

FagsF 24

Friedhelm Hengsbach SJ / Bernhard Emunds (Hg.)

Finanzströme in Entwicklungsländer

- in welcher Form zu wessen Vorteil?

Impulse einer Fachkonferenz

von Peter Bofinger, Heribert Dieter, Evelyn Dietsche,

Andreas Hauskrecht, Hansjörg Herr, Jörg Hufschmid,

Thomas Plümper, Kunibert Raffer, Beate Reszat, Reinhard H. Schmidt,

Rainer Schweickert, Rainer Stöttner und Hans-Michael Trautwein

Frankfurt am Main, April 2000

Inhaltsverzeichnis

Friedhelm Hengsbach SJ/Bernhard Emunds	
Warum sich ein Umbau der internationalen Finanzarchitektur lohnt	5

Integration der Entwicklungsländer in die internationalen Finanzmärkte

Hansjörg Herr	
Internationale Finanzströme und Entwicklung	13
Andreas Hauskrecht	
Nettokapitalimporte - ein Entwicklungshemmnis?	24
Rainer Schweickert	
Was bleibt nach der Asienkrise vom Washington-Consensus?	33
Rainer Stöttner	
Globalisierung der Finanzmärkte - Fluch oder Segen für Entwicklungs- und Schwellenländer?	44
Evelyn Dietsche/Thomas Plümper:	
Kurzfristiger Kapitalverkehr, Wirtschaftswachstum und die regulativen Konsequenzen der Asienkrise	68

Häufig übersehene Aspekte internationaler Finanzmärkte

Hans-Michael Trautwein:	
Geldschöpfung durch internationale Finanzmärkte	75
Beate Reszat:	
Währungsgeschäfte als Krisenmotor	86
Jörg Hufschmid:	
Regulierung angebotsdominierter Finanzmärkte	94

**Bausteine einer neuen internationalen Finanzarchitektur
- im Interesse der Entwicklungsländer**

Heribert Dieter:

Nach der Asienkrise: Können Kapitalverkehrsbeschränkungen Teil einer
sinnvollen Entwicklungsstrategie sein? 98

Peter Bofinger:

Währungspolitik in »emerging market economies« 108

Kunibert Raffer:

Der Vorschlag eines internationalen Insolvenzrechtes 117

Reinhard H. Schmidt:

Entwicklungsfinanzierung, Mikrofinance und Bankenregulierung 128

Programm der fünften Fachkonferenz 140

Teilnehmerinnen und Teilnehmer der fünften Fachkonferenz 141

Warum sich ein Umbau der internationalen Finanzarchitektur lohnt

von Friedhelm Hengsbach SJ und Bernhard Emunds

Vor der Asienkrise war in der Ökonomie die Ansicht vorherrschend, dass institutionelle Anleger aus den Industrieländern, die in den Entwicklungs-, Schwellen- und Transformationsländern (im folgenden kurz: Entwicklungsländer) Wertpapiere kaufen, zum Vorteil der Schuldner und ihrer eigenen Gläubiger handeln: Indem sie den Unternehmen und Regierungen der Entwicklungsländer Finanzmittel zur Verfügung stellen, ermöglichen sie einen zügigeren Aufbau des gesamtwirtschaftlichen Kapitalstocks und damit ein dynamischeres Wachstum der Empfängerländer. Zugleich bieten sie den Haushalten in Industrieländern, die sich vermehrt um eine private Altersvorsorge bemühen müssen, Renditen, die in ihren eigenen Ländern kaum mehr erwirtschaftet werden können. Der Erfolg solcher Finanzbeziehungen hänge allein von der »richtigen« Politik in den Schuldnerländern ab: Die Regierungen dieser Länder müßten »nur« konsequent die Inflation bekämpfen, die Staatsquote und das Budgetdefizit senken, Staatsbetriebe privatisieren, die Märkte deregulieren, sich dem internationalen Handel öffnen und gleichzeitig durch vollständige Liberalisierung der Finanzmärkte jenes ausländische Kapital anziehen, das sie aufgrund ihrer geringen internen Sparquote für den dynamischen Wachstumsprozess benötigen.

Wie stark diese Position, die meist mit dem sog. Washington Konsens identifiziert wird, in der deutschsprachigen Diskussion seit der Asienkrise in die Defensive geraten ist, wurde auch auf der fünften Fachkonferenz deutlich, zu der das Nell-Breuning-Institut und die Hans Böckler-Stiftung am 7. und 8. Oktober 1999 nach Frankfurt eingeladen hatten. Unter den ReferentInnen und TeilnehmerInnen fand sich niemand, die oder der eine Lanze für eine weitergehende Deregulierung der Finanzbeziehungen zwischen Industrie- und Entwicklungsländern gebrochen hätte. Dass die bestehenden Regulierungsinstrumente weiterentwickelt und neue eingeführt werden müssen, war ein Konsens, dem die anwesenden PolitikwissenschaftlerInnen und EthikerInnen, aber auch - trotz divergierendem theoretischem Background - alle teilnehmenden ÖkonomInnen zustimmten.

Integration der Entwicklungsländer in die internationalen Finanzmärkte

Die ersten fünf Beiträge dieses Readers fragen nach den Chancen und Risiken, die für Entwicklungsländer mit einer Integration in internationale Finanzmärkte verbunden sind. **Prof. Dr. Hansjörg Herr** von der **Fachhochschule für Wirtschaft Berlin** stellt

zuerst die neoklassische Sicht von Finanzströmen in Entwicklungsländern dar. Demnach können Finanzmittel, die aus den Industrieländern mit reichlicher Kapitalausstattung und niedriger Profitrate in Entwicklungsländer mit Kapitalmangel und hoher Profitrate fließen, nicht nur dort das Wachstum beschleunigen, sondern auch insgesamt die Wohlfahrt der Weltbevölkerung steigern. Im Mittelpunkt seiner monetärkeynesianischen Kritik dieser Sichtweise steht die Hierarchie der Währungen, die in der Erwartung gründet, dass sich die Außenwerte von Währungen des Zentrums einerseits und von Währungen der Peripherie andererseits gegenläufig entwickeln. Diese Rangordnung bedinge, dass die Entwicklungsländer - im Unterschied zu den USA - aufgrund ihrer externen (Netto-)Verschuldung dem Risiko einer Zahlungsbilanzkrise ausgesetzt seien. Durch eine solche Krise werde der Schuldendienst - gerechnet in der Währung des Schuldners - massiv erhöht, so dass die verschuldeten Akteure in Liquiditätsengpässe gerieten. Weil meist die Banken besonders stark in Fremdwährungen verschuldet sind, ist eine Zahlungsbilanzkrise häufig mit einer Bankenkrise verbunden. Immer wieder kommt es vor, dass viele Schuldner die benötigten Finanzmittel durch Aktiva-Verkäufe erzielen wollen. In diesen Fällen wird die Krise durch einen massiven Verfall der Aktiva-Preise für Aktien und/oder Immobilien verstärkt. Die Zentralbank eines peripheren Schuldnerlandes kann eine solche Währungs- und Finanzkrise häufig nicht verhindern, weil sie Geld in einer von den Gläubigern gewünschten Anlagewährung nur im Umfang ihrer Währungsreserven anbieten, nicht aber unbegrenzt emittieren kann.

Auch **Dr. Andreas Hauskrecht** von der **Stiftungsprofessur Deutsche Bundesbank der Freien Universität Berlin** kritisiert den monetären blinden Fleck der herrschenden ökonomischen Entwicklungstheorie. Weil sie einfach eine für große Industrieländer entworfene binnenwirtschaftliche Wachstumstheorie auf die Entwicklungsländer übertrage, könne sie ein fundamentales Problem dieser Länder nicht erfassen: ihre Schwierigkeiten, eine eigenständige Währung aufzubauen, die sowohl die Inländer bei ihren Transaktionen als auch die ausländischen Vermögensbesitzer bei ihren Finanzbeziehungen mit den Inländern als Wertmaßstab akzeptieren. Da die Anleger eine Währung suchen, in der sie ihr Vermögen sicher wännen, sehen sich die Entwicklungsländer gedrängt, ihre Währung nicht frei »floaten« zu lassen, sondern an eine Leitwährung, meist an den Dollar anzubinden. Nettokapitalimporte würden diese Bemühungen der Entwicklungsländer um eine eigene Währung mit hoher Vermögenssicherungsqualität untergraben. Diese nährten nämlich die Erwartung einer künftigen Abwertung, u.a. weil sie häufig selbst erst einmal zu einer realen Aufwertung führten und weil sie für die Zukunft durch den Schuldendienst eine Fremdwährungsnachfrage begründeten.

Das wirtschaftstheoretische Instrumentarium, mit dem **Dr. Rainer Schweickert** vom Kieler **Institut für Weltwirtschaft** argumentiert, weicht zwar erheblich von dem der

beiden Berliner Autoren ab; aber in der Empfehlung, Kapitalverkehrskontrollen einzuführen, stimmt er mit ihnen überein. In seinem Beitrag stellt Schweickert den Washington Konsens so vor, wie er ursprünglich von John Williamson (re-)konstruiert wurde. Gegen Kritik verteidigt er ihn als Katalog jener Maßnahmen, die Ende der 80er Jahre bei der US-Regierung, dem IWF und der Weltbank sowie bei der Mehrheit der marktorientierten Ökonomen als geeignet galten, wesentliche Entwicklungshemmnisse lateinamerikanischer Staaten zu beseitigen. Nicht der Konsens selbst sei problematisch, sondern die Tatsache, dass der IWF zu Beginn der Asienkrise sein wirtschaftspolitisches Konzept für Lateinamerika den Krisenländern übergestülpt habe. Dies beziehe sich jedoch nicht auf die restriktive Geldpolitik, zu der es in der Asienkrise wie in jeder anderen Zahlungsbilanzkrise keine Alternative gegeben habe. Allerdings habe der Washington Konsens beim Thema Kapitalverkehr eine Lücke gelassen, die man heute schließen könne: Entwicklungsländer sollten neben der inländischen Ersparnisbildung die ausländischen Direktinvestitionen fördern. Aufgrund der Risiken, die mit einem starken Zustrom ausländischen Kapitals verbunden sind, sei vielen Ländern zu raten, andere Kapitalzuflüsse gezielt und vorübergehend durch Kapitalverkehrskontrollen einzuschränken.

