaltet. Umgekehrt wurden soziale und politische Entwicklungen von stürmischen Veränderungen des ökonomischen Systems erzwungen. Im Zeitalter der Globalisierung scheint das wieder Leitlinie politischen Handelns geworden zu sein. Nun wird diese Doktrin auf die internationalen Finanzbeziehungen übertragen. Was für Stahl und Kohle damals richtig war, kann für Finanzdienstleistungen jetzt nicht falsch sein.

Die Vergangenheit scheint zurückzukehren. Werden aber politische und gesellschaftliche Bedingungen auch dann vermeintlich notwendigen ökonomischen Zwängen angepasst, obgleich es den allwissenden Auktionator nicht gibt, der stets zu Gleichgewichten an jedem Markt Anleitung gibt, dann müssen Imperfektionen von Marktmechanismen zu politischen, sozialen und ökonomischen Fehlentwicklungen führen. Freilich ist das nur zu bedenken, wenn Finanzmärkte nicht so effizient sind, wie das wünschbar wäre.

### *2.3 Das Vertrauen in die Effizienz von Finanzmärkten*

Globalisierung ist gut. So das Urteil ihrer Protagonisten. Völlige Freizügigkeit von Waren, Kapital und Arbeit muss dazu führen, dass das Welteinkommen steigt. Globalisierung ist schlecht. Das verkündeten die Gegner der Globalisierung unmissverständlich und radikal während der Welthandelskonferenz in Seattle im Herbst 1999 und während des Treffens der Regierungschefs der G7-Länder im Juli 2001 in Genua. Welche Seite kann die besseren Argumente vorbringen? Das wird von einem Abwägen der Vorteile und Nachteile der Globalisierung bestimmt. Bezogen auf die Freizügigkeit des internationalen Kapitalverkehrs ist vor allem zu prüfen, ob Finanzmärkte verfügbare und relevante Informationen für eine faire Kurs- und Preisbildung übernehmen und deshalb in Preisen und Kursen ausdrücken. Das beinhaltet „Informationseffizienz“ eines Marktes.

Ein Markt ist informationseffizient, wenn alle relevanten Informationen vollständig, ohne Verzögerung und korrekt im aktuellen Marktpreis ausge-

---

<sup>4</sup> Polanyi, K., *Ökonomie und Gesellschaft*, Frankfurt a. M., 1979, im Kapitel „Unser obsoletes marktwirtschaftliches Denken“, S. 129 ff.

drückt werden.<sup>5</sup> Im strengen Sinne dieser Konzeption sind nicht einmal Transaktionen notwendig, um die Anpassung von Preisen und Kursen an Gleichgewichtswerte herbeizuführen: Gleichgewichtswerte werden in den Köpfen der Akteure ermittelt. Wenn alle Marktakteure den gleichen Informationsstand haben und ihn richtig auswerten, kann es keine Unstimmigkeiten über den korrekten Kurs oder Preis geben. Deshalb gibt es keine Transaktionen zu ungleichgewichtigen Preisen oder Kursen, weil sich anderenfalls eine der Marktseiten bewusst selbst schädigte. Wenn neue Informationen also sofort verarbeitet werden, springt der Kurs oder Preis zu einem neuen Gleichgewichtswert. Ist das gegeben, so sind Zinssätze, Aktienkurse und Devisenkurse perfekte Informationsträger. Sie sind Ergebnis einer optimalen Prognose. Es gibt dann keinen Anlass für die Vermutung, dass Unterschiede zwischen tatsächlichen Werten und Gleichgewichtswerten bestehen könnten. „Falsche“ Preise oder Kurse sind ausgeschlossen. Dabei ist der Begriff „Information“ umfassend. Er beinhaltet Zahlen, Fakten, Vorstellungen über Wirkungszusammenhänge, Vermutungen über Meinungen und Handlungsweisen anderer, unabhängig davon, ob diese Informationen objektiv korrekt sind oder nicht. Denn welche Informationen relevant sind und welche Schlussfolgerungen hieraus zu ziehen sind, das bestimmen die Marktteilnehmer selbst. Das Ergebnis lautet: Lässt man den Markt nur walten, werden staatliche Eingriffe in die Preisbildung unterbunden, werden Marktteilnehmer mit vielfältigen Informationen versorgt - in der Informationsgesellschaft, in der wir leben, könnte das als selbstverständlich erscheinen - so müssen Preise alle relevanten Informationen korrekt ausdrücken. Dann gilt, bezogen auf den Devisenmarkt:

„ ... because the exchange market is efficient it cannot be argued that the nominal exchange rate is too high or too low. ... If the price of an asset, in this case foreign exchange, reflects all available information .... it is by definition at an appropriate level. ... Taken together all this evidence suggests that there is nothing wrong with the exchange rate. This implies that an active exchange rate policy is unnecessary and that the exchange rate should be no more an objective of economic policy than the price of shares or anything else.“<sup>6</sup>

Diese Überzeugung hinsichtlich der Informationseffizienz von Finanzmärkten stand Pate bei der Deregulierung der Finanzmärkte, der Internationalisierung der Finanzbeziehungen und der Globalisierung des Finanzsystems. In diesem Fall ist alles bestens gerichtet. Die Marktergebnisse sind effizient. Deshalb hat sich der Staat als Regulierungsbehörde von den Finanzmärkten zurückzuziehen. Er kann die Dinge nicht verbessern. Flexibilisierung, Deregulierung, Internationalisierung, Globalisierung sind geboten, um die weltwirtschaftliche Wohlfahrt zu mehren. Und dieser Weg wurde konse-

---

<sup>5</sup> So die ursprüngliche Definition von Fama. Vgl. Fama, E, Efficient Capital Markets, A Review of Theory and Empirical Work, in: Journal of Finance, Vol. 25, 1970, S. 383 ff.

<sup>6</sup> Beenstock, M., Real Exchange Rate Policy, in: Batchelor, R.A., Wood, G.E. (Hrsg.), Exchange Rate Policy, London, Basingstoke 1982, S. 237.

quent eingeschlagen. Das begann 1973 mit der Aufgabe des Systems fester Wechselkurse von Bretton Woods.

Basis für diese „Finanzinnovation“ flexible Wechselkurse war das Vertrauen in die Effizienz von Finanzmärkten. Denn wenn, wie es damals nahezu einhellige Meinung war, sich selbst überlassene, von Regeln befreite Finanzmärkte zu effizienten Lösungen gelangen, so ist es Sünde wider den marktwirtschaftlichen Geist, ausgerechnet Devisenkurse als Preisscharnier zwischen Währungsräumen zu fixieren. Fixierte Scharniere rosten und verlieren an Elastizität. Flexibilität dagegen garantiert Geschmeidigkeit und Anpassungsfähigkeit. Soweit die reine Lehre von damals, der von der Wirtschaftspolitik ohne Einschränkung gefolgt wurde. Das Motto lautete: Deregulierte Finanzmärkte regeln sich von selbst, weil die Akteure keine Gewinnchance ungenutzt lassen und deshalb stets Gleichgewichtswerte von Kursen, Preisen und Renditen an Finanzmärkten erzielt werden.

