

ARGUMENTE FÜR EINE NEUREGULIERUNG DER GLOBALEN FINANZEN

1. Folgen der Globalisierung	80
2. Kreislauftheoretische Erklärungen	80
3. Beauty Contest und Kapitalmarktinflation	83
4. Ponzi-Finanzierung	85
5. Globale Risikoprivatisierung und systemische Folgen	86
6. Krisenmuster, integrierte und periphere Märkte	90
7. Die World Financial Authority als globaler Regulator	92
8. Ineffiziente Privatisierung	93
9. Die kommende Dollarabwertung	96
10. Die Vision von einer globalen res publica	98

Egon Matzner

**Sozialökonom;
Gastprofessor an
europäischen und
nordamerikanischen
Universitäten**

Auszug aus WISO 3/2001

isw

Institut für Sozial- und Wirtschaftswissenschaften

Weingartshofstraße 10

A-4020 Linz, Austria

Tel.: +43(0)732 66 92 73, Fax: +43 (0)732 66 92 73 - 2889

E-Mail: wiso@ak-ooe.at

Internet: www.isw-linz.at

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.

1. Folgen der Globalisierung

*Lebenschancen
direkt oder
indirekt
beeinflusst*

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 gibt sich mit esoterischen Modellen zufrieden, 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 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.

*keine
befriedigende
Erklärung*

2. Kreislauftheoretische Erklärungen

*Schließung der
Erklärungslücke*

Umso erfreulicher ist es, dass nunmehr zwei Bücher vorliegen, die einen wichtigen Beitrag zur Schließung dieser Erklärungslücke leisten.

John Eatwell (Queen's College, Cambridge, sowie 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 (WFA). Für eine solche WFA begründen sie einen Aufgabenkatalog und Verfahrensmodi, die noch darzulegen sein werden.

Prozess der Deregulierung

Zusammenhang mit langsamerem Wachstum und höherer Arbeitslosigkeit

World Finance Authority (WFA)

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

Theorie der Kapitalmarktinflation

mit der Wende droht Finanzkrise

Ländern sich vollziehende Expansion der Pensions- und Lebensversicherungsfonds eine entscheidende Rolle. Die Kapitalmarktinflation findet so lange statt, wie die Zuflüsse in die Fonds die Auszahlungen übertreffen. Sobald sich der Saldo dreht und die Auszahlungen überwiegen, entsteht die Gefahr einer Finanzkrise.

Verkaufserlös fließt in die Staatskasse

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.

beide Bücher ergänzen sich

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 neh-

men 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 Prognosemodelle, deren Annahmen hoffnungslos unrealistisch sind.

*Allgemeines
Gleichgewichts-
modell
ungeeignet*

*Black-Scholes-
Formel*

*Annahmen
unrealistisch*

JE&TV 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, des Defizits des öffentlichen Sektors (G-T) und des Außenhandelsaldos (X-M) sein. Josef Steindl war es bekanntlich, der die Erklärungskraft dieser Kreislaufbeziehung wieder aktualisiert hat. JE&TV und JT zeigen, dass mit diesem Ansatz auch die Entwicklung und Fehlentwicklung von liberalisierten Finanzmärkten in ihrem globalem Zusammenhang fruchtbar erklärt werden können.

*Erklärungskraft
aktualisiert*

3. Beauty Contest und Kapitalmarktinflation

Was nun die Preisbildung bei Währungen und Kapitalmarkt-

<i>"Fundamentals" nicht ausschlag- gebend</i>	<p>papieren sowie bei den korrelierenden Derivaten betrifft, so werden in den beiden Untersuchungen unterschiedliche Akzente gesetzt. JE&TV erklären die Preisbildung mit Hilfe der 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 viel zitierten 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“.</p>
<i>wirklichkeits- ferne Marktideologie</i>	<p>JT, der sich durchaus auch auf die Beauty-Contest-Metapher beruft, betont seinerseits die Rolle des Saldos der Summe der Einzahlungen in (Auszahlungen aus) die Pensions- und Lebensversicherungsfonds. Sie werden aus den steigenden Einkommen des 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.</p>
<i>Folge: Kapitalmarkt- inflation</i>	<p>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</p>
<i>Volumen neigt sich dem Ende zu</i>	

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 zurzeit nicht beurteilen, weil die erforderlichen Daten noch nicht verfügbar sind.

4. 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 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.

Spekulationsblase geplatzt

Bankenzusammenbrüche nach diesem Muster

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 durch expandierende kreditfinanzierte Investments einer drohenden Schuldenfalle entziehen wollen. Auch die Anlässe der „Ponzi-Finanzierung“ können vielfältig sein. Sie reichen von dem Wunsch nach schnellem Profit und Reichtum, der fehlschlägt, über Betrug

Pyramidenspiele und Kettenbriefe

Krisen werden geklärt 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&TV zitieren als Beispiele solcher Zusammenbrüche aus jüngster Zeit die deutsche Herrstattbank, die Vatikanbank Banca Ambrosiana und die altehrwürdige englische Baringbank. In Österreich kennt man die Beispiele der Zusammenbrüche der Handelsfirmen von VOEST und Chemie Linz. Wesentlich ist 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&TV 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 Fonds in New York, die sich im Herbst 1997 zu einer globalen Finanzkrise auszubreiten drohte. Sie konnte nur durch eine nicht ganz reguläre Feuerwehraktion unter der Leitung des Präsidenten des amerikanischen Bundesbanksystems verhindert werden.