In der Diskussion über die Chancen und Risiken, die für Entwicklungsländer mit der Integration in die internationalen Finanzmärkte verbunden sind, lenkt **Prof. Dr. Rainer Stöttner**, der am **wirtschaftswissenschaftlichen Fachbereich der Universität Gesamthochschule Kassel** das Fachgebiet Finanzierung, Banken, Versicherungen vertritt, die Aufmerksamkeit vor allem auf zwei Aspekte: auf die destabilisierende Wirkung der internationalen Finanzmärkte und auf ihren möglichen Beitrag zur Unternehmensfinanzierung. Zwar könne die Entfaltung des Finanzsektors durch die Förderung von Wachstum und Beschäftigung zur Beseitigung von Armut beitragen. Aber zugleich müsse eine Erfahrung aus der Asienkrise berücksichtigt werden: Gerade Entwicklungsländer seien kaum dazu in der Lage, den Fehlsignalen, welche die realwirtschaftliche Allokation aufgrund spekulativer Übertreibungen von den Finanzmärkten erhält, gegenzusteuern. Die »emerging markets« seien aufgrund ihrer geringen Tiefe und Breite besonders volatil und könnten deshalb zur Keimzelle einer selbstzerstörerischen globalen Finanzmarktinstabilität werden. Gegen diese Risiken der Finanzintegration müsse jedoch der mögliche Vorteil für die Unternehmensfinanzierung abgewogen werden. Hier geht Stöttner - im Unterschied zu den beiden »Berlinern« - von einem Kapitalmangel aus, der durch grenzüberschreitende Finanzierung verringert werden könne. Dazu biete sich vor allem die Finanzierung über Aktienemissionen an, die anders als den Industrieländern in den »emerging economies« für die Unternehmensfinanzierung eine große Rolle spielen. Zumindest jene Entwicklungsländer, deren Aktienmärkte relativ weit entwickelt und verhältnismäßig gut international integriert sind, könnten auf diese Weise einen Teil des dringend für die Entwicklung benötigten Kapitals beschaffen. Damit die Bedingungen der Kapital-

beschaffung günstig sind, müßten die Erträge, welche die Aktien dieser Länder böten, nur gering positiv oder sogar negativ mit den Erträgen der Industrieländer-Aktien korreliert sein. Dies jedoch sei eine Voraussetzung, die faktisch (eine Zeit lang) erfüllt ist oder nicht, in keinem Fall aber durch bestimmte Maßnahmen politisch herbeigeführt werden kann.

Die von Stöttner auf die Unternehmensfinanzierung über Aktienemissionen zugespitzte Frage nach dem Einfluss, den die Integration von Entwicklungsländern in die internationalen Finanzmärkte auf deren Wachstum haben, behandeln auch **Evelyn Dietsche**, derzeit am **Department of Economics der University of London**, und **Dr. Thomas Plümper**, wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl für Internationale Politik in der **Verwaltungswissenschaftlichen Fakultät der Universität Konstanz**. Dietsche und Plümper referieren und interpretieren die Ergebnisse einer multivariaten Regression, die sie mit Daten aus der Zeit vor der Asienkrise auf der Basis eines neoklassischen Wachstumsmodells durchgeführt haben. Demnach ist der Einfluss des kurzfristigen Kapitalimports auf das Wirtschaftswachstum insignifikant positiv und - im Unterschied zu dem der Direktinvestitionen - sehr gering. Allerdings korrelieren kurzfristige Kapitalimporte mit langfristigen positiv, so dass diese möglicherweise komplementär und nicht substitutiv sind. Insgesamt wirkt sich die Volatilität von Kapitalimporten negativ auf das Wachstum aus. Ein positiver Zusammenhang ergibt sich jedoch bei solchen Ländern, deren Finanzsysteme als funktionsfähig eingestuft wurden. Dies könnte darin begründet sein, dass diese Länder nicht Spielball eines spekulativen Auf und Ab der internationalen Finanzmärkte sind, sondern Kapital entsprechend ihrem Eigenbedarf und zeitlich begrenzt importieren können, z.B. um einen internen, konjunkturell bedingten Rückgang der Investitionsquote aufzufangen.

Häufig übersehene Aspekte der internationalen Finanzmärkte

Die Autoren der folgenden drei Beiträge arbeiten Aspekte der internationalen Finanzmärkte heraus, die in den gängigen Analysen und Politikempfehlungen wenig beachtet werden. **PD Dr. Hans-Michael Trautwein** vom **Institut für Volkswirtschaftslehre der Universität Hohenheim** untersucht die Geldschöpfung auf den offshore-Märkten. Er zeigt erstens auf, dass auf diesen Märkten nicht nur vorhandene Geldbestände weitervermittelt werden, sondern auch zusätzliche Liquidität geschaffen wird: Weil das Bankensystem vielfach kurzfristige Finanztitel regelmäßig erneuert, so dass die Schuldner ihre Finanzierungsfrist nicht verkürzen müssen, findet sogar auf den offshore-Geldmärkten Fristentransformation statt. Außerdem können die offshore-Banken, die von transnationalen Konzernen verstärkt für den Zahlungsverkehr genutzt werden, Geld schöpfen. Dabei vervielfachen sie die Einlagen, die sie ihrerseits bei den Inlandsbanken ihres Währungsraumes halten (ihre »Reserven«), durch

(erneutes) Ausleihen zu hochliquiden offshore-Geldmarkttiteln. Schließlich haben die Zentralbanken die Liquidität der offshore gehandelten Finanztitel dadurch wesentlich erhöht, dass sie ihren Schutzmantel einer zumindest impliziten Lender of Last Resort-Garantie in Folge der jüngsten Währungskrisen auch über offshore-Geschäfte ausgebreitet haben. Zweitens verdeutlicht Trautwein, dass die auf den offshore-Märkten gehandelten Finanztitel auch geldpolitisch relevant sein können. So muß der enge Zusammenhang, der jeweils zwischen dem inländischen Geldmarktzinssatz und dem Zins auf den entsprechenden offshore-Märkten festgestellt werden kann, nicht so interpretiert werden, dass die offshore-Banken vollständig der zinspolitischen Kontrolle der Zentralbank unterstehen. Vielmehr ist auch mit einem starken Einfluss der internationalen Finanzmärkte auf das inländische Niveau des Geldmarktzinses zu rechnen. Drittens verweist Trautwein darauf, dass die international dominierenden Zentralbanken das Zinsniveau der internationalen Finanzmärkte insgesamt beeinflussen können. Mit ihrer Zinspolitik verbilligen oder verteuern sie die externe Finanzierung der Entwicklungsländer; in vielen Fällen erschließen oder verbauen sie sogar den Zugang zu internationalen Finanzierungsmöglichkeiten. Damit erweisen sich viele Entwicklungsländer als periphere Kreditnehmer der internationalen Finanzmärkte, vergleichbar den Kleinunternehmen und Privatpersonen auf den nationalen Finanzmärkten, die - wie die neoinstitutionalistische Finanzierungstheorie gezeigt hat - in ihrer externen Finanzierung ganz von Bankkrediten abhängig sind.

Für **Dr. Beate Reszat** vom **HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung** sind die auf wenige Banken konzentrierten Währungsgeschäfte wichtiger als die meist im Vordergrund stehenden kurzfristigen Finanzanlagen institutioneller Investoren. So nehmen jeweils zu Beginn der krisenhaften Entwicklung einer »emerging market«-Währung die spekulativen Devisentransaktionen, d.h. die Geschäfte, bei denen zumindest ein Marktpartner eine offene Position eingeht, massiv zu. Dadurch wird die betroffene Währung in einen Strudel gerissen, in dem sich Abwertungserwartungen, spekulative Transaktionen und vollzogene Abwertungen gegenseitig verstärken. Um den auf diese Weise ausgelösten Währungskrisen vorzubeugen, schlägt Reszat vor, dass die beteiligten Banken und Aufsichtsbehörden zusammen mit den internationalen Finanzinstitutionen und eventuell mit Nichtregierungsorganisationen einen minimalen Verhaltensstandard für Währungshändler bestimmen und gegebenenfalls von Zeit zu Zeit anpassen. Auf dieser Grundlage und mit Hilfe eines in jedem Kreditinstitut einzustellenden »moral intelligence officer« sollten die Devisenhändler im Fall einer drohenden Krise zur Zurückhaltung gedrängt werden. Außerdem könnten, da es erfahrungsgemäß bereits vor Ausbruch einer Krise Gerüchte und Anzeichen steigender Nervosität der Marktteilnehmer gebe, die Finanzministerien, Zentralbanken oder Aufsichtsbehörden der Industrieländer schnell und informell die Hauptbeteiligten unter Druck setzen, ihre spekulativen Aktivitäten einzuschränken. Für einen Erfolg dieser Maßnahmen ist entscheidend, dass die Abwertungserwartungen

der Händler, die sich über Spekulationen und Wechselkursänderungen selbst verstärken, frühzeitig aufgefangen werden.

Prof. Dr. Jörg Hufschmid vom **Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Bremen** skizziert seine These angebotsdominierter internationaler Finanzmärkte: In Zeiten, in denen die Unternehmen vielfach mehr Profite erwirtschaften, als sie für Investitionen benötigen, und die staatliche Neuverschuldung drastisch gesenkt wird, seien die Anleger in den Industrieländern auf der Suche nach rendite-trächtigen Anlagemöglichkeiten in anderen Ländern. Zwischen 1994 und 1997 hätten sie diese vor allem in kurzfristigen Finanzanlagen in den asiatischen und lateinamerikanischen Schwellenländern entdeckt, die damals nicht nur mit hohen Zinsen lockten, sondern auch das Abwertungsrisiko durch Wechselkursanbindung zu verringern schienen. Aber nicht nur die Hauptverantwortlichkeit für die jüngsten Finanzkrisen, sondern auch den größten politischen Handlungsspielraum zur Vermeidung weiterer Krisen identifiziert Hufschmid auf Seiten der Industrieländer. In einer zweistufigen Strategie zur Bekämpfung von Finanzkrisen müßten zum einen kurzfristig Regulierungen eingeführt werden, welche die destabilisierenden Finanzströme begrenzen - allerdings nicht nur auf der Empfängerseite wie bei der allseits empfohlenen Einführung einer Bardepotpflicht durch die Schuldnerländer, sondern auch auf der Herkunftsseite z.B. durch Verschärfung der Eigenkapitalvorschriften für kurzfristige Fremdwährungskredite und durch Einführung der Tobinsteuer. Zum anderen müsse langfristig in den Industrieländern eine Wirtschaftspolitik angezielt werden, die nach innen die Entstehung von angebotsdominierten Finanzmärkten durch ein dienstleistungs-, ökologisch und umverteilungsorientiertes Wachstum verhindert und nach außen, gegenüber den Entwicklungsländern, ausgeglichene Leistungsbilanzen anstrebt.