Heute weiß man, dass manche Fehlentwicklungen an Finanzmärkte hätten vermieden werden können, wenn man diesem von der Konzeption effizienter Finanzmärkte gewiesenen Weg nicht gefolgt wäre. Mit dem Übergang zu flexiblen Dollarkursen wurden klare Regeln für die Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten und für die Kursentwicklung an Devisenmärkten aufgegeben. Den Verantwortlichen für die Wirtschaftspolitik, aber auch Unternehmen und anderen privaten Akteuren, wurde damit suggeriert, dass jeder Ausgabeüberschuss in beliebiger Höhe reibungslos, also ohne großes Theater bei Zinssätzen und Wechselkursen, von jenen finanziert wird, die Einnahmeüberschüsse erzielen. Denn es muss ja gelten, dass im internationalen Zusammenhang Defizite und Überschüsse im Finanzkreislauf gleichhoch sind: Die Überschüsse der einen sind die Defizite der anderen. Als Erste machten kurz nach Freigabe der Dollarkurse die OPEC-Länder um die Jahreswende 1973/74 von dieser Einladung Gebrauch. Sie verdreifachten die Ölpreise, viele Ölimportländer verzeichneten daraufhin Leistungsbilanzdefizite in Größenordnungen, die bei festen Wechselkursen nicht zu finanzieren gewesen wären. Das ist eine Kernursache für viele Probleme der internationalen Finanzbeziehungen sowie der Überschuldung verschiedener Länder, wie sie – wieder einmal - Ende 2001 in Argentinien mit Plünderungen von Supermärkten durch die verarmte Bevölkerung drastisch verdeutlicht wurden.

Nach Freigabe der Wechselkurse verselbständigten sich Finanzmärkte von Gütermärkten. Preise, Kurse und Renditen an Finanzmärkten unterliegen seitdem hohen Schwankungen, die weit ausgeprägter sind als früher. Zusammen mit den enorm angeschwollenen Überschüssen bzw. Defiziten von Akteuren an Finanzmärkten ergaben sich drei Problembereiche.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Vgl. Filc, W., Gefährdungspotentiale an Finanzmärkten, in: Staatswissenschaft und Staatspraxis, H. 4, 1996, 7. Jg., S. 505 ff.; Filc, W., Mehr Wirtschaftswachstum durch gestaltete Finanzmärkte, in: Politik und Gesellschaft, Nr. 1, 1998, S. 22 ff.; Filc, W., Die Finanzmärkte sind ineffizient – Schlußfolgerungen für ein neues Weltfinanzsystem, in: E+Z, Entwicklung und Zusammenarbeit, Jg. 40, 3/1999, S. 72 ff.

Erstens ergab sich ein Mengenproblem. Es beinhaltet, dass das Geldvermögen weitaus stärker wächst als das Sozialprodukt der Welt. Damit kommt es zu einem Abkoppeln der Güterwirtschaft vom finanzwirtschaftlichen Bereich, zu dem Bestreben von Vermögensanlegern, kurzfristig die höchsten Erträge zu erzielen. Das führt zu rasch reversiblen Kapitalströmen zwischen Ländern, immer auf der Suche nach den besten Anlagemöglichkeiten.

Dieses Mengenproblem löste ein Preisproblem aus: Die Schwankungen von Preisen, Kursen und Zinssätzen an Finanzmärkten haben zugenommen. Schon das geringste Rumoren führt nun zu abrupten Preisänderungen an Vermögenmärkten, so für Aktien und Immobilien. Damit können sich spekulative Blasen herausbilden, die aus nichtigem Anlaß platzen können, mit katastrophalen Auswirkungen für Wirtschaftswachstum, Beschäftigung und Lebenssituation der Menschen.

Das Preisproblem an Finanzmärkten führte zum dritten Problembereich, nämlich dem rasanten Wachstum von derivativen Finanzprodukten. Finanzderivate, von einem finanziellen Grundgeschäft abgeleitete Finanzinstrumente, haben mit Finanzierung im Grunde nichts zu tun. Derivate werden genutzt, um die mit der Finanzierung verbundenen Risiken handelbar zu machen, sie auf andere zu übertragen. Freilich gelingt es mit Hilfe von Finanzderivaten nicht, die Risiken von Finanzkontrakten zu beseitigen. Finanzderivate sind mit Wetten auf künftige Preisänderungen an Finanzmärkten verbunden. Geht diese Wette nicht auf, steigen Preise nicht wie vermutet, sinken sie stattdessen, so kommt es zu Verlusten bei jenen, die Finanzderivate erworben hatten. Diese Verluste können auf andere Finanzmarktteilnehmer übertragen werden, auch auf den güterwirtschaftlichen Bereich, auf andere Länder; Kontaminierung kann die Folge sein, und das weltweit.

Diese drei Problembereiche sind miteinander verwoben. Verschärft sich das Mengenproblem, etwa wegen hoher außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte, so nimmt bei Umschichtungsvorgängen des Geldvermögens zwischen Währungsräumen die Anfälligkeit des Finanzsystems für abrupte Preis- und Renditeschwankungen zu. Zugleich steigt der Bedarf an Finanzderivaten. Sie verbessern die Verteilung von Risiken. Andererseits werden diese Instrumente auch zur Spekulation eingesetzt, laden dazu ein, sich am Wettspiel über Kurs- und Renditeänderungen an Vermögenmärkten zu beteiligen, mit der Folge, dass die Mengen- und Preisprobleme weiter zunehmen. Der Teufelskreis ist perfekt. Das ist das Systemrisiko instabiler Finanzmärkte.

#### *2.4 Der zunehmende Rückzug der Wirtschaftspolitik von Finanzmärkten*

Der Übergang zu flexiblen Wechselkursen bildete den Beginn einer neuen Epoche für die internationalen Finanzbeziehungen. Der Ruf nach Deregulierung nationaler Finanzmärkte, der Internationalisierung und Globalisierung, wurde immer lauter. In rascher Folge entstanden Offshore-

Finanzzentren, weitgehend frei von staatlichen Regulierungen, einer Bankenaufsicht, Grundsätzen für Eigenkapital, Großkredite oder anderes. Immer drängender wurden die Warnungen großer Geldhandelshäuser, ihre Geschäfte in Bankenfreizonen zu verlagern, also nationale Finanzmärkte auszutrocknen, damit die Finanzierungsbedingungen zu erschweren und die Steuereinnahmen aus Finanzgeschäften zu drücken.

Die Wirtschaftspolitik verstand und folgte dem Drängen zur Durchsetzung von Interessen der Geldanleger. Die Bankenaufsicht wurde ausgedünnt, auch die Risikokontrolle und sonstige Regularien. Dennoch verlagerte sich die Finanzierung verstärkt in Offshore-Zentren, weil völlige Deregulierung immer noch kostensparender ist als ausgedünnte Regulierung. Seit Mitte der siebziger Jahre ist die Finanzierung in den Offshore-Zentren mit einer durchschnittlichen Jahresrate von fast 20 % expandiert, an nationalen Finanzmärkten mit nicht ganz der Hälfte.

Man meinte, die Entfesselung der Finanzmärkte von staatlichen Eingriffen würde zu einem Wachstumsschub führen, zu größerem Wohlstand überall in der Welt. Mehr noch setzte sich die Auffassung durch, politische und gesellschaftliche Bedingungen müssten neuen ökonomischen Notwendigkeiten angepasst werden, die sich auf das Vertrauen in die Effizienz unreglementierter Finanzmärkte stützten.