5. Globale Risikoprivatisierung und systemische Folgen

Globalisierung des Finanzrisikos Die Globalisierung des Finanzrisikos ist, wie JE&TV 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 Unternehmungen 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 Schillingerlöses 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 zu finanzieren sind. Das Wechselkursrisiko musste privatisiert werden.

*Risiko wurde
privatisiert*

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. Risikovor-sorge 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.

*autonome
Währungspolitik
aufgegeben*

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 ist dies mit Kosten verbunden. Diejenigen, die das Hedging betreiben,

"Hedging"

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.

*systemisches
Risiko gestiegen*

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 Krankheit 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 Unternehmungen führen, aber auch Industrien und Volkswirtschaften zu Verlierern machen.

*Kollaps des
LTCM Hedge
Funds*

*Geschäft mit den
Derivaten*

Der Kollaps des LTCM Hedge Funds 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“ bezeichnet) 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 be-

gonnen 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 kurzfristige Ausbeutung großer Profitchancen. Der Großinvestor George Soros machte im Herbst 1992 mit seiner Spekulation gegen das englische Pfund und die italienische Lira, deren Abwertung er erwartete, binnen weniger Stunden einen Gewinn von mehr als 1 Mrd. Dollar. Die Verantwortlichen von Investmentfonds können auf die Nutzung einer solchen Chance gar nicht verzichten. Tun sie das, dann werden sie wegen nicht genutzter Profitmöglichkeiten abberufen.

*kurzfristige
Ausbeutung
großer
Profitchancen*

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.

Pfundabwertung

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 potenziellen Atom-Schäden. Alle diese Risiken werden gar nicht oder nur bei strikter Limitierung der Schadenssumme versichert. Die

*keine wirksame
private
Versicherung*

*Kosten trägt die
Allgemeinheit* Kosten systemischer Risiken wie jene, die auf Fehlern in der Finanzarchitektur beruhen, trägt die Allgemeinheit und nicht die Handelnden und Begünstigten des Finanzsystems.

6. Krisenmuster, integrierte und periphere Märkte

*Schaden tritt im
Abschwung ein* 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 höherem 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 weisen Immobilien im zukünftigen Krisenland höhere Wertsteigerungen auf als in anderen Ländern, was 1997 in Bangkok der Fall war. Lokale Investoren kaufen mit kurzfristigen Dollar-Krediten Immobilien. Andere Investoren folgen dem Beispiel.

*Flucht aus der
heimischen
Währung und
Zusammenbruch
folgen* 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.

Ursache wird dem "unfähigen Staat" zugeschoben

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.

die "Pioniere" realisieren die Wertsteigerungen durch Exit

Während bei Finanzkrisen, die integrierte Märkte bedrohen, Feuerwehrationen 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 für Krisen gegeben haben.

Wirtschaftswunder sind verblasst

7. Die World Financial Authority als globaler Regulator

mit triftigen Argumenten 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:

- Politik der Risikoeindämmung* 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 neo-liberale 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 Ruf finanzpolitischer Unseriosität eingetragen.) Insbesondere das Instrumentarium von Kontrollen von kurzfristigen Kapitaleinfuhren 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.
- Idee von Lafontaine, Flassbeck und Noé*
- Einhaltung der Regulierung* 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 der Finanzen 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.

*Lender of last
Resort*

*stellt Liquidität
zur Verfügung*

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 BIZ vorhanden sind, in ihre Überlegungen mit einbezogen. Die Risikoeindämmung im Rahmen der BIZ 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 ausgereizt. Als Nächstes steht die Neuregulierung an. JE&VT schlagen vor, die BIZ 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.

*Risiko-
eindämmung*

Rolle des IMF

8. Ineffiziente Privatisierung

Der herrschenden Auffassung zufolge ist privatwirtschaftliche Organisation der Produktion und Verteilung von Gütern und Leistungen prinzipiell den nichtprivaten Formen überlegen. An zwei Beispielen, die JT entwickelt, soll gezeigt werden,

<i>Privatisierung immer effizient?</i>	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.
<i>zwei Formen</i>	Die Privatisierung von Unternehmungen kann bekanntlich in zwei Formen erfolgen: zum einen durch direkten Verkauf des öffentlichen Eigentums an den privaten Eigentümer, 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. Es 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 privatisierte Unternehmung zurückfließt. Dies ist ein zusätzliches Handikap der unterkapitalisierten Unternehmungen in den ehemaligen Planwirtschaftsländern. Das zeigt sich aber auch, ebenso weltweit, am Verkauf öffentlicher Telefonunternehmen, deren Erlös zur Budgetsanierung oder Steuerensenkung 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 wurden, 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 Performance!
<i>gravierender Wettbewerbsnachteil</i>	Leistungen, die nicht direkt privatisiert werden, bieten die
<i>Telekom Austria</i>	

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 werden wiederum höhere Effizienz und vor allem die langfristige Unfinanzierbarkeit der öffentlichen Pflichtversicherung ins Treffen geführt.