Bausteine einer internationalen Finanzarchitektur - im Interesse der Entwicklungsländer

In den letzten vier Beiträgen des Readers wird die derzeit recht lebhafte Debatte über eine neue internationale Finanzarchitektur aufgegriffen. Dabei fragen die Autoren nach Bausteinen, die dem Interesse der Bevölkerungsmehrheit in den Entwicklungsländern an einer dauerhaften Entwicklung dienen könnten. **Dr. Heribert Dieter** vom **Institut für Entwicklung und Frieden der Universität Gesamthochschule Duisburg** widmet sich in seinem Beitrag der Aufgabe, die verbreitete Empfehlung an Entwicklungsländer, sie sollten Kapitalverkehrskontrollen einführen, zu begründen und zu konkretisieren. Bei der Begründung geht er von dem bekannten Trilemma aus, dass eine Volkswirtschaft nicht gleichzeitig eine unabhängige Geldpolitik betreiben, stabile Wechselkurse garantieren und den Kapitalverkehr vollständig

liberalisieren kann. Besonders deutlich ist diese Unvereinbarkeit bei der Zentralbank eines Entwicklungslandes, die in einer starken Wachstumsphase eigentlich zu Zinssteigerungen greifen müßte, damit sich der Aufschwung nicht zu einem inflationären Boom steigert. Bei liberalisiertem Kapitalverkehr und festen Wechselkursen würde sie mit einer solchen Hochzinspolitik jedoch vor allem dafür sorgen, dass aufgrund der veränderten Kostenrelationen die externe Verschuldung zu lasten der internen wächst und das Land folglich für Währungskrisen anfälliger wird. Bei der Konkretion des Vorschlags, in Entwicklungsländern Kapitalverkehrskontrollen einzuführen, identifiziert Dieter die Bardepotpflicht nach chilenischem Vorbild als ein geeignetes präventives Instrument, mit dem ein Land je nach Bedarf seine kurzfristige externe Verschuldung flexibel begrenzen kann. Außerdem empfiehlt er - im Anschluss an einen Vorschlag von William Buitter und Anne Siebert - den Entwicklungsländern, die Wahrscheinlichkeit einer Liquiditätskrise dadurch zu verringern, dass sie nur solche Fremdwährungskredite zulassen, die dem Schuldner bei Fälligkeit eine Option auf eine drei bis sechs Monate dauernde Umschuldung einräumen.

Dass sich die aktuelle Diskussion über den Umbau der internationalen Finanzarchitektur so stark auf die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen konzentriert, verfolgt **Prof. Dr. Peter Bofinger** von der **Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Würzburger Universität** mit Skepsis. Vor allem die allenthalben empfohlenen Kapitaleinfuhrkontrollen seien überflüssig, wenn die Zentralbank einer »emerging economy« die zentrale Bedingung einer konsistenten Währungspolitik beachte. Es komme nämlich gar nicht erst zu einem massiven Kapitalzufluss, wenn sie jeweils eine Abwertung gegenüber der Leitwährung anziele, die genau der Differenz zwischen dem von ihr im Inland gewünschten Zinsniveau und dem Zinsniveau des Leitwährungslandes entspreche. Anders als bei Kapitalzuflüssen seien die Zentralbanken der »emerging economies« jedoch bei massiven Kapitalabflüssen ziemlich machtlos. Um die Erwartung einer Zahlungsbilanzkrise durchkreuzen und einen massiven Abzug des Kapitals verhindern zu können, seien sie auf die Unterstützung der großen Industrieländer angewiesen. Daher sollte das Wechselkursziel eines Entwicklungslandes, das nach Ausweis eines reformierten IWF eine solide Wirtschaftspolitik und insbesondere eine konsistente Zins- und Wechselkurspolitik verfolgt, unbegrenzt garantiert werden. In einer Übergangszeit, solange ein solches Währungssystem nicht verwirklicht sei, sieht Bofinger immerhin einen Nutzen in Kapitalausfuhrkontrollen. Mit diesen könnten die »emerging economies« möglicherweise die Gefahr eines massiven Kapitalabflusses verringern.

Prof. Dr. Kunibert Raffer vom **Institut für Wirtschaftswissenschaften der Universität Wien** stellt das von verschiedenen Seiten geforderte Instrument eines Insolvenzrechtes für Staaten vor, das er selbst in verschiedenen Beiträgen konkretisiert hat. Für diesen Vorschlag spricht, dass im aktuellen Verfahren des Pariser Clubs die

Gebote der Öffentlichkeit und Transparenz verletzt werden, die öffentlichen Gläubiger selbst als Richter fungieren und die internationalen Finanzinstitutionen - zu lasten der privaten Gläubiger - eine Vorzugsbehandlung ihrer Schulden durchgesetzt haben. Die Souveränität der Schuldnerstaaten verbietet die Übernahme eines Insolvenzrechtes für Unternehmen, das im Bankrottfall einen Konkursverwalter einsetzt. Deshalb schlägt Raffer die Übertragung des US-amerikanischen Insolvenzrechtes für Gebietskörperschaften unterhalb der Bundesstaaten-Ebene vor. Darin wird nämlich nicht nur für die Festlegung der Erlassquote ein faires und offenes Gerichtsverfahren mit einem Anhörungsrecht für Betroffenen-Gruppen festgelegt, sondern auch jegliche Einmischung des Gerichts in hoheitliche, politische und steuerliche Angelegenheiten unterbunden. Ein Insolvenzrecht für Staaten würde einem Schuldnerland und seinen Gläubigern das Recht geben, bei Auftreten eines Insolvenzproblems ein Schiedsgericht zu berufen. Die Schiedskommission, die paritätisch von dem Schuldnerland und seinen Gläubigern zu besetzen wäre, könnte dann ihrerseits eine weitere Person als Vorsitzende(n) wählen.

Bei der Frage, wie die Entwicklungsländer in die internationalen Finanzmärkte integriert werden sollen und wie die internationale Finanzarchitektur deshalb umzubauen ist, ist die Perspektive entscheidend, wie die Entwicklungsmöglichkeiten in diesen Ländern verbessert werden können. Insofern muß immer der Zusammenhang zwischen der Gestaltung der externen Finanzbeziehungen eines Landes und der Entwicklungsrichtung, die für sein internes Finanzsystem gewünscht wird, beachtet werden. In diese Richtung weist der Beitrag von **Prof. Dr. Reinhard H. Schmidt, Wilhelm Merton-Professur für internationales Bank- und Finanzwesen der Goethe-Universität Frankfurt**, der den Blick auf die »micro finance banks« in Entwicklungsländern lenkt. Dass diese kostendeckend wirtschaftenden Kleinkreditbanken heute im Mittelpunkt der Aufmerksamkeit stehen, stellt nach dem »growth cum debt«-Modell und der Subventionierung zielgruppenorientierter Kleinkreditvergabe durch Nichtregierungsorganisationen eine dritte Phase der Theorie und Praxis der Entwicklungsfinanzierung dar. In dieser wird zwar vorrangig auf die interne Institutionenbildung im Entwicklungsland gesetzt; aber mit dem Aufbau der Kleinkreditbanken ist aufgrund der Eigenkapitalbeteiligung des ausländischen Partners, der für das Konzept und die Koordination der Beteiligten zuständig ist und die externen Berater anstellt, notwendigerweise auch ein »Finanzstrom« von Industrie- in Entwicklungsländer verbunden. Und genau dieses Eigenkapital droht in Zukunft zu einem erheblichen Engpass für die »micro finance«-Strategie zu werden. IWF und Weltbank drängen nämlich die Entwicklungsländer derzeit dazu, ihre Bankenregulierung zu verschärfen und dabei auch die absolute Mindestkapitalanforderung, also der Eigenkapitalbetrag, der mindestens zur Errichtung einer formalen Bank aufzubringen ist, zu erhöhen. Dies würde die Ausbreitung von Kleinkreditinstitutionen, die sich durch

eine Integration in den formalen Bankensektor als langfristig überlebensfähige, weil kostendeckend wirtschaftende Einheiten ausweisen sollen, stark bremsen.

Internationale Finanzströme und Entwicklung

von Hansjörg Herr

In diesem Beitrag soll die herrschende Auffassung bezüglich der Entwicklung weniger entwickelter Länder dargestellt und danach kritisiert werden. Die herrschende Auffassung basiert auf dem neoklassischen Theoriegebäude. Die Kritik richtet sich gegen das neoklassische Postulat der Neutralität des Geldes und hebt die Rolle des Geldes als Wertstandard bei Krediten hervor.

Finanzströme und Leistungsbilanzsalden im neoklassischen Paradigma

Das neoklassische Grundmodell stellt eine universelle Tauschwirtschaft mit Geldschleier dar. Geld ist somit nach dieser Auffassung neutral. Werden internationale Prozesse berücksichtigt, dann wird nach neoklassischer Sicht die Weltökonomie zu einer Welttauschwirtschaft. Aus der Logik des neoklassischen Paradigmas kann eine ökonomisch begründbare Differenz zwischen National- und Weltwirtschaft nicht abgeleitet werden. Bei vollständiger Güter- und Faktormobilität werden National- und Weltwirtschaft zu einer vollständig verschmolzenen universellen Tauschwirtschaft. Was unterscheiden die Gesetze einer Weltökonomie von den Gesetzen einer Nationalökonomie? Als Argument bleibt nur die "künstliche" Einschränkung der Mobilität von Kapital und Arbeit durch Nationalstaaten (vgl. Kitamura 1941, 22ff.).¹

Es ist wenig verwunderlich, wenn aus der Perspektive einer neoklassischen Tauschtheorie der Abbau von Faktorimmobilität begrüßt wird, da ein solcher Schritt zu einer weltwirtschaftlichen Wohlfahrtsmehrung führt. Bei Kapitalmobilität ist davon auszugehen, dass Kapital von Ländern, die durch einen relativen Kapitalreichtum gekennzeichnet sind (entwickelte Länder), in Länder fließt, die durch einen relativen Kapitalmangel gekennzeichnet sind (Entwicklungsländer). Hinter dieser Annahme steht die Grenzproduktivitätstheorie der Verteilung, die postuliert, dass die Verwertung von Kapital von der physischen Grenzproduktivität der Kapitalgüter abhängt, wobei bei gegebenem Arbeitskräfteeinsatz und zunehmendem Kapitalbestand die Grenzproduktivität der Kapitalgüter sinkt. Mit diesem Prozeß sinkt auch die Verwertung von Kapital. Die Kapitalverwertung ist somit in Ländern mit relativem Kapitalmangel hoch und in Ländern mit relativ hohem Kapitalbestand gering. Das Profitmotiv bewirkt, dass Kapital von Ländern mit reichlicher Kapitausstattung in Länder mit

¹ Unter bestimmten Bedingungen kann internationaler Handel Faktormobilität vollständig ersetzen. Auf diesen Aspekt können wir an dieser Stelle nicht eingehen.

Kapitalmangel fließt und es so zum einem Ausgleich der Verwertungsrate von Kapital und auch der Reallöhne kommt.

Länder mit relativ geringen Kapitalausstattungen sind bei Kapitalmobilität durch Leistungsbilanzdefizite und einen Nettoressourcenimport charakterisiert. Leistungsbilanzdefiziten stehen saldenmechanisch zwingend ausländische Ersparnisse und Nettokapitalimporte gegenüber. Nettokapitalimporte erhöhen wiederum die Nettoschuldnerstellung eines Landes bzw. bauen dessen Nettogläubigerstellung ab. Aus der neoklassischen Argumentation ergibt sich somit, dass entwickelte Länder zu Nettogläubigerländern und Entwicklungsländer zu Nettoschuldnerländern werden. Gläubiger- und Schuldnerpositionen zwischen Ländern sind nach dieser Sichtweise nicht sonderlich gefährlich.