Das also stand auf der Rezeptur jener, die vollständige Liberalisierung, Deregulierung und Globalisierung der Finanzbeziehungen empfohlen hatten. Auf den Beipackzetteln war aber nicht vermerkt, dass damit Gefahren entstehen können, die sich zu einem Systemrisiko nicht nur für Finanzmärkte, sondern auch für Wirtschaftsbeziehungen zwischen Ländern, die Weltwohlfahrt und die Stabilität marktwirtschaftlicher Systeme zusammenballen können. Freilich hat diese Befürchtung nur Substanz, wenn Finanzmärkte nicht so effizient funktionieren, wie es von der Mehrheit der Ökonomen und der für die Wirtschaftspolitik Verantwortlichen Anfang der siebziger Jahre als ehernes Gesetz erachtet worden war, gleichsam in Stein gemeißelt.

Diese Systemrisiken sind also Ergebnis wirtschaftspolitischer Entscheidungen. Die Wirtschaftspolitik entließ sich aus ihrer zuvor übernommenen Aufgabe, Risiken von Wertänderungen des Vermögens privater Anleger zu begrenzen, 1973 durch den Übergang zu flexiblen Wechselkursen, später durch Deregulierung der Finanzmärkte. Die Aufgabe institutioneller Vorkehrungen zur Begrenzung von Volatilitäten an Vermögensmärkten hat jedoch keine stabilisierend wirkenden Marktkräfte freigesetzt, sondern im Gegenteil Risiken erhöht und zu Entwicklungen an Finanzmärkten beigetragen, die den für die Wirtschaftspolitik Verantwortlichen jetzt Kopfzerbrechen bereiten. Hier wiederholt sich die Geschichte vom Zauberlehrling. Es ist vorteilhaft, wenn sich einige Besen selbst in Schwung halten und die Zimmer kehren. Aber nichts schließt aus, dass sie ein Eigenleben entwickeln und schließlich den Zauberlehrling aus dem Zimmer fegen.

### 3. Probleme internationaler Finanzbeziehungen im Zeitalter der Globalisierung

#### 3.1 Alte Weisheiten und neue Fakten

Die letzte Dekade war für die Einschätzung der Funktionsweise von Finanzmärkten revolutionierend. Bis zu Beginn der neunziger Jahre hatten Ökonomen weithin übereinstimmende Auffassungen über das Geschehen an Finanzmärkten.<sup>8</sup> Man war sicher, dass zeitliche Abfolgen der Renditen von Aktien und Anleihen ebenso unvorhersehbar sind wie die Kursentwicklung an den Devisenmärkten. Jetzt ist festzustellen, dass künftige Preise und Renditen an Finanzmärkten einschätzbare Komponenten beinhalten. Man meinte auch, langfristige Zinssätze würden allein Erwartungen über künftige kurzfristige Zinssätze reflektieren und Zinsdifferenzen zwischen Ländern würden Wechselkursänderungserwartungen verlässlich ausdrücken. Inzwischen ist gelernt worden, dass zeitvariable Risikoprämien bei Anleihen und Wechselkursen ebenso zu berücksichtigen sind wie bei Aktien. Auch schien bestätigt zu sein, dass sich die Volatilität von Finanzmarktpreisen im Zeitverlauf nicht verändert, also über die Zeit hinweg identisch verteilt ist. Dann ist es nicht möglich, aus gegenwärtiger Volatilität Schlüsse auf die künftige Volatilität zu ziehen. Auch das hat sich als Irrtum herausgestellt.<sup>9</sup>

Dieses früher als gesichert erachtete Wissen über die Funktionsweise von Finanzmärkten wies auf eine starke Annäherung an Informationseffizienz hin. Dann reflektieren Preise und Renditen alle Informationen über gegenwärtige und künftig erwartete fundamentale Daten, die für den jeweiligen Vermögenstitel zu beachten sind. In diesem Fall aber kann es an Finanzmärkten keine systematischen Extragewinne geben, genauso wenig wie das in anderen wettbewerbsintensiven Bereichen einer Volkswirtschaft der Fall ist. Die einzige Möglichkeit, überdurchschnittliche Erträge zu erzielen besteht darin, zusätzliche Risiken zu übernehmen.

Denn das Kapitalmarktmodell lehrt, dass Anleger Wertpapierportfolios auf der Opportunitätslinie wählen, weil dadurch Diversifikationsvorteile erreicht werden. Vom Gesamtrisiko spielt nach der Diversifikation nur noch die systematische Risikokomponente eine Rolle. Systematische Risiken sind deshalb auch der zentrale Erklärungsfaktor für beobachtbare Renditedifferenzen. Hoch-Risiko-Titel kompensieren die Investoren danach mit hohen Prämien auf eine risikofreie Rate.

Die sich daraus ergebende Botschaft für die Wirtschaftspolitik ist deutlich. Weil effiziente Marktergebnisse durch Eingriffe der Wirtschaftspolitik nicht

---

<sup>8</sup> Vgl. Cochrane, J.H., New facts in finance, in: Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives, Vol. 23, March 1999, S. 36–58; Cochrane, J.H., Where is the market going? Uncertain facts and novel theories, in: Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives, Vol. 21, November/December 1997, S. 3-37.

<sup>9</sup> Vgl. Cochrane, J.H., New facts in finance, a.a.O.

zu verbessern sind, hat sich der Staat als Regulierungsbehörde von Finanzmärkten zurückziehen. Dieser Weg wurde konsequent eingeschlagen, basierend auf einer konsistenten Konzeption, untermauert von empirischen Studien.

Inzwischen hat sich herausgestellt, dass Risikoparameter - wie auch immer ermittelt - keinen systematischen Zusammenhang mit Renditedifferenzen aufweisen.<sup>10</sup> Ferner zeigte sich, dass manchmal ein statistisch signifikanter „risk-return“-Zusammenhang besteht, jedoch in gegenüber der Theorie konträrer Richtung: Hoch-Risiko-Papiere werfen eine geringe Rendite ab (growth stocks), Niedrig-Risiko-Papiere eine hohe Rendite (value stocks). Das impliziert, dass einige Annahmen des Kapitalmarktmodells ungültig sein müssen. Damit bricht ein Weltbild zusammen: Die zentrale Annahme der Informationseffizienz von Wertpapiermärkten muss nach übereinstimmender Auffassung vieler Finanzexperten deshalb aufgegeben werden.<sup>11</sup> In diese Richtung weisen auch neuere empirische Untersuchungen zur Informationseffizienz des Dollar-Devisenmarktes in Deutschland. Ihre Ergebnisse kollidieren mit der These jederzeit rationaler Erwartungsbildung der Marktakteure als zentralem Baustein der Konzeption informationseffizienter Märkte.<sup>12</sup>

Das sollte Anlaß geben, die jederzeitige Effizienz deregulierter spekulativer Auktionsmärkte, so des Devisenmarktes, nicht als ehernes Gesetz zu postulieren. Bestehen aber schon begründbare Zweifel an der Informationseffizienz von Finanzmärkten, so ist noch größere Reserviertheit hinsichtlich des Beitrags allein vom privaten Optimierungskalkül gesteuerter Preisbildung an Finanzmärkten für Beschäftigung und Wirtschaftswachstum bei Preisstabilität angeraten.<sup>13</sup>

---

<sup>10</sup> Vgl. Fama, E., French, K., The Cross-Section of Expected Stock Returns, in: The Journal of Finance, Vol. 47, No. 2, June 1992, S. 427 ff.