*als überlegene
Vorsorgeform
dargestellt*

*"Unfinanzier-
barkeit"*

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-Dollar. Wenn das internationale Finanzsystem nicht bald krisenfester gemacht wird, dürfte das Ende drastisch ausfallen. Die Politik sollte jedenfalls nicht aus ihrer Pflicht entlassen werden.

*Kurse werden
unter Druck
geraten*

9. Die kommende Dollarabwertung

*Leistungsbilanz-
defizit 250 Mrd.
Dollar*

*Dollar müsste
um 20 bis 30
Prozent fallen*

auch Weltgeld

*amerikanische
Defizitpolitik
nicht
aufrechtzuerhalten*

Wenn es noch weiterer Beweise bedürfte, dass die Devisenmärkte nicht zu effizienter Allokation des globalen Sparkapitals beitragen und überdies nicht von objektiven 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 Aufholpotenzial 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 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 aufrechtzuerhalten. Wäre dies der Fall, dann würde der Stand der Verschuldung der USA gegenüber dem Ausland, der zurzeit 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.

*Destabilisierung
der Märkte*

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 Dollar wird um 20 bis 30 Prozent abgewertet. Das reicht aber nicht, denn es ist kreislauflogisch

*Unternehmens-
sektor fällt als
Defizit
reduzierender
Faktor aus*

Horrorszenario

*optimistisches
Szenario*

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 verteufelte „Schuldenmachen“. So einfach wird das gehen.

10. Die Vision von einer globalen res publica

Erklärung der gefährlichen Schwächen

Die Abschnitte 1 bis 9 geben wichtige Argumente wieder, die aus 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.

übereinstimmende Botschaft

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 Toporowski 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.

INSTITUT FÜR SOZIAL- UND WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTEN

WISO

WIRTSCHAFTS-UND SOZIALPOLITISCHE ZEITSCHRIFT

Die Zeitschrift WISO wird vom Institut für Sozial- und Wirtschaftswissenschaften (ISW) herausgegeben. Sie dient der Veröffentlichung neuer sozial- und wirtschaftswissenschaftlicher Erkenntnisse sowie der Behandlung wichtiger gesellschaftspolitischer Fragen aus Arbeitnehmersicht.

Lohnpolitik, soziale Sicherheit, Arbeitsmarkt und Arbeitslosigkeit, Arbeit und Bildung, Frauenpolitik, Mitbestimmung, EU-Integration - das sind einige der Themen, mit denen sich WISO bereits intensiv auseinander gesetzt hat.

WISO richtet sich an BetriebsrätInnen, GewerkschafterInnen, WissenschaftlerInnen, StudentInnen, Aktive in Verbänden, Kammern, Parteien und Institutionen sowie an alle, die Interesse an Arbeitnehmerfragen haben.

Erscheinungsweise: vierteljährlich

Preise:* Jahresabonnement EUR 22,00 (Ausland EUR 28,00)
Studenten mit Inskriptionsnachweis EUR 13,00
Einzelausgabe EUR 7,00 (Ausland EUR 12,00)

(* Stand 2005 - Die aktuellen Preise finden Sie auf unserer Homepage unter www.isw-linz.at)

Wir laden Sie ein, kostenlos und ohne weitere Verpflichtungen ein WISO-Probeexemplar zu bestellen. Natürlich können Sie auch gerne das WISO-Jahresabonnement anfordern.

Informationen zum ISW und zu unseren Publikationen - inklusive Bestellmöglichkeit - finden Sie unter www.isw-linz.at.



BESTELLSCHEIN*

Bitte senden Sie mir kostenlos und ohne weitere Verpflichtungen

- 1 Probeexemplar der Zeitschrift WISO
- 1 ISW Publikationsverzeichnis

Ich bestelle _____ Exemplare des WISO-Jahresabonnements (Normalpreis)

Ich bestelle _____ Exemplare des WISO-Jahresabonnements für StudentInnen mit Inskriptionsnachweis

* Schneller und einfacher bestellen Sie über das Internet: www.isw-linz.at

Name _____

Institution/Firma _____

Straße _____

Plz/Ort _____

E-Mail _____

BESTELLADRESSE:

ISW
Weingartshofstr. 10, A-4020 Linz
Tel. ++43/732/66 92 73-33 21
Fax ++43/732/66 92 73-28 89
E-Mail: wiso@ak-ooe.at
Internet: www.isw-linz.at