Hinter der obigen Argumentation versteckt sich eine spezifische Theorie, wie nachholende Entwicklung funktionieren soll. Das neoklassische Paradigma leitet ab, dass in Ländern mit relativem Kapitalmangel die inländischen Ersparnisse durch ausländische Ersparnisse aufgestockt werden und dies zu einem Anstieg der Investitionen in weniger entwickelten Ländern führt. Die Kapitallücke der unterentwickelten Länder - ausgedrückt in vergleichsweise geringen inländischen Ersparnissen, die wiederum ein Resultat des geringen Einkommensniveaus in unterentwickelten Ländern sind - wird durch ausländische Ersparnisse geschlossen. Mit Hilfe der ausländischen Ersparnisse kann es den unterentwickelten Ländern gelingen, einen "Take-off" zu realisieren und beschleunigt an die entwickelte Welt anzuschließen.²

Bei unterschiedlicher relativer Kapitalausstattung zwischen verschiedenen Ländern muss im Rahmen des neoklassischen Paradigmas bei liberalen Kapitalmärkten mit hohen internationalen Kapitalströmen gerechnet werden. Gemeint sind hier Nettokapitalströme, die Leistungsbilanzungleichgewichte finanzieren. Da in der gegenwärtigen Weltwirtschaft die Kapitalausstattungen in Ländern als ungleich

² Zwei Textstellen sollen diese Denkweise belegen: "Capital-to-labor ratios in developing countries are lower than in advanced economies, and other things equal this relative scarcity of capital might be expected to make the return from investment in former higher than in the latter. In a world in which capital free to flow in search of highest returns, there are therefore grounds for expecting that it might increasingly flow to developing countries where it can help boost income growth. These forces should work to promote productivity and income growth in developing countries and should therefore increase the likelihood of convergence" (IMF 1997, 78f). Mit sehr deutlichen Worten in Richtung Transformationsländer auch die Familie Sinn: "Der Osten ist arm an Kapital, doch reich an qualifizierter, oder zumindest schnell qualifizierbarer Arbeit. Lukrative Investitionschancen gibt es zuhauf (...). Dass die Investitionschancen nach der Schaffung stabiler marktwirtschaftlicher Rahmenbedingungen, insbesondere der eindeutigen Definition und Garantie von Eigentumsrechten, genutzt werden, gehört zu den sichersten Prognosen, die Volkswirte abgeben können. Über Jahr hinaus wird es zu einem gewaltigen Kapitalstrom nach Osteuropa kommen, der aus Ersparnissen des Westens gespeist und dort rivalisierenden Verwendungen vorenthalten wird. (...) Das Kapital fließt ja nicht bloß deshalb nach Ostdeutschland, weil es dort gebraucht wird, sondern weil es dort knapp ist und rentabler als anderswo arbeiten kann" (Sinn/Sinn 1993, 54f).

angesehen werden, ist im Rahmen der neoklassischen Argumentation zu erwarten, dass Investitionen und Ersparnisse innerhalb der einzelnen Länder weit auseinander klaffen und insbesondere in Ländern mit relativem Kapitalmangel die Investitionen zu einem hohen Prozentsatz durch ausländische Ersparnisse finanziert werden. Doch hören wir den Internationalen Währungsfonds: "Current account imbalances of the advanced economies have remained rather small (and) although outward direct investment of the major advanced economies has increased more than twice as fast as output, it is still only a small proportion of domestic investment" (IMF 1997, 61). Die Akkumulation der nationalen Kapitalstöcke basiert somit nach wie vor primär auf nationaler Ersparnisbildung. Als Schlussfolgerung ergibt sich nach diesem Kriterium, dass die internationale Kapitalmobilität gering ist. "Empirical evidence shows that domestic investment is financed mostly by domestic savings. This has been interpreted by some as implying that international capital mobility is low" (IMF 1997, 61, vgl. auch Feldstein/Horioka 1980). Eine Erhöhung der Kapitalmobilität und insbesondere zunehmende Leistungsbilanzdefizite weniger entwickelter Länder werden als marktkonform, entwicklungsfördernd und wünschenswert bewertet.

Die Mobilität von Arbeitskräften hat nach neoklassischer Sicht prinzipiell die gleichen positiven Effekte wie die Kapitalmobilität. Folgt man der neoklassischen Logik, dann müssten die entwickelten Länder ihre Grenzen weit öffnen, um eine Wanderung von Arbeitskräften in Länder mit relativ reichlicher Kapitalausstattung zu ermöglichen. Die Mobilität der Arbeitskräfte würde zu einem Sinken des realen Lohnniveaus in Länder mit relativem Kapitalreichtum und einem Steigen des realen Lohnniveaus in Länder mit einer relativ geringen Kapitalausstattung führen. Auch hinter diesem Effekt steht die Grenzproduktivitätstheorie die Verteilung, welche die Reallöhne vom Grenzprodukt der Arbeit abhängig macht. Steigt der Arbeitseinsatz bei gleichem Kapitalbestand, dann sinken, so das Argument, Grenzprodukt der Arbeit und Reallohnsatz. Sinkende Reallöhne in den entwickelten Ländern sind zwar für die Arbeitnehmer in diesen Ländern zunächst negativ, jedoch würde bei freier Mobilität die Weltwohlfahrt erhöht, so dass letztlich alle gewinnen könnten.

Die Gefahren internationaler Verschuldung

Die Kritik an der neoklassischen Vision einer Welttauschwirtschaft ergibt sich in keynesianischer Sicht aus der Annahme der Neutralität des Geldes. Insbesondere auf internationaler Ebene erscheint die Nicht-Berücksichtigung von nationalen Währungen und *monetären* Kapitalströmen wenig überzeugend. Beispielsweise werden internationale Gläubiger-Schuldner-Verhältnisse, die sich durch Leistungsbilanzungleichgewichte ergeben, in keiner Weise als gefährlich oder potentiell weltwirtschaftlich destabilisierend angesehen. Vergegenwärtigt man sich die

Zahlungsbilanzkrisen allein der letzten zwei Jahrzehnte, die in der Regel mit Liquiditäts- und Überschuldungskrisen der betroffenen Länder verbunden waren, dann müssen die Aussagen der neoklassischen Ökonomie mit Skepsis betrachtet werden.

Bei einer monetären Keynesinterpretation spielt Geld eine aktive Rolle in allen Bereichen der Ökonomie.³ Geld fungiert als Wertstandard, Zahlungsmittel und als Wertaufbewahrungsmittel. Die Grundlage aller Geldfunktionen ist Geld als *Wertstandard* (vgl. Keynes 1930, 1ff). In modernen Geldwesen wird der Wertstandard in einem Währungsraum staatlich definiert – etwa ist der US-Dollar der gesetzliche Wertstandard innerhalb der Vereinigten Staaten. Damit soll nicht gesagt sein, dass Wirtschaftssubjekte einen staatlich gesetzten Wertstandard auch akzeptieren müssen. Erfüllt der staatliche Wertstandard nicht die Anforderungen der Wirtschaftssubjekte – wird er nicht akzeptiert -, dann verliert der nicht akzeptierte Wertstandard seine Funktion und wird letztlich ersetzt. Es kommt dann zu Parallelwährungssystemen oder gar zum gänzlichen Zusammenbruch des Geldes, das nicht akzeptiert wird.

In der folgenden Betrachtung steht der Wertstandard für Kreditverträge im Vordergrund. Ohne einen Wertstandard können keine Kreditverträge definiert werden, denn in jedem Kreditvertrag muss festgelegt werden, wie viel der Gläubiger einem Schuldner vorschießen muss und wie viel er beim Schuldendienst erhält. Bei internationalen Kreditverträgen müssen sich die Vertragspartner zwingend auf einen Wertstandard einigen. Als Kandidaten tauchen zunächst das Geld des Gläubigers und das Geld des Schuldners auf. Gläubiger und Schuldner können auch eine dritte Währung als Wertstandard wählen. Beispielsweise kann ein Argentinier einem Brasilianer einen Kredit in US-Dollar geben. Die Wahl des Wertstandards bei internationalen Kreditverträgen ist nicht zufällig. Vielmehr wird ein internationaler Kreditvertrag in einem Wertstandard abgeschlossen, der zukünftig keinen Wertverlust gegenüber anderen Standards erwarten lässt. Denn auf keinen Fall dürfte ein Gläubiger einen Wertstandard (ein Geld) akzeptieren, der (das) einen hohen internen und externen Wertverlust erwarten lässt. Da Gläubiger eine stärkere Stellung zumindest beim Abschluss von Kreditgeschäften einnehmen, werden sie in aller Regel einen Wertstandard erzwingen, der für sie eine hohe Vermögenssicherungsqualität hat (vgl. Riese 1986). Währungen, die international stabil sind und vor allem keine Abwertungen erwarten lassen, sind prädestiniert als internationale Wertstandards zu fungieren. Durch die Wahl des Wertstandards stellt sich eine Hierarchie der nationalen Währungen der Welt ein, da einige wenige Währungen als internationale Wertstandards benutzt werden und die Masse der Währungen solche

³ Zur Darstellung des monetär-keynesianischen Paradigmas, das hier nicht vorgestellt werden kann, vergleiche Heine/Herr (1999).

Funktionen nicht übernehmen. In der gegenwärtigen Situation der Weltwirtschaft wählen Gläubiger vor allem den US-Dollar, den Euro und den Yen als Wertstandard von internationalen Kreditverträgen. Eine gewisse Rolle spielen noch der Schweizer Franken und das Britische Pfund. Alle anderen Währungen der Welt spielen bezüglich dieser Geldfunktion eine untergeordnete Rolle (vgl. European Central Bank 1999).

Sobald Gläubiger und Schuldner in unterschiedlichen Währungsräumen wirtschaften, taucht bei internationalen Krediten ein neues Risiko auf, nämlich die Möglichkeit einer Wechselkursänderung. Gibt eine europäische Bank beispielsweise einen Kredit in Euro an ein thailändisches Unternehmen, dann reicht es für die Bank nicht mehr aus, Bonität und Liquidität des thailändischen Schuldners in Bath abzuschätzen, sondern sie muss sich gleichzeitig Gedanken über die "Devisenproduktivität" (Stützel 1978, 16) Thailands machen. Devisenproduktivität drückt die Fähigkeit eines Landes aus, zur Bedienung ausländischer Verpflichtungen immer ausreichend Devisen beschaffen zu können. Dies kann einerseits über Exporterlöse, andererseits über ausreichende Kapitalimporte erreicht werden. Hohe Devisenreserven der Zentralbank bieten einen gewissen Schutz vor der Zahlungsunfähigkeit eines Landes. Die Frage der Devisenproduktivität eines Landes stellt sich nicht nur bei festen Wechselkursen. Auch bei flexiblen Wechselkursen kann ein Land zahlungsunfähig werden. So gleicht bei flexiblen Wechselkursen der Markt zwar Angebot und Nachfrage nach Devisen aus, jedoch garantiert dies in keiner Weise, dass ein Land immer die Devisen erlangen kann, die zur Erfüllung seiner Verpflichtungen in ausländischer Währung notwendig sind.