<sup>11</sup> Vgl. Haugen, R.M. The New Finance: The Case Against Efficient Markets, Englewood Cliffs, New Jersey, 1995; Haugen, R., Finance from a New Perspective, in: Financial Management, Vol. 25, No. 1, S. 86 ff.; Fama, E., French, K., Size and Book-to Market Effects in Earnings and Returns, in: Journal of Finance, March 1995, Vol. 50, No. 1, S. 131 ff.; Campbell, J., Understanding Risk and Return, in: Journal of Political Economy, April 1996, Vol. 104, No. 2, S. 298 ff.; Ball, R., The Theory of Stock Market Efficiency: Accomplishments and Limitations, in: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 8, 1995, S. 4 ff.; Shleifer, A., Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance, Oxford 2000; Binswanger, M., Stock markets, speculative bubbles and economic growth. New dimensions in the co-evolution of real and financial markets, Cheltenham, Northampton 1999, S. 132 ff.

<sup>12</sup> Vgl. Filc, W., Das Ende der Effizienzträume, in: Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, 42. Jg., 1997, S. 99 ff.; Frömmel, M., Menkhoff, L., The Informational Efficiency of Financial Marktes and Macroeconomic Equilibrium, in Filc, W., Köhler, C. (Hrsg.), Macroeconomic Causes of Unemployment: Diagnosis and Policy Recommendations, Berlin 1999, S. 163 ff.; Almekinders, G.J., Rovers, M., Are Floating Exchange Rates Driven By News?, in: Konjunkturpolitik, 40. Jg., H. 1 (1994), S. 40 ff.

<sup>13</sup> Vgl. Filc, W., Gefahr für unseren Wohlstand. Wie Finanzmarktkrisen die Weltwirtschaft bedrohen, Frankfurt a.M. 2001, S. 48 ff.

Auf informationsineffizienten Märkten gibt es Legionen von Asymmetriesituationen. Sie blockieren profitable Transaktionen und führen deshalb zu Falschbewertungen. Soll Marktversagen bei Wertpapiergeschäften vermieden werden, sind institutionelle Designs erforderlich. Zweck ist es, Informationsasymmetrien zu überbrücken. Fehlt Finanzmärkten Informationseffizienz, so sind aber nicht nur Design-Überlegungen für Wertpapiere anzustellen, sondern auch für Organisationen, für die institutionelle Einbettung des Handelns an Finanzmärkten. Das gilt auch und insbesondere für Devisenmärkte als Schaltstelle zwischen Wirtschafts- und Währungsräumen. Fehlt es hieran, so übertragen sich Fehlentwicklungen an Finanzmärkten auf andere Märkte. Das Ergebnis kann ein Kollaps des Finanzsystems eines Landes sein, mit einer wirtschaftlichen Depression im Gefolge. Ein Blick auf die Finanzkrisen in Schwellenländern Südostasiens von 1997 macht das deutlich.<sup>14</sup>

### *3.2 Die Finanzmarktkrisen in Südostasien von 1997*

In den Schwellenländern Südostasiens hatten sich bis 1997 die wirtschaftlichen Lebensbedingungen spektakulär verbessert. Allein von 1990 bis 1996, dem Jahr vor der Krise, waren die Einkommen pro Kopf der Bevölkerung, bereinigt um Preissteigerungen, zwischen 40 % in Indonesien und 48 % in Thailand gewachsen. Das asiatische Wirtschaftswunder bis 1997 hatte der größten Zahl von Menschen den höchsten Wohlstandsgewinn der Geschichte gebracht.

Es sind ökonomische Fakten, es ist kein Mythos, kein asiatisches Geheimnis, die den Erfolg dieser Länder erklären. Denn Wirtschaftswachstum verlangt Investitionen, den Aufbau eines leistungsfähigen Kapitalstocks, Investitionen in Ausbildung, Schulen und Universitäten, also den Aufbau von Humankapital. In beiden Bereichen sind die südostasiatischen Schwellenländer weltweit führend. Der Anteil der Investitionen am Gesamteinkommen in Indonesien, Thailand, Malaysia und Südkorea lag im Zeitraum von 1990 bis 1996 zwischen 30 % und 40 %. Entsprechend hoch waren die Sparquoten, also Anteile der Einkommen, die nicht konsumiert, sondern für die Ausweitung des Sachkapitalbestands verwendet werden, mit Werten von 30 % bis 39 % enorm hohen Raten, verglichen mit einer Sparquote in Deutschland von rund 10 %.

Darüber hinaus gab es stabile Rahmenbedingungen, um das Verhalten der Menschen langfristig zu orientieren, also in Sachkapital und Ausbildung zu investieren, um später hieraus Erträge zu erzielen. Hierzu zählen niedrige Inflationsraten, die zwischen 3 % und 9 % streuten - angesichts des hohen Wirtschaftswachstums niedrige Werte - gesunde Staatsfinanzen, Investitionen anreizende Zinssätze sowie stabile Wechselkurse als Bedingung für ausländische Investoren, sich in diesen Ländern zu engagieren.

---

<sup>14</sup> Vgl. ebenda S. 10 ff.

Und das taten sie dann auch, und zwar massenhaft. In den drei Jahren vor Ausbruch der Finanzkrise Mitte des Jahres 1997 verzeichneten fünf asiatische Krisenländer einen Nettokapitalimport von nahezu 230 Mrd. \$ (vgl. folgende Tabelle). Damit hatten die Bankensysteme dieser Länder ungefähr doppelt so viel Geldzuflüsse aus dem Ausland zu absorbieren wie zur Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten erforderlich waren.

*Externe Finanzierung von fünf asiatischen Krisenländern<sup>1</sup> (Mrd. \$)*

	1994	1995	1996	1997 <sup>2</sup>
Leistungsbilanzsaldo	- 24,6	- 41,3	- 54,9	- 26,0
Nettokapitalimport (Kapitalbilanzsaldo)	47,4	80,9	92,8	15,2
Devisenbilanzsaldo (Veränderung zentraler Währungsreserven)	5,4	13,7	18,3	- 22,7

<sup>1</sup>: Indonesien, Malaysia, Philippinen, Südkorea, Thailand

<sup>2</sup>: geschätzt

*Quelle: Radelat, S., Sachs, J., The Onset of the Asian Financial Crisis, Manuskript, 30.3.1998*

Die Zentralbanken dieser fünf Länder mussten in den drei Jahren vor der Finanzkrise Devisen in Höhe von rd. 35 Mrd. \$ kaufen und im Gegenzug Zentralbankgeld bereitstellen. Das heizte die Inflation in diesen Ländern an, war aber unabweisbar, um Aufwertungen ihrer Währungen zu verhindern, die zu sinkenden Exporten und steigenden Importen geführt hätten. Diese Länder wurden mit Auslandsgeld überschüttet. Der Geldzufluss war kein „Holgeld“, im Ausland aufgenommen, um Investition und Konsum zu finanzieren, sondern es war „Bringgeld“, Mittel, die aus Renditeüberlegungen unter Ausblendung möglicher Risiken von ausländischen Investoren in diesen Ländern angelegt wurden. Dabei achteten die Anleger darauf, Kredite in ihrer eigenen Währung zu vergeben, nicht in Währungen der Schwellenländer. Dadurch wurden die Währungsrisiken auf die Empfängerländer abgewälzt.

Über Jahre hinweg waren die Schwellenländer Südostasiens von Industrieländern, angeführt vom Internationalen Währungsfonds, bedrängt worden, ihre Finanzmärkte zu liberalisieren und für Auslandsanlagen zu öffnen. Die ideologische Position für diese Empfehlung liegt auf der Hand: Vollständig

freie Finanzmärkte sind eine Quelle größeren Wirtschaftswachstums. Kann auf Finanzmittel des Auslands zurückgegriffen werden, so kann über die inländische Ersparnis hinaus investiert werden. Freilich war es nicht allein die Besorgnis über die wirtschaftlichen Lebensbedingungen der Menschen in Schwellenländern, welche Regierungen von Industrieländern und den Internationalen Währungsfonds bewogen hatten, für eine vorbehaltlose Öffnung von Finanzmärkten der Schwellenländer für Ausländer zu sorgen. Schließlich lockten hier hohe Renditen, doppelt so hoch wie in Industrieländern. Zudem wird in der Realität der Länder Südostasiens mit im internationalen Vergleich extrem hoher Ersparnisbildung der Auslandsgeldzufluss kaum einen Beitrag für Wirtschaftswachstum und Beschäftigung geleistet haben.

Das Fehlen von Warnsignalen im Vorfeld der Finanzkrise Südostasiens weist auf ihre zentrale Ursache hin: eine plötzliche Umkehr von Erwartungen. Wären Risiken erkannt worden, so hätten ausländische Anleger vor Beginn der Krise steigende Risikoprämien bei Investitionen in diesen Ländern verlangt und sich bei weiteren Anlagen zurückgehalten. Die Fakten weisen auf das Gegenteil hin. Seit der Lösung der Finanzkrise Mexikos im Frühjahr 1995 gingen bis Mitte 1997 die Zinssätze, zu denen sich Schwellenländer an den internationalen Finanzmärkten finanzieren konnten, stetig zurück. Weltweit führende Institute, die sich auf die Einschätzung von Kreditrisiken spezialisiert haben, etwa Standard & Poor's und Moody's, stuften diese Länder Südostasiens im Vorfeld der Krise immer höher und damit kreditwürdiger ein. Auch der Internationale Währungsfonds wurde von der Krise überrascht; allein die Spekulanten hatten sich richtig positioniert.

Am 2. Juli 1997 war es so weit. Auf einen Schlag wurden in Bangkok viele Milliarden Baht gegen US-Dollar getauscht. Die Zentralbank eines wirtschaftlich gesehen kleinen Landes mit einem Sozialprodukt von nicht ganz 2 % Japans und mit einer Kaufkraft der Bevölkerung, die der des US-Bundesstaates Massachusetts annähernd entspricht, kann dann nicht gehalten. Sofort wertete der Baht um 30 % gegenüber dem Dollar ab. Dann ging es Schlag auf Schlag weiter. Von Thailand über Malaysia bis hin zu den Philippinen wurde eine Währung nach der anderen angegriffen. Die Hiobsbotschaften aus der entzauberten asiatischen Wirtschaftswunderwelt rissen nicht mehr ab. Die Krise eskalierte. Nach Ausbruch der Währungs-krise in Südostasien ergaben sich maximale Abwertungsraten der indonesischen Rupiah von 84 %, des thailändischen Baht von 56 %, des südkoreanischen Won von 55 %, des malaysischen Ringgit von 46 %, des philippinischen Peso von 42 %.

Es schloss sich ein Absturz an vielen Aktienmärkten asiatischer Länder an. Ebenso wie am Devisenmarkt, so zeigten sich auch an den Aktienmärkten Dominoeffekte und Herdenverhalten: Die Infektion Thailands griff auf andere Länder derselben Region über. Devisen- und Finanzmärkte asiatischer Schwellenländer wurden von Kapitalanlegern aus Japan, Europa und den

USA in einen Topf geworfen, ganz gleich, wie die wirtschaftlichen Fundamentaldaten der Länder aussahen. Die Thailandkrise wurde zur Asienkrise.

### 3.3 Kosten von Finanzmarktkrisen

1993 lebten in den Ländern Südostasiens 432 Millionen Menschen unterhalb der Armutsschwelle, 1996 266 Millionen. In Indonesien gilt ein Mensch als arm, wenn er weniger als einen US-Dollar pro Tag zur Verfügung hat, in Thailand 1,5 US-Dollar, in Stadtgebieten Südkoreas 8 US-Dollar. Aber die Finanzkrise von 1997 ließ die Armut in dieser Region drastisch steigen. Galten 1996 11,3 % der Indonesier als arm, so war dieser Anteil 1998 auf 16,7 % angeschwollen, also ungefähr um die Hälfte. Besonders hart hatte es Südkorea getroffen. Bei der städtischen Bevölkerung verdoppelte sich die Armutsrate auf 19,2 %. In den Krisenländern fielen viele Millionen Menschen in die Armut zurück. Das Finanzdebakel war zur wirtschaftlichen Katastrophe geworden. Ihre Folgen werden noch jahrelang spürbar sein, auch dann, wenn Produktion und Einkommen in dieser Region inzwischen wieder steigen. Denn Schieflagen von Banken der Krisenländer konnten noch nicht behoben werden. Viele Banken weisen Forderungen aus, die keinen Wert mehr haben, weil Unternehmen im Zuge der Wirtschaftskrise reihenweise in Konkurs gegangen sind. Über ein Viertel der an der Börse notierten Unternehmen in Südkorea, Malaysia und Thailand sind außerstande, Schuldzinsen zu zahlen. Man schätzt, dass Ausleihungen von Banken in der Größenordnung von bis zu 60 % des Bruttoinlandsprodukts abzuschreiben sind. Bei vielen Banken sind die Verbindlichkeiten höher als die ertragbringenden Aktiva. Das ist der klassische Fall von Insolvenz. Kommt es aber zum Konkurs, so sind die Einleger bei den Banken die Dummen, wiederum also die Bevölkerung. Weil in diesen Ländern keine Einlagensicherung besteht, verlören bei einer Zahlungsunfähigkeit von Geschäftsbanken weite Kreise der Bevölkerung den letzten Baht, Won, die letzte Rupiah. Deshalb ist die Asienkrise noch längst nicht ausgestanden. Krisen sind nicht schon dann überwunden, wenn das Sozialprodukt wieder wächst.

Die folgende Tabelle weist Kosten von Finanzkrisen in verschiedenen Ländern aus, die aus der Rekapitalisierung von Geschäftsbanken entstanden sind. Freilich ist das allein ein begrenzter Ausschnitt der tatsächlich anfallenden Kosten. Armut, das Scheitern wirtschaftlicher Existenzen und das Elend der Bevölkerung werden darin ebenso wenig erfasst wie politische Spannungen, die Radikalisierung der Bevölkerung gegen marktwirtschaftliche Prinzipien, gegen die Offenheit der Wirtschaftsbeziehungen, schließlich gegen offene Gesellschaften.

*Kosten der Rekapitalisierung von Banken in verschiedenen Ländern*

Zeit	Land	Kosten in % des BIP
1980 – 1982	Argentinien	58
seit 1997	Indonesien	50 – 55
1981 – 1983	Chile	41
seit 1997	Thailand	33
seit 1997	Südkorea	27
seit 1997	Malaysia	21
1995	Mexiko	20

*Quelle: Caprio, G., Klingebiel, D., Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises, Manuskript, Weltbank, Oktober 1999*

Nichts schließt aus, dass sich Finanzkrisen, wie gegen Ende der neunziger Jahre, künftig wiederholen, möglicherweise mit steigendem Ausmaß und wachsender Frequenz. Wie lange hält ein offenes Welthandels- und Finanzsystem das aus, wie lange das System offener Gesellschaften? Die dreißiger Jahre lassen dann grüßen: Protektionismus überall, Zusammenbruch der internationalen Wirtschaftsbeziehungen, weltweite Rezession, Radikalisierung des politischen Lebens, mit allen Folgen, die schon einmal den Keim für schreckliche Entwicklungen gelegt haben. Eine größere Stabilität der internationalen Finanzarchitektur ist deshalb kein Selbstzweck, sondern sie dient der Offenheit von Wirtschafts- und Gesellschaftssystemen überall in der Welt. Das verlangt international geltende Regeln. Sie beinhalten eine internationale Abstimmung der Wirtschaftspolitik sowie von Rechtsnormen.