Gläubiger und Schuldner, die in verschiedenen Währungsräumen wirtschaften, sind somit gezwungen, sich bei der Kreditvergabe- bzw. -aufnahme unter anderem Gedanken über die Wechselkursentwicklung, die zukünftige Konstellation der Leistungsbilanz oder die Wahrscheinlichkeit einer Zahlungsbilanzkrise des Schuldnerlandes mit folgender Zahlungsunfähigkeit zu machen. Solche Erwartungen können wiederum nur gebildet werden, wenn die Wirtschaftssubjekte eine Vorstellung über die Gesamtentwicklung haben, somit im Rahmen einer makroökonomischen Ländereinschätzung zu einer spezifischen Erwartung über die zukünftige Entwicklung kommen. Damit wird jeder internationale Kreditvertrag durch die makroökonomische Entwicklung insbesondere im Land des Schuldners beeinflusst.

Sollte nämlich der Außenwert des Bath, um beim Beispiel zu bleiben, gegenüber dem Euro drastisch einbrechen, dann kann das in Euro verschuldete thailändische Unternehmen in massive Liquiditätsprobleme kommen, die ohne die Veränderung des Wechselkurses nicht entstanden wären. Denn bei einer Abwertung des Bath gegenüber dem Euro muss der thailändische Schuldner einen höheren Schulden-

dienst in Bath für die Rückzahlung des Eurokredits aufbringen.⁴ Gehen wir davon aus, dass das verschuldete thailändische Unternehmen für den thailändischen Markt produziert, dann steigen seine Umsatzerlöse in Bath gerechnet durch die Abwertung nicht an. Es ist eher zu erwarten, dass bei einer kräftigen Abwertung die Zentralbank des abwertenden Landes den externen Wertverfall ihrer Währung durch Hochzinspolitik mit dem Ergebnis einer inländischen Stabilisierungskrise bekämpft. In diesem Fall sinken sogar die Umsatzerlöse unseres thailändischen Unternehmers. Wie der historische Prozess im einzelnen auch verläuft, eine Abwertung des Bath wird aller Voraussicht nach die reale Schuld des thailändischen Schuldners erhöhen.

Bei starken Wechselkursverschiebungen kommt es bei internationalen Kreditverhältnissen immer zu starken Veränderungen der Schuldenlast. Ist der Kredit im Wertstandard des Gläubigers abgeschossen und wertet die Gläubigerwährung ab, dann sinkt ceteris paribus die reale Schuldenlast. Dieser Fall ist für den Gläubiger zwar nicht wünschenswert, da er einen Vermögensverlust hinnehmen muss, jedoch ist dieser Effekt makroökonomisch wenig destruktiv. Bei Kreditverträgen im Wertstandard des Gläubigers sind Abwertungen der Schuldnerwährung jedoch gefährlich. Für den Schuldner hat in diesem Fall die Abwertung der Währung seines Landes, wie oben gezeigt, die Erhöhung des realen Schuldendienstes zur Folge. *Abwertungen bei Verschuldung in fremden Währungen haben somit den gleichen Effekt wie Deflationen bei nationaler Betrachtung.* Beides führt zu massiven Liquiditätsproblemen der Schuldner, da ab einer gewissen Stärke der Veränderung des realen Schuldendienstes jeder Schuldner "in die Knie geht".

Abwertungen bei hoher Verschuldung eines Landes in Fremdwährung sind noch zerstörerischer als Deflationen, da die Zentralbank des abwertenden Landes wenig Mittel hat, eine sich ausbreitende Liquiditätskrise zu bekämpfen. Werden nämlich Banken und Unternehmen, die in fremder Währung verschuldet sind, massenhaft zahlungsunfähig, kann die inländische Zentralbank nicht die Funktion als Lender of Last Resort übernehmen, da sie nicht das Medium schaffen kann, das die Liquiditätsprobleme der Schuldner lindern könnte. Spätestens nach Verbrauch ihrer Devisenreserven muss die Zentralbank eine sich ausbreitenden Zahlungsunfähigkeit von Banken und Unternehmen, die in ausländischer Währung verschuldet sind, tatenlos zusehen. Zwar könnte theoretisch die Zentralbank im Gläubigerland die Funktion als Lender of Last Resort wahrnehmen, jedoch ist dies unwahrscheinlich. Zumindest haben die Zentralbanken in den USA, der Bundesrepublik Deutschland und Japans im Verlauf der Asienkrise ab 1997 nicht das Bankensystem in Thailand,

⁴ Gehen wir von einem Kredit von 100 000 Euro, einem Zinssatz von 10% und einer Laufzeit des Kredits von einem Jahr aus, dann muss das thailändische Unternehmen bei einem Wechselkurs von 1 Bath/1 Euro am Ende des Jahres 110 000 Bath aufbringen. Steigt der Wechselkurs im Rahmen einer Abwertung des Bath von dreißig Prozent auf 1,3 Bath/1 Euro, dann muss das thailändische Unternehmen für den Schuldendienst 143000 Bath aufbringen, also dreißig Prozent mehr.

Süd-Korea oder Indonesien durch Zentralbankkredite gestützt. Bei Liquiditätskrisen in den eigenen Ländern hätten die drei Zentralbanken sicherlich ihre Funktion als Lender of Last Resort übernommen.

Schuldner, die ihren Schuldendienst in fremder Währung leisten müssen, können sich vor Wechselkursänderungen schützen, wenn sie in Höhe ihrer Verbindlichkeiten in Auslandswährung Forderungen in Auslandswährung halten. Eine thailändische Bank kann, um beim Beispiel zu bleiben, einen Kredit in US-Dollar aufnehmen und einen Kredit in US-Dollar vergeben. Ihr Wechselkursrisiko scheint damit beseitigt. Jedoch ist dies nur auf den ersten Blick so. Die Kreditnehmer einer thailändischen Bank werden nämlich nicht in erster Linie amerikanische Unternehmen sein, die im Dollarraum wirtschaften. Es werden vor allem thailändische Unternehmen sein, die einen Dollarkredit erhalten, um beispielsweise Kapitalgüter zu importieren. Diese Unternehmen werden keine Vermögensposition in US-Dollar in Höhe des Schuldendienstes halten, da dies dem Zweck des Kredits widersprechen würde. Abwertungen bringen somit in unserem Fall zunächst die Unternehmen in Bedrängnis und als Folge davon die Banken. Theoretisch könnte sich ein in ausländischer Währung verschuldetes Unternehmen, das keine ausreichenden Vermögenspositionen in ausländischer Währung hält, durch Verträge auf Devisenterminmärkten vor Währungsrisiken schützen. Allerdings ist der Zeithorizont solcher Märkte kurzfristig und übersteigt faktisch niemals ein Jahr. So ist es schwierig bis unmöglich, langfristige Kredite in Fremdwährungen auf Devisenterminmärkten abzusichern. Da Devisentermingeschäfte mit Kosten verbunden sind, besteht zudem die Versuchung, selbst kurzfristige Auslandskredite nicht abzusichern. Auch wird sich niemals verhindern lassen, dass Schuldner Vertrauen in die zukünftige Stabilität des Wechselkurses haben und ihre Erwartungen getäuscht werden. Als empirisches Faktum bleibt festzuhalten, dass beispielsweise in den asiatischen Krisenländern Banken und vor allem Unternehmen hohe offene Positionen an ausländischen Kreditverpflichtungen aufgebaut haben und durch die drastischen Veränderungen der Wechselkurse in desaströse Liquiditätskrisen gestoßen wurden (vgl. Eichengreen/Mathieson 1998).

Aus der obigen Argumentation ergibt sich, dass bei hoher Verschuldung in Auslandswährung davon ausgegangen werden muss, dass instabile Wechselkurse zu sogenannten *Zwillingskrisen* führen, die Länder besonders hart treffen. Gemeint ist damit, dass Zahlungsbilanzkrisen typischerweise mit Bankenkrisen verbunden sind. Eine Zahlungsbilanzkrise mit heftigen Abwertungen führt nämlich aufgrund des internationalen Realschuldeneffektes im abwertenden Land zu einer Bankenkrise. Die Bankenkrise zerrüttet das Vertrauen in die abwertende Währung gänzlich und führt zu weiterer Kapitalflucht. Es kommt zur Panik. Dies ist der Punkt an dem jeder Inländer im abwertenden Land, also auch der kleine Vermögende, sein Schäflein ins

Trockene bringen will und aus der Währung flüchtet. Die sich verstärkende Abwertung lässt die Realschulden weiter ansteigen und die Bankenkrise verschärfen. Zwillingskrisen können auch von Bankenkrisen ausgelöst werden, die dann zu Zahlungsbilanzkrisen und Abwertungen führen und die Bankenkrise weiter verschärfen. Der kumulative Charakter von Zwillingskrisen ist somit unabhängig vom Auslöser des Krisenprozesses.⁵

In vielen Fällen kann bei Zahlungsbilanzkrisen von einer *Drillingskrise* gesprochen werden. Dies meint, dass Zahlungsbilanz- und Bankenkrisen mit einem Zusammenbruch des Aktien- und oftmals auch Grundstücksmarktes verbunden sind. Inländische und ausländische Anleger steigen aus Aktien und Grundstücken aus, um ihr Geld in ausländischer Währung anzulegen. Kommt es nämlich zu einem Ausstieg aus Aktien und Immobilien, dann bietet bei der Existenz einer Zwillingskrise ein krisengeschütteltes inländisches Bankensystem - ganz abgesehen von der Angst vor Vermögensverlusten aufgrund der Abwertung - kaum attraktive Anlagemöglichkeiten. Typischerweise baut sich in Krisenländern vor der Krise die ausländische Verschuldung im Rahmen eines inländischen Investitionsbooms auf. Inländische Kreditexpansion koppelt sich somit mit zunehmender Kreditaufnahme im Ausland. Gleichzeitig ergibt sich eine Aktien- und Immobilienhausse, die das inländische Bankensystem zusätzlichen Risiken aussetzte, zumindest dann, wenn es Immobilien und Aktien hält oder Immobilien- und Aktienhaltung finanziert. Macht eine Aktien- und Immobilienhausse einem Preisverfall dieser Vermögensbestände Platz, dann kann auch dadurch eine Banken- und Zahlungsbilanzkrise ausgelöst werden. Gleichgültig was die Krise auslöst, festzuhalten bleibt, dass Zahlungsbilanz-, Banken- und Aktien- bzw. Immobilienkrise sich gegenseitig verstärken. Sehr deutlich lässt sich der beschriebene Zusammenhang während der Asienkrise ab 1997 erkennen (vgl. World Bank 1998).

Die USA hatten 1987 einen Börsenkrach mit einer simultanen Dollarkrise hinzunehmen. Da Unternehmen und Banken in den USA nicht in ausländischer Währung verschuldet sind, wurde trotz dieser Krisenentwicklung keine ernsthafte Bankenkrise ausgelöst. In Japan kam es Anfang der neunziger Jahre nach dem Platzen einer inländischen Spekulationsblase zu einer simultanen Banken- und Aktien- bzw. Immobilienkrise. Eine Zahlungsbilanzkrise konnte jedoch vermieden werden, da Japan eine Gläubigerstellung hält und japanische Banken und Unternehmen nicht in relevantem Umfang in fremder Währung verschuldet sind.

⁵ In ihrer empirischen Untersuchung von Zahlungsbilanz- und Bankenkrisen während der siebziger Jahren kommen Kaminsky/Reinhart (1999, 479) zu folgendem Resultat: "Taken together, these results seem to point to the existence of vicious circles. Financial-sector problems undermine the currency. Devaluation, in turn, aggravate the existing banking-sector problems and create new ones. (...). The presence of vicious circles would imply that, a priori, the twin crises are more severe than currency or banking crises that occur in isolation."

Dies sind entscheidende Unterschiede zu Ländern wie beispielsweise Thailand oder den anderen Krisenländern nach 1997, die in ausländischer Währung Verbindlichkeiten aufgebaut haben!

Destruktive Prozesse der beschriebenen Art können in Ländern der Peripherie verstärkt während den letzten zwei Jahrzehnten beobachtet werden. Die Voraussetzung für diese Entwicklung ist in der Deregulierung sowohl des internationalen Kapitalverkehrs als auch der Finanzsysteme in diesen Ländern zu sehen (vgl. Kaminsky/Reinhart 1999). Es soll nicht behauptet werden, dass Deregulierung automatisch zu Krisen führt, jedoch muss akzeptiert werden, dass ohne Deregulierungen die Märkte überhaupt nicht ihre destruktive Kraft hätten entfalten können. Die sich, verglichen mit den fünfziger und sechziger Jahren, häufenden Überschuldungskrisen in Ländern der Peripherie blieben nicht auf diese Länder beschränkt. Sowohl über die internationalen Finanzmärkte als auch über die Gütermärkte haben sich solche Krisen auf die entwickelten Industrieländer ausgewirkt. Banken in den westlichen Industrieländern konnten in zugespitzten Situationen Kreditausfälle nur mit Hilfe ihrer Zentralbanken überleben, die als Lender of Last Resort agierten. Nicht zuletzt haben die sich beständig quantitativ erhöhenden Interventionen des IWF eine Bedienung der Kredite seitens der überschuldeten Länder erlaubt, was die Bankensysteme stabilisiert hat. Überschuldete Länder müssen mittel- bis langfristige Wachstumseinbußen hinnehmen, die sich in den entwickelten Ländern in geringeren Exporten und verstärkter Importkonkurrenz zeigen. Krisen in der Peripherie führen somit zu Wachstumsverlusten auch in den entwickelten Ländern und damit in der gesamten Weltwirtschaft.

Fassen wir diesen Punkt zusammen. Wechselkursveränderungen führen bei internationalen Kreditbeziehungen zu Veränderungen der realen Schuldenlast, wenn der Schuldner in Fremdwährung verschuldet ist und die Währung des Schuldners abgewertet wird. Eine ausländische Verschuldung von Unternehmen und Banken im inländischen Wertstandard muss als große Ausnahme gelten, die in den letzten Jahrzehnten im wesentlichen nur die USA aufgrund der besonderen Rolle des US-Dollar aufweisen konnten. Erhöhungen der Realschulden aufgrund von Abwertungen der Währung des Schuldners führen ab einer gewissen Intensität zur Zerstörung der Kohärenz des nationalen Kreditmarktes des Schuldnerlandes und unter Umständen auch des internationalen Kreditmarktes. *Stabile nominelle Wechselkurse werden damit zu einer Vorbedingung der Stabilität internationaler Kreditbeziehungen.* Es bestätigt sich, dass der Wechselkurs ein Vermögenspreis ist und Schwankungen von Vermögenspreisen den Vermögensmarkt nicht stabilisieren, sondern destabilisieren.

Schlussfolgerungen

Nach neoklassischer Sicht impliziert die Deregulierung der Kapitalmärkte verstärkte Leistungsbilanzungleichgewichte zwischen Industrieländern und Entwicklungsländern, da sich die nationale Investitionstätigkeit dann aufgrund von Kapitalströmen von der nationalen Ersparnisbildung abkoppelt. Aus keynesianischer Sicht steigt durch zunehmende Leistungsbilanzungleichgewichte, die zwingend mit Kreditbeziehungen verbunden sind, die potentielle Krisenanfälligkeit der verschuldeten Entwicklungsländer und des internationalen Kreditmarktes. Entwicklungsländer sind somit gut beraten, keine ausländischen Verschuldungspositionen aufzubauen und auf das nur anfänglich süße Gift von Nettokapitalimporten zu verzichten. Kein Land kann nämlich ausschließen, dass sich eine stabile Konstellation in eine instabile wandelt. Weltwirtschaftliche Veränderungen, wirtschaftspolitische Fehler oder auch Zufälligkeiten können eine Zahlungsbilanzkrise in einem Entwicklungsland auslösen. Hat das Land dann einen hohen Schuldenbestand in ausländischer Währung, wird eine normale Krise zur Katastrophe. Das betroffene Land wird dann nicht nur eine lange und tiefe Wachstumskrise erfahren, sondern unter Umständen auf einen langfristigen Wachstumstrend springen, der mit geringerer Entwicklung verbunden ist.

Zahlungsbilanzkrisen werden vor allem dann aufbrechen, wenn bei hohen internationalen Kreditbeständen die Weltwirtschaft durch starke Wechselkurschwankungen gekennzeichnet ist. Genau in einer solchen Situation befindet sich die Weltwirtschaft seit dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods Anfang der siebziger Jahre (vgl. Herr 1992 und 1996). In dem sich seit dieser Zeit herausbildenden Multiwährungsstandard gibt es keine Leitwährung, sondern ausschließlich verschiedene Reservewährungen, die internationale Geldfunktionen übernehmen. Neben dem US-Dollar, der zweifelsfrei die noch wichtigste Rolle spielt, entwickelten sich vor allem mit der D-Mark und dem Yen international wichtige Reservewährungen. Der Euro hat das Potential mittelfristig eine Bedeutung zu erlangen, die der des US-Dollar ähnlich ist. Bei einem Multiwährungsstandard ist es für Entwicklungsländer aufgrund der verstärkten Gefahr von Wechselkurssturbulenzen besonders gefährlich, sich im Ausland zu verschulden. So nützt es einem unterentwickelten Schuldnerland nichts, wenn es sich an eine der Reservewährungen mit seinem Wechselkurs an koppelt, jedoch dann alle Auf- und Abwertungsphasen dieser Währung mitmachen muß. Einer der Ursachen der Asienkrise ab 1997 besteht darin, daß sich die Krisenländer an den US-Dollar koppelten und dann ab 1995 die drastische Aufwertung des US-Dollar gegenüber

dem Yen mitmachen mußten, obwohl Japan einer der Haupthandelspartner dieser Länder war.⁶

Literatur

- Eichengreen, Barry (1999), *Toward a New International Financial Architecture. A Practical Post-Asia Agenda*, Institute for International Economics, Washington, DC.
- Eichengreen, Barry, Donald Mathieson (1998), „Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy“, in: International Monetary Fund, *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, Occasional Paper 166
- European Central Bank (1999): The International Role of the Euro, *Monthly Bulletin*, August, Frankfurt
- Feldstein, Martin, Charles Horioka (1980), „Domestic Savings and International Capital Flows“ *Economic Journal*, Vol. 90
- Heine, Michael, Hansjörg Herr (1999), *Volkswirtschaftslehre. Paradigmenorientierte Einführung in die Mikro- und Makroökonomie*, München/Wien: Oldenbourg
- Herr, Hansjörg (1992), *Geld, Währungswettbewerb und Währungssysteme. Theoretische und historische Analyse der internationalen Geldwirtschaft*, Frankfurt a.M./ New York: Campus
- Herr, Hansjörg (1996), „The International Monetary System and Domestic Economic Policy“, in: D. Forsyth, T. Notermans (eds.), *Macroeconomic Policy and Financial Regulation in Europe from the 1930s to the 1990s*, Providence, S.98-141
- International Monetary Fund (1997), *World Economic Outlook*, May, Washington, DC: International Monetary Fund
- International Monetary Fund (1998), *World Economic Outlook*, May, Washington, DC.:IMF
- Kaminsky, Garciela L., Carmen Reinhart (1999), „The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of-Payments Problems“, *The American Economic Review*, Vol. 89.
- Keynes, John Maynard (1930), *Vom Gelde*, übersetzt von Carl Krämer unter Mitwirkung von Luise Krämer, Berlin: Duncker & Humblot
- Kitamura, H. (1941), *Zur Theorie des internationalen Handels*, Weinfelden
- Riese, Hajo (1986), *Theorie der Inflation*, Tübingen: Mohr Siebeck
- Sinn, Gerlinde, Hans-Werner Sinn (1993), *Kaltstart - Volkswirtschaftliche Aspekte der deutschen Vereinigung*, 3. Aufl., München
- Stützel, Wolfgang (1978), *Volkswirtschaftliche Saldenmechanik*, 2. Aufl., Tübingen
- World Bank (1998): *East Asia. The Road to Recovery*, Washington

⁶ Es fehlt hier der Platz, um eine Entwicklungsstrategie jenseits einer Verschuldung in Fremdwährung zu entwickeln. Vgl. zu den Ansätzen einer solchen Strategie und zu weiteren Literaturangaben Herr (1992) sowie Heine/Herr (1999).

Nettokapitalimporte - ein Entwicklungshemmnis?

von Andreas Hauskrech

Vorbemerkung

Die politische wie wissenschaftliche Debatte ob der Gründe sowie der zu ziehenden wirtschaftspolitischen Schlußfolgerungen der asiatischen Finanzkrise konzentriert sich nicht zuletzt auf den Stellenwert von Kapitalimporten für einen Prozeß nachholender wirtschaftlicher Entwicklung. Diese Wendung der inhaltlichen Fokussierung weg von einer grundsätzlichen Bejahung jedweder Form der Marktliberalisierung hin zur Erörterung der möglichen Formen einer neuen internationalen Finanzmarktarchitektur bis hin zur Einräumung von nationalen Kapitalverkehrskontrollen (das »Modell Chile«) ist von paradigmatisch weitreichender Bedeutung. Sie steht für das Scheitern des anglo-amerikanischen, neoliberalen Modells wirtschaftlicher Entwicklung. Der Begriff Globalisierung wird zunehmend seiner euphemistischen Deutung beraubt.