#### **4. Wege zur Stabilisierung der internationalen Finanzbeziehungen**

##### *4.1 Grundlegende Prinzipien*

Ohne leistungsfähige und stabile Finanzmärkte ist es ausgeschlossen, eine befriedigende wirtschaftliche Entwicklung zu erzielen. Denn zusammen mit den Lohnsätzen bestimmen der Außenwert einer Währung und das Zinsniveau Konjunktur und Wirtschaftswachstum, die preisliche internationale Wettbewerbsfähigkeit eines Landes, damit seinen Leistungsbilanzsaldo, Richtung und Ausmaß des internationalen Kapitalverkehrs, die Binnenkaufkraft des Geldes und die Einkommensverteilung. Weil von diesen Preisen

zwei an Finanzmärkten gebildet werden, nämlich der Wechselkurs und Zinssätze, kann die Bedeutung finanzieller Beziehungen für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung kaum überschätzt werden. Es ist deshalb die Aufgabe einer verantwortungsbewussten Geld- und Währungspolitik, wirtschaftliche Fehlentwicklungen als Folge falscher Zinssätze und Wechselkurse zu vermeiden.

Die Erfahrungen aus den jüngsten Finanzkrisen haben Gefährdungspotenziale instabiler nationaler Finanzmärkte sowie internationaler Finanzbeziehungen drastisch aufgezeigt. Zudem werden regionale Finanzmarktstörungen im Zuge der Globalisierung der Märkte weltweit wirksam. Deutlich wurde auch, dass es nicht ausreicht, für eine angemessene Wirtschaftspolitik im eigenen Land zu sorgen, um vor Finanzmarktkrisen geschützt zu sein. Um künftig Finanzmarktkrisen präventiv zu begegnen, bedarf es dreier Voraussetzungen:

Erstens sind strukturelle Schwächen nationaler Finanzmärkte und der internationalen Finanzbeziehungen aufzudecken und zu beheben. Insbesondere gilt es, das institutionelle Rahmenwerk des Handelns an Finanzmärkten den Bedingungen globalisierter Finanzbeziehungen anzupassen. Das ist der Bereich mikroökonomischer oder struktureller Reformen.

Zweitens muss die gesamtwirtschaftliche Entwicklung verstetigt werden, sie muss berechenbarer werden. Damit können Risiken von Finanzgeschäften gesenkt werden, das Finanzsystem wird krisenfester.

Drittens ist es eine wichtige Aufgabe der Regierungen und internationaler Institutionen, wie Weltbank und IWF, das institutionelle Vakuum zu füllen, das sich aus der Entnationalisierung von Wirtschaft und Wirtschaftspolitik im Zuge der Globalisierung aufgetan hat. Ohne sehr viel stärkere internationale wirtschaftspolitische Kooperation ist dieses Ziel als Vorbedingung einer stabilen internationalen Finanzarchitektur nicht zu erreichen.

Seit den Finanzkrisen in Südostasien lassen sich zwei Positionen unterscheiden, wie künftig Finanzkrisen zu vermeiden sind, jene der „Strukturalisten“ und die der „Systemkritiker“. Die Anhänger der Strukturhypothese verweisen allein auf Defizite bei Transparenz, Bankenaufsicht, Risikovor-sorge, auf mangelhafte Ausbildung der Beschäftigten im Finanzsektor und auf andere Defekte, die in Institutionen und Unternehmen bestehen. Deshalb gilt es, diese Strukturprobleme zu beseitigen, um Finanzkrisen im Ansatz zu verhindern.

Systemkritiker betonen dagegen, dass es neben diesen unerlässlichen Strukturreformen eines überschaubaren wirtschaftlichen Umfelds bedarf, um Risiken an Finanzmärkten zu begrenzen. Deshalb ist es geboten, Maßnahmen der Wirtschaftspolitik vor allem zwischen den großen Industrieländern abzustimmen und ihre internationalen Auswirkungen zu berücksichtigen. Das aber verlangt internationale Kooperation als Pendant zur Globalisierung der Märkte.

#### 4.2 Mikroökonomische Ansätze

Seit der Asienkrise konzentrieren sich Bestrebungen zur Reform der internationalen Finanzarchitektur auf größere Transparenz der nationalen Wirtschafts- und Währungspolitik, eine intensivere Finanzmarktaufsicht mit länderübergreifenden Standards, die Einbeziehung des privaten Sektors bei der Bewältigung von Finanzmarktkrisen und die Stärkung internationaler Organisationen.

Risiken von Finanzkontrakten sind untrennbar verbunden mit Informationsproblemen, die letztlich nicht ganz auszuräumen sind. Nehmen sie aber überhand und treten daneben noch andere Fehlentwicklungen auf, wie erhebliche außenwirtschaftliche Ungleichgewichte oder rasante Kursänderungen an den Devisenmärkten, so legt das die Saat für Finanzmarktkrisen. Offenheit und Transparenz allerorten sind notwendig, um Risiken zu erkennen, um zu vermeiden, dass Informationsasymmetrien zum Vorteil weniger genutzt werden, denen Nachteile vieler gegenüberstehen. Dabei sind nicht allein Bankenaufsicht, Zentralbanken und Finanzministerien der Länder aufgerufen, sondern auch einflussreiche internationale Organisationen, vor allem IWF und Weltbank.

Inzwischen sind einige Maßnahmen durchgesetzt worden, die zu größerer Transparenz des Geschehens an Finanzmärkten beitragen sollen. Damit soll es ermöglicht werden, Risiken besser einzuschätzen. Vereinbart wurde, Transparenz-Kodizes und Standards bewährter Praktiken zur Bereitstellung von Informationen abzustimmen und umzusetzen. Regeln für Transparenz von Finanztransaktionen sollten selbstverständlich sein. 47 Staaten haben sich verpflichtet, die Märkte mit allen verlangten Informationen zu versorgen. Fernziel ist es, dass künftig allein Ländern Zugang zu internationalen Finanzmärkten gewährt werden soll, die diese Standards praktizieren.

Fortschritte sind auch bei der Verbesserung der Finanzmarktaufsicht erreicht worden. Auf dem Weg sind zudem Ansätze, um zuverlässigere Aufsichtsstrukturen für die Finanzmärkte in Schwellen- und Transformationsländern einzurichten, ebenso wie eine engere Zusammenarbeit zwischen nationalen und internationalen Aufsichtsbehörden, etwa der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich und dem Internationalen Währungsfonds.

Aber diese auf Strukturreformen von Finanzsystemen und des internationalen Kapitalverkehrs abzielenden Ansätze allein genügen nicht, um Finanzkrisen künftig auszuschalten. Sie können keine Risiken ausräumen, die auf dem Nährboden starker und nicht einschätzbarer Volatilität von Wechselkursen und Zinssätzen wuchern. Deshalb sind die unerlässlichen strukturellen Reformen der Finanzarchitektur durch ein stabiles makroökonomisches Rahmenwerk zu ergänzen, passend zur Freizügigkeit der internationalen Wirtschaftsbeziehungen.