Zentral ist hierbei die Analyse der Wirkungen von Nettokapitalimporten auf die Marktkonstellation von Entwicklungsländern, wurden doch bisher Nettokapitalimporte mit einem Anstieg der inländischen Investition und damit der Erhöhung des wirtschaftlichen Wachstumspotentials gleichgesetzt. Am deutlichsten werden diese Vorstellungen anhand der altbekannten »Sparlückentheorie« exemplifiziert. Der zufolge leiden unterentwickelte Ökonomien an einem Mangel an inländischen Ersparnissen mit der Folge eines geringen Investitionsvolumens und folglich schwachem wirtschaftlichen Wachstum. Der Transfer ausländischen Kapitals ermögliche eine Erhöhung des inländischen Investitionsniveaus, einen Aufbau des Kapitalstocks als Grundlage für eine zukünftige Exportoffensive, die eine Rückzahlung der Schuld erlaube.¹

Evident ist die bloße Übertragung der Wachstumstheorie auf das Problem nachholender Entwicklung; das Entwicklungsproblem wird auf einen Mangel an Kapital (und know how) reduziert.² Eine qualitative Theorie nachholender Entwicklung fehlt bis heute. Wenn Spezifika von Entwicklungsländern qualitativ diskutiert werden, dann reduziert sich dies auf fragwürdige Begründungszusam-

¹ Siehe hierzu exemplarisch WW. Rostow (1960). Eine kritische Analyse liefert H. Riese (1986).

² Und so ist es auch nicht zufällig, daß sich im Gewande der neoklassischen Synthese mitnichten paradigmatische Unterschiede zwischen Keynesianern und Neoklassikern bei der Erklärung für das Phänomen nachholender Entwicklung auftaten. Man traf sich auf dem gegebenen Konsens der Wachstumstheorie.

menhänge bezüglich Korruption und mangelhafter Bürokratie als Wachstumshemmnisse. Auch zeigt sich die in der neoliberal geprägten Zunft gepflegte Denkrichtung von den Ersparnissen hin zu den Investitionen ohne zu hinterfragen, woraus sich Ersparnisse eigentlich speisen.³ Entwicklungsländer sehen sich mit der Aufgabe konfrontiert, eine eigenständige, nach innen wie nach außen kontraktfähige Währung aufzubauen. Dies weist schon darauf hin, daß die neoklassische Annahme, nationale Gelder als vollkommene Substitute aufzufassen, unhaltbar ist. Offensichtlich unterscheiden sich nationale Gelder in Hinblick auf ihre Qualität als Wertaufbewahrungsmittel und darüber abgeleitet als Zahlungsmittel, also als jenes Medium, in dem nominale Kontrakte denominiert sind. Um eine Haltung des heimischen, schwachen Geldes attraktiv zu machen, sind die monetären Autoritäten in den Entwicklungsländern gefordert, die konstatierte mangelnde Qualität über einen - gegenüber den internationalen Leitwährungen - allen voran dem US-Dollar - höheren Zinssatz und das Versprechen der Stabilität des nominalen Wechselkurses zu kompensieren.⁴ Es ist daher auch keineswegs zufällig, daß die Sparlückentheorie ihre Hochzeit unter dem System von Bretton Woods feierte, einem internationalen monetären Regime, das auf grundsätzlich festen Wechselkursen basierte, das Vermögensprimat des Wechselkurses mithin anerkannte und folglich freien internationalen Kapitalverkehr beschränkte. Die niedrige Ersparnis in den Entwicklungsländern speist sich somit aus zwei Quellen: zum einen begrenzt das hohe Zinsniveau das inländische Geldvorschußvolumen; zum anderen resultieren die Schwäche der heimischen Währung sowie ein mangelndes Vertrauen in die Stabilität des Finanzsektors in einer geringen offiziellen Ersparnis (formaler Finanzsektor) in heimischen Geld.⁵

Eine qualitative Theorie der Entwicklung hat vor diesem Hintergrund die Bemühung um Etablierung eines eigenständigen Währungsraumes zu thematisieren, somit die Verhinderung der Substitution der eigenen Währung durch Fremdwährung. Nettokapitalimporte stehen diesem Unterfangen entgegen, da sie erstens zu Preiswirkungen im Empfängerland mit der Folge einer realen Aufwertung führen und zudem über die Verschuldung in Fremdwährung eine zukünftige Fremdwährungsnachfrage kreieren. Der anfänglichen Wachstumsphase als Resultat der Nettokapitalimporte folgt die erzwungene Abwertung, mithin also eine Aufwertung der Auslandsschuld

³ Dies reflektiert natürlich paradigmatisch die neoklassische Vorgabe an Erstausrüstung. Gleichwohl wird um so deutlicher, daß es der keynesianischen Theorie nie gelungen ist, sich paradigmatisch hiervon zu befreien, was sich in ihrem Scheitern, eine qualitative Theorie der Entwicklung zu formulieren, manifestiert.

⁴ Der höhere Zinssatz dient hier nicht als Ausgleich kurzfristiger Wechselkurserwartungen, wie in der Zinsparitätentheorie formuliert. Vielmehr ist der Mangel an Vertrauen in die heimische Währung kurzfristig als Parameter für eine negative nicht-pekuniäre Prämie zu fassen. Zu Theorie und Auswirkungen der Währungssubstitution siehe auch K. Betz (1999).

⁵ Zur Währungskonkurrenz unter verschiedenen Weltwährungssystemen siehe auch M. Fratianni und A. Hauskrecht 1998.

ausgedrückt in heimischer Währung, und der Zwang zu einem rigiden monetären Entgegensteuern, um einer Koinzidenz von Inflations- und Abwertungsspirale zu entgehen. Dieses zyklische Muster von Go- und Stop-Phasen ist anhand zahlreicher Länder Lateinamerikas in den 70er und 80er Jahren zu studieren.

Diese Vorbemerkungen machen deutlich, daß der Stellenwert von Nettokapitalimporten für einen Prozeß nachholender Entwicklung nicht auf eine »neue Phase der Globalisierung« zu reduzieren ist, sondern der theoretische Mangel sich bereits in der Annahme der wohlfahrtsstiftenden Wirkung von ausländischem Kapital zeigt. Die Annahme von nationalen Geldern als vollkommene Substitute verhindert letztlich den Blick auf eine qualitative Theorie von Entwicklung.

Die asiatische Finanzkrise

Die asiatische Finanzkrise traf Politiker wie Wissenschaftler in ihrer Wucht weitgehend unerwartet. Gänzlich anders waren scheinbar die Vorzeichen, die Rahmenbedingungen gegenüber bisherigen Krisen. Die Länder wiesen hohe inländische Ersparnisquoten auf, die Preissteigerungsraten waren moderat, das staatliche Budget wies Überschüsse auf oder war zumindest ausgeglichen, die jährlichen Wachstumsraten des BSP enorm, der Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar über Jahre nominal weitestgehend stabil. Die Frage stellte sich, warum ausgerechnet diese »Musterknaben nachholender Entwicklung« so tief in die Krise gerieten?

Relativ schnell einigte sich die wissenschaftliche Zunft und nicht zuletzt der IMF auf die Praxis der Währungsankoppelung an den US-Dollar als einen der wichtigsten Krisenursachen.⁶ Ein freier Float der Währungen hätte bereits vorzeitig die hohen Kapitalzuflüsse gebremst und ein Überschießen der Wechselkurse, wie nach der Aufgabe der Ankoppelung an den US-Dollar geschehen, verhindert. Des weiteren zeige die Koinzidenz von Währungs- und Bankenkrise, daß die mangelhaften bankenaufsichtsrechtlichen Regelungen maßgeblich zur Krise beigetragen hätten. Diesbezügliche internationale Mindeststandards, ein höherer Grad der Transparenz und der Übergang zu flexiblen Wechselkursen sind folglich die wichtigsten Lehren aus dem erlebten Desaster.

Das grundsätzliche Plädoyer für flexible Wechselkurse übersieht die Vermögenssicherungsfunktion des Wechselkurses und faßt diesen allein als relativen Preis. Die internationale Währungskonkurrenz erlaubt Schwachwährungen nicht diese Option. Erst im nachhinein wurde deutlich, warum die Zentralbanken, vor allem Thailands

⁶ Siehe insbesondere IMF (1997).

und Indonesiens, nicht von sich aus viel früher einen Abwertungsschritt gegenüber dem US-Dollar wagten: die inländischen Banken hatten riesige offene Preispositionen in Fremdwährung aufgebaut; eine Abwertung hätte - und hat dann auch - eine riesige Welle von Bank- und Unternehmensinsolvenzen nach sich gezogen.

Sicherlich hat der starke US-Dollar zur Spekulation gegen die südostasiatischen Währungen beigetragen. Gleichwohl bestimmt nicht die Zentralbank die Ankerwährung, sondern diese ist durch den Vermögensmarkt vorgegeben. Die vorherige starke Phase des Yen wie der DM führte in Asien zu keinen feststellbaren Portfolioreaktionen. Auf diesen Vermögensmärkten existiert eine starke US-Dollar-Bias und deshalb war und ist die Ankoppelung an den Yen keine realistische Option. Die hohen offenen Preispositionen in US-Dollar zeigen zudem, daß auch die vielgelobten asiatischen Tiger der zweiten Generation keineswegs vom drohenden Phänomen der Dollarisierung verschont blieben. Die erfolgte Abwertung führte über den Bestands-effekt zu einer Implosion des heimischen Finanz- wie Realsektors.

Daß die mangelhaften bankenaufsichtsrechtlichen Regularien zu einer Vertiefung der Krise beigetragen haben, steht außer Frage. Gleichwohl ist eine Bankenkrise weder notwendig noch hinreichend zur Erklärung der Wechselkurskrise Asiens.⁷ Vielmehr haben die Nettokapitalimporte maßgeblich zum Scheitern des südostasiatischen Entwicklungsmodells beigetragen.

Anders als in Lateinamerika der 70er und 80er Jahre wiesen diese Länder sehr hohe Ersparnisquoten auf. Die Sparslückentheorie kann hier folglich nicht als Begründung dienen. Auch stammten die Kapitalimporte überwiegend aus privaten und eben nicht staatlichen Quellen. Zwei miteinander eng verbundene Unterschiede bestehen gegenüber der Entwicklungsstrategie der Tiger der ersten Generation, Hongkong, Südkorea, Singapur und Taiwan; erstens eine relativ frühe und umfassende Liberalisierung der Märkte, nicht zuletzt der Finanzmärkte, zweitens das Zulassen einer zunehmend negativen Leistungsbilanz, also einer wachsenden Nettoverschuldung gegenüber dem Ausland.⁸

Es muß verwundern, daß gerade der IMF sich neuerdings die Liberalisierung des Kapitalverkehrs auf die Fahnen geschrieben hat.⁹ Denn schon bald nach dem Schei-

⁷ Das Beispiel Brasilien im Frühjahr 1999 mag als Beispiel für eine Währungskrise ohne parallele Bankenkrise stehen. Letztendlich gilt, daß eine Abwertung immer zu einer Aufwertung der Fremdwährungsverbindlichkeiten führt, die nicht eliminierbar ist.