### 4.3 Regeln für Finanzmärkte

Ein stabiles makroökonomisches Rahmenwerk verlangt Regeln, die international abzustimmen sind. Bindende Verhaltensregeln zum Ausschalten schwerer Gefahren sind in jeder sozialen Organisation erforderlich, so auch im wirtschaftlichen Bereich. In allen entwickelten Volkswirtschaften gibt es eine Monopolgesetzgebung, ein Konkursrecht und vielfältige andere Aufsichtsregelungen, die einseitige Vorteile des einen zu Lasten des anderen vermeiden, Vorteilsnahme und Betrug ausschalten sollen. Wohl niemand wird an derartigen Regeln für die soziale Organisation des Wirtschaftens etwas auszusetzen haben.

Es muss aber auch Regeln für Lohnsätze, Zinssätze und Wechselkurse als die drei zentralen Preise einer jeden Ökonomie geben. Für die Lohnfindung und die Zinsentwicklung wird das auch so gesehen. Überall in entwickelten Volkswirtschaften werden Lohnsteigerungen am Fortschritt der Arbeitsproduktivität orientiert. Auch für die Zinsentwicklung gibt es eine entsprechende Richtschnur. Ersparnisbildung verlangt einen Anreiz. Der Sparer muss für seinen Verzicht auf Konsum durch einen später größeren Konsum entschädigt werden. Das erfordert eine Rendite, die über der Inflationsrate liegt, also einen positiven Realzins. Hieran orientiert sich jede Zentralbank, die gesamtwirtschaftlichen Zielen verpflichtet ist. Keine Zentralbank würfelt, wenn sie Leitzinssätze ändert.

Außermarktmäßige Instanzen, Zentralbanken oder andere Währungsbehörden, sollten auch die Kursentwicklung an den Devisenmärkten kanalisieren und damit prägen. Denn ohne Regeln für den Devisenmarkt können Finanzmärkte, das Finanzsystem eines Landes, die Finanzarchitektur der Welt und schließlich die Weltwirtschaft in Krisen gerissen werden, wenn die Kursentwicklung an den Devisenmärkten gänzlich aus den Fugen gerät. Es sollte unstrittig sein, dass ein stabiles internationales Finanzsystem ohne stabile Wechselkurse nicht erreichbar ist. Dabei geht es nur vordergründig um den alten Streit, ob feste oder flexible Wechselkurse vorzuziehen sind, sondern darum, wie stabilere Währungsverhältnisse erreicht werden können. Außerdem muss verhindert werden, dass ganze Volkswirtschaften Opfer spekulativer Attacken auf ihre Währungen werden. Paul Krugman sprach das in einem Interview mit dem „SPIEGEL“ vom 16.8.1999 an. Er verwies auf rechtliche Folgen der Verwendung von Insider-Informationen und des Streuens haltloser Gerüchte bei der Aktienspekulation und fuhr fort: „Betreibst Du dieses Spiel gegen ein Unternehmen, wirst Du bestraft; betreibst Du es gegen ein ganzes Land, ist es absolut legal. Wir brauchen endlich internationale Regeln, die so etwas verhindern.“ So ist es: Wir brauchen Leitplanken für Devisenmärkte.

Eine stetige und einschätzbare Kursentwicklung an Devisenmärkten setzt voraus, dass Wechselkurstrends von ökonomischen Fundamentaldaten der Länder bestimmt werden. Hierzu bedarf es eines passenden internationalen Rahmens. Das ist der Kern einer „kontrollierten Wechselkursflexibili-

tät“.<sup>15</sup> Die marktmäßige Globalisierung sollte durch außermärkliche Institutionen gefestigt und abgesichert werden. Die notwendigen strukturellen und deshalb mikroökonomisch orientierten Reformen der internationalen Finanzarchitektur sind durch eine zwischen den großen Wirtschafts- und Währungsräumen der Welt abgestimmte makroökonomische Stabilisierungspolitik und ein Organisationsdesign zu ergänzen, um Devisenmärkte nicht Quelle wirtschaftlicher Fehlentwicklungen werden zu lassen. Gewiss, hierfür gibt es keinen Königsweg, aber Fortschritte auf diesem Feld sind erforderlich, um künftig Finanzmarktkrisen präventiv zu begegnen.<sup>16</sup>

Die Globalisierung der Wirtschaftsbeziehungen verlangt kooperatives Handeln.<sup>17</sup> Kooperation bietet die Chance, die Wohlfahrt in allen beteiligten Ländern zu erhöhen. Mehr noch muss die nationale Wirtschaftspolitik von einer globalen Wirtschaftspolitik ersetzt werden. Nur so kann vermieden werden, dass die Globalisierung in eine Falle führt, die, schnappt sie zu, die Weltwirtschaft implodieren lassen kann. Globale Märkte und nationalstaatliche Parzellierung der Wirtschaftspolitik passen nicht zusammen. Zudem bedarf es eines globalen institutionellen Rahmenwerks, mithin rechtlicher Normen, die Finanzmärkten und internationalen Finanzbeziehungen als Stützpfeiler dienen.

Ein Beispiel für erfolgreiche Kooperation ist der internationale Seeverkehr. Auf hoher See war es früher immer wieder zu Havarien gekommen, weil es keine allgemein akzeptierten Ausweichregeln gab. Erst zu Beginn des 20. Jahrhunderts wurde die Seestraßenordnung erlassen, die von allen seefahrenden Nationen als verbindliches Recht anerkannt wird. Sie legt fest, dass „rechts vor links“ gilt. Diese Regelung besitzt Bestandskraft, weil alle Teilnehmer am Seeverkehr besser gestellt werden. Es ist zu hoffen, dass künftig die makroökonomischen Aspekte der Kooperation in Wirtschafts- und Währungsfragen und ihre Vorteile stärker in das Blickfeld gerückt werden.

---

15 Vgl. Filc, W., Exchange rate systems and financial stability. Some general considerations, in: Arndt, S., Handler, H., Salvatore, P. (Hrsg.), *Eastern Enlargement: The Sooner, the Better?*, Wien 2000, S. 195 ff.; Filc, W., Wege zur Stabilisierung des internationalen Währungssystems, in: Otto Brenner Stiftung (Hrsg.), *Neue Wege der Regulierung*, Hamburg 2001, S. 34 ff.

16 Vgl. Filc, W., Exchange Rate Systems and Financial Stability: General Considerations, Experiences and Prospects, Contribution to the Conference „Towards Regional Currency Areas“, Santiago – Chile, March 2002, Veröffentlichung in Vorbereitung (<http://sceco.univ-aix.fr/cefi/actualites/filc.pdf>); Mundell R.A., Currency Areas, Volatility and Intervention, in: *Journal of Political Modeling*, 2000, S. 1 ff.

17 Vgl. Klodt, H., Internationale Politikkoordination: Leitlinien für den globalen Wirtschaftspolitiker, in: Institut für Weltwirtschaft Kiel, *Kieler Diskussionsbeiträge*, Nr. 343, 1999.

## 5. Schlussbemerkungen: Global Governance

Im Zuge der Globalisierung werden wirtschaftliche Fehlentwicklungen irgendwo in der Welt zu Ereignissen, die wie die Schockwellen eines Erdbebens rund um den Globus laufen und die Volkswirtschaften anderer Länder erschüttern können. Denn die Globalisierung bringt es mit sich, dass sich kein Land von Fehlentwicklungen in einem anderen Land abzuschotten vermag.