⁸ Südkorea wies zumindest ab 1987 für einige Jahre eine positive Leistungsbilanz aus. In den 90er Jahren betreibt auch Südkorea eine den anderen Krisenländern ähnliche Wirtschaftsstrategie.

⁹ Insbesondere, da Artikel I der Statuten des IMF dem klar widerspricht. Dies ist nur ein Hinweis darauf, daß die Aktivitäten des IMF nicht rechtlich abgesichert sind und die multilaterale Institution sich in einem ordnungspolitisch fragwürdigem Rahmen bewegt.

tern des Systems von Bretton Woods wurde deutlich, daß keineswegs die Mehrzahl der Mitgliedsländer zu flexiblen Wechselkursen übergangen, sondern ihre Währungen entweder an den USD, die DM, oder an Sonderziehungsrechte und andere Korbwährungen koppelten.¹⁰ Daran hat sich bis heute nichts geändert. Freier Kapitalverkehr und die Fixierung der Währung gegenüber einer Leitwährung sind jedoch zwei konfligierende Ziele, da autonome Kapitalbewegungen der Erwartungsbildung unterliegen und eine hohe Volatilität aufweisen. Als Begründung für die Liberalisierung des Kapitalverkehrs wird von den Befürwortern die verbesserte alloкатive Effizienz, eine verbesserte Handelsfinanzierung, angeführt. Zudem erhöhe die internationale Konkurrenz die Effizienz nationaler Finanzsysteme, erlaubten Finanzinnovationen eine Reallokation von Risiken, ginge davon eine disziplinierende Wirkung auf nationale Regierungen aus und sei schließlich mit einer Erhöhung der Investitionen und damit des wirtschaftlichen Wachstums zu rechnen.¹¹ Interessant genug, läßt sich diese These keineswegs empirisch nachweisen. Im Gegenteil zeigen diesbezügliche Studien sowohl für Entwicklungs- wie Industrieländer, daß keine positive Korrelation zwischen Liberalisierung des Kapitalverkehrs und des wirtschaftlichen Wachstums zu konstatieren ist.¹²

Es geht hier nicht darum, grundsätzlich gegen die Liberalisierung der internationalen Finanzmärkte zu argumentieren, gleichwohl die jüngsten Krisen, nicht zuletzt der Fast-Zusammenbruch von LTCM, den hohen Bedarf an international einheitlicher Regulierung drastisch vor Augen geführt haben.

Eine qualitative Theorie der Entwicklung muß aber die Frage stellen, ob eine frühzeitige Liberalisierung des Kapitalverkehrs und der nationalen Finanzmärkte Nachteile mit sich bringt, welche die erhofften Vorteile bei weitem dominieren. Unterstützt wird diese Überlegung durch den Fakt, daß zahlreiche Industrieländer ihre Finanzmärkte erst gegen Ende der 80er Jahre, zum Teil noch später liberalisierten.

Hinweise dafür liefert die asiatische Finanzkrise. Gerade Länder wie Thailand und Indonesien liberalisierten früh ihre Finanzmärkte und eliminierten Beschränkungen des internationalen Kapitalverkehrs. Nicht mehr ausländische Direktinvestitionen und bilaterale Entwicklungshilfe, sondern private Bankkredite und Portfolioinvestitionen machten den größten Teil des Kapitalzustroms in diese Länder aus.¹³

Anbetracht der fehlenden Tiefe der dortigen Kapitalmärkte (Börsen) erklären sich hieraus sowohl die hohen Kursgewinne vor Ausbruch der Krise als auch das enorme

¹⁰ Daß der IMF in seinen Jahresberichten nur eine geringe Zahl von Währungsankoppelungen anführt, ist der Praxis geschuldet, nur offiziell erklärte Wechselkursanbindungen dort zu erfassen.

¹¹ Siehe hierzu die interessante Analyse von T. Feideker (1999), insbesondere S. 75 ff.

¹² Siehe hierzu die Studien von J. Eatwell (1996) sowie D. Rodrik (1998).

¹³ Siehe auch R. Chang / A. Velasco (1998).

Risikopotential einer Kapitalanlage an diesen Marktplätzen. Ebenso erklärlich werden die zu beobachtenden Asset Price Bubbles und eben auch die Existenz hoher offener Fremdwährungspositionen der Banken, die ohne vorherige Liberalisierung so nicht hätten entstehen können.

Betrachtet man die möglichen Wirkungen von jahrelangen, gemessen am BSP erheblichen Nettokapitalimporten, lassen sich zwei grundsätzliche Fälle unterscheiden:

- Erstens die Preiswirkung: Die beständige, weitgehend unkontrolliert verlaufende Ausweitung der monetären Basis führt zu einem Inflationsprozeß, der über die reale Aufwertung gegenüber dem Ausland in einer überbewerteten Währung und einer negativen Leistungsbilanz mündet.
- Zweitens die Mengenwirkung: Hierunter wird nicht die Ausweitung des Produktionspotentials, sondern die Unterlassung des Währungswechsels verstanden. Nettokapitalimporte führen zu Nettoimporten mit der Folge einer steigenden Nettoauslandsverschuldung als Ausfluß der auch hier negativen Leistungsbilanz.

Zentralbankbilanz	
1. Borrowed Base - Kredite	Notenemission Reservehaltung Eigenkapital
2. Unborrowed Base \$ Fremdwährung \$ Gold \$ Offenmarktpapiere	

Es muß immer wieder daraufhin gewiesen werden, daß die Vorstellung, durch eine vollständige Sterilisierung der hereinströmenden Fremdwährung den negativen Wirkungen entgehen zu können, ins Reich der Mythen gehört. Für die asiatischen Krisenländer läßt sich dies gut veranschaulichen.

Die Aktiva einer Zentralbank lassen sich in zwei Komponenten unterscheiden; zum ersten die borrowed base, die für kurzfristige Kredite an den Geschäftsbankensektor steht. Hier handelt es sich um Zentralbankgeld als revolvierendem Fonds. Dem gegenüber ändert sich die unborrowed base immer dann, wenn die Zentralbank reine Outright-Geschäfte tätigt, also Aktiva kauft oder verkauft. Allgemein gilt, daß das Steuerungspotential der Zentralbank, genauer: die Wirksamkeit ihrer Zinspolitik in Hinblick auf den Geld- und Kreditmarkt, vom relativen Anteil der borrowed base zur unborrowed base abhängt.¹⁴

¹⁴ Präzise gilt dies nicht für Zeiten der gewollten Ausweitung der monetären Basis, wohl aber für Zeiten angestrebter monetärer Kontraktion.

Klassische Sterilisierungspolitik, hier die Neutralisierung von hereinströmender Fremdwährung in ihrer Wirkung auf die monetäre Basis, steht für einen Aktivtausch von unborrowed base-Komponenten, in der Regel Verkauf von Offenmarktpapieren gegen Fremdwährung. Das Potential der Zentralbank in Hinblick auf die Zinssteuerung bleibt, wie die Relation borrowed zu unborrowed base, gewahrt. Die wichtigsten Empfängerländer ausländischen Kapitals unter den späteren Krisenökonomien verfügten aber kaum über marktfähiges, also durch Sekundärmärkte bewertetes Offenmarktmaterial. Dies erklärt sich aus den bereits über längere Zeit ausgeglichenen staatlichen Budgets, die keine Fremdmittelaufnahme verlangten. Diesen Mangel an geeignetem Interventionsmaterial versuchten die Länder zunächst durch kreative Alternativen zu ersetzen. So wurden die Geschäftsbankeneinlagen des Staates zur Kontrahierung der monetären Basis auf die Zentralbank umgebucht, ebenso wurde mit Mitteln staatlicher Pensionsfonds verfahren (Malaysia). Einen anderen Weg wählten die Philippinen, indem der Staatshaushalt der Zentralbank direkt staatliche Wechsel für Offenmarktoperationen mit der impliziten Garantie zur Verfügung stellte, das dadurch (buchhalterisch) geschöpfte Geld nicht wirklich zu ziehen.¹⁵ Ein weiteres Instrument war die Emission von eigenen Schuldtiteln durch die Zentralbank. Zwar gelingt dadurch eine erwünschte Sterilisierung, gleichzeitig wird darüber aber die Gläubigerstellung der Zentralbank gegenüber dem Geschäftsbankensektor untergraben. Terminologisch müßte man hier von einer negativen borrowed base sprechen. Schließlich wurde die Mindestreservepolitik als Instrument zur Begrenzung des Geldmengenmultiplikators eingesetzt. Allerdings wird hierüber die Reservehaltung als Kostenfaktor der Geschäftsbanken erhöht. Anders formuliert, wird hierüber die Kreditaufnahme der Geschäftsbanken in Fremdwährung, die nicht den Mindestreserveanforderungen unterliegen, attraktiv gemacht. Hält man sich vor Augen, daß die internationalen Finanzmärkte, entgegen allen Annahmen der Theorie effizienter Finanzmärkte, keineswegs vor der Krise ihre Kredite mit einer penalty rate für ein gestiegenes Kreditrisiko versahen, erhöhte sich über die Mindestreserve noch das Zinsdifferential gegenüber Fremdwährungskrediten.¹⁶

Der enorme Zustrom an ausländischem Kapital machte es jedoch schon zu Beginn der 90er Jahre notwendig, die borrowed base, also das Kreditvolumen gegenüber dem Geschäftsbankensektor, auf Kosten der Steuerungsfähigkeit der Zentralbank zu reduzieren. Vor Ausbruch der Krise betrug die borrowed base der malayischen Zentralbank noch knapp 10%, in Indonesien und den Philippinen 8 und 6%, in Thailand ca. 3%. Die Zentralbanken hatten die Sterilisierungspolitik mit ihrer eigenen Entmachtung bezahlt. Es existierte de facto keine Zinssteuerung, fehlende Tiefe

¹⁵ Auf diese Aporie der Zentralbanken dieser Länder wies Carlington bereits 1994 hin. Vgl. R.G. Carlington (1994).

¹⁶ Natürlich ist Calomiris zuzustimmen, wenn er die vor der Krise immer kürzeren Kreditvertragslaufzeiten als eine Warnung der internationalen Kreditgeber interpretiert (C.W. Calomiris (1998)).

Kapitalmärkte ließen eine Liquiditätssteuerung nicht zu. Schließlich verkam die Entwicklung der monetären Basis dieser Länder zu einem random walk, bestimmt durch den Saldo der Zahlungsbilanz.

Die steigende Verschuldung gegenüber dem Ausland als Ausdruck der hohen Leistungsbilanzdefizite untergrub zunehmend das Vertrauen der ausländischen und inländischen Vermögenseigentümer in die gegebene Wechselkursankoppelung. Der Beginn der ersten Spekulationswellen, die auf machtlose Zentralbanken traf, war nur eine Frage der Zeit.

Fazit

Der Glaube, Nettokapitalimporte seien für einen Prozeß nachholender wirtschaftlicher Entwicklung dienlich, basiert auf der Vorstellung von nationalen