Die Globalisierung der Märkte geht mit zunehmender regionaler wirtschaftlicher Integration einher, ob in Europa (Europäische Union), in Asien (ASEAN) oder in Amerika (NAFTA und Mercosur). Regionale Kooperation und Integration sind die Schlüssel zum Erfolg, wenn es um Handelsbeziehungen geht. Für Finanzbeziehungen ist das im Zeitalter der Globalisierung jedoch unzureichend. Eine stabilere weltweite Finanzarchitektur verlangt interkontinentale Kooperation. Voraussetzung für größere Stabilität des Finanzsystems ist eine stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik in jedem Land. Aber das allein reicht nicht, weil die Dynamik des Marktgeschehens immer wieder Fehlentwicklungen von Wechselkursen auslösen kann. Wie dagegen vorzugehen ist, ist eine Frage der Zweckmäßigkeit. Zentral aber ist, in den Köpfen der für die internationale Wirtschaftspolitik Verantwortlichen zu verankern, dass die marktmäßige Globalisierung der Finanzbeziehungen eine flankierende institutionelle Globalisierung erfordert, also Global Governance. Die unsichtbare Hand des Markts bedarf ihrer sehr sichtbaren Lenkung durch allgemein akzeptierte Kodizes und gesetzliche Regeln.

Denn die Erfahrungen der letzten Jahre haben schmerzhaft verdeutlicht, dass an dem früher verbreiteten Glauben an die jederzeitige Effizienz von Finanzmärkten nichts dran ist, was weitere Beachtung verdient. Finanzmärkte sind „inhärent instabil“ (Walter Eucken). Sie bedürfen fester, systemstabilisierender Regeln. Weil es daran aber fehlt, können World Player oder der vereinigte Lemminge-Instinkt fehlinformierter Finanzanalysten immer wieder Panikreaktionen auslösen, die das Weltfinanzsystem extrem belasten, die Glaubwürdigkeit der Liberalisierung der internationalen Wirtschaftsbeziehungen, ja die Überlegenheit des marktwirtschaftlichen Systems als Ordnungsprinzip und selbst offene Gesellschaften in Frage stellen. Und weil die Deregulierung der globalen Finanzmärkte von einflussreichen Kräften immer noch als politisch korrekt dargestellt wird, sind diese Gefahren allgegenwärtig.

Trotz dieser Widerstände ist die Wirtschaft, vor allem die Finanzindustrie, in Regeln einzubetten, die von der Politik vorzugeben und an gesellschaftlichen Vorstellungen zu orientieren sind. Nicht alles, was den großen Finanzinstituten nützt, dient auch allen Menschen gleichermaßen. Die Marktwirtschaft wird nur dann ihre Glaubwürdigkeit erhalten können, wenn sie von einem passenden sozialen und politischen Rahmenwerk flankiert wird. Außermarktmäßige Institutionen bieten drei Funktionen, ohne welche Märkte und die Marktwirtschaft dauerhaft nicht bestehen können: Sie regulieren, sie stabilisieren, sie legitimieren Marktergebnisse. Das ist der Grund, wa-

rum in allen stabilen Gesellschaften und in jeder stabilen Volkswirtschaft Institutionen bestehen, die unfairen Wettbewerb unterbinden, die Schwindel bestrafen. Monetäre und fiskalische Institutionen glätten konjunkturelle Ausschläge, Sozialsysteme bringen Marktergebnisse in Übereinstimmung mit gesellschaftlichen Präferenzen. Im internationalen Kontext gibt es funktionsfähige Institutionen dieser Art jedoch noch nicht.

Dieser Kontrast zwischen marktmäßiger Globalisierung und nationalstaatlicher Parzellierung regulierender außermärklicher Institutionen ist augenfällig. Denn eine Konsequenz der Globalisierung ist der Souveränitätsverlust von Regierungen als Folge der Entgrenzung aller territorial gebundenen sozialen Systeme, also auch der Wirtschaft. Nationalstaatliche Steuerungskompetenzen sind von der internationalen Vernetzung vor allem der Finanzmärkte ausgehebelt worden. Ohne eine global orientierte Politik wird sich der gestaltende Einfluss außermärklicher Institutionen auf Finanzmärkte und die wirtschaftliche Entwicklung nicht zurückgewinnen lassen. Auch fehlt es an einer supranationalen Institution, die abseits einer nationalstaatlichen Perspektive, allein der Weltwohlfahrt verpflichtet, die Rolle eines ehrlichen Maklers übernehmen könnte.

Die Globalisierung der Märkte verlangt also eine global orientierte Wirtschaftspolitik, die zwischen den großen Industrieländern abzustimmen ist sowie Global Governance. Globale Märkte und eine an nationalen Grenzen orientierte Wirtschaftspolitik sowie an Währungsräumen ausgerichtete Aufsichtsorgane des Finanzsektors passen nicht zusammen. Aber auch auf diesem Feld ist der Fortschritt eine Schnecke. Die Weltwirtschaft leidet an einer Inkonsistenz der Politik. Es sind kaum Fortschritte bei der Anpassung der Politik an das Tempo der Globalisierung erkennbar. Weder ist ein globaler Ordnungsrahmen entstanden, der wie in den Nationalstaaten wirtschaftliche Beziehungen regelt, noch gibt es eine globale Verantwortung für die globale wirtschaftliche Entwicklung. Vor allem die Regierungen der großen Industrieländer dürfen sich aber ihrer gemeinsamen Verantwortung für die Weltwirtschaft nicht entziehen. Rund 60 % des Weltsozialprodukts werden in den USA, der Europäischen Union und Japan erzeugt, und 80 % der weltweiten Finanztransaktionen werden in Dollar, Euro und Yen abgewickelt. Eine wichtige Bedingung für weltweite wirtschaftliche Stabilität sind deshalb die Fähigkeit und Bereitschaft Europas, der USA und Japans zur Kooperation der Wirtschaftspolitik, auch der Währungspolitik. Ohne klare Regeln geht das nicht. Erst wenn der Kern der Weltwirtschaft stabil ist, sind Voraussetzungen gegeben, größere Stabilität an der Peripherie zu erreichen, also in Schwellen- und Entwicklungsländern.

## **Impressum**

### *Herausgeber*

Prof. Dr. Bernd von Hoffmann, Prof. Dr. Gerhard Robbers

### *Unter Mitarbeit von*

Ira Das, Angelika Günzel, Stephanie Lühl, Timo Rosenkranz  
und Stefan Schulz

### *Redaktionelle Zuschriften*

Institut für Rechtspolitik an der Universität Trier,  
Im Treff 24, 54296 Trier, Tel. +49 (0)651 / 201-3443  
Homepage: <http://www.irp.uni-trier.de>,  
Kontakt: [sekretariat@irp.uni-trier.de](mailto:sekretariat@irp.uni-trier.de).

Die Redaktion übernimmt für unverlangt eingesandte Manuskripte keine Haftung und kann diese nicht zurückschicken. Namentlich gezeichnete Beiträge geben nicht in jedem Fall die Meinung der Herausgeber/Redaktion wieder.

### *Bezugsbedingungen*

Die Hefte erscheinen in unregelmäßigen Abständen mehrfach jährlich und können zum Stückpreis zuzüglich Porto im Abonnement oder als Einzelheft bei der Redaktion angefordert werden. Die zur Abwicklung des Abonnements erforderlichen Daten werden nach den Bestimmungen des Bundesdatenschutzgesetzes verwaltet.

© Institut für Rechtspolitik an der Universität Trier, 2002

ISSN 1616-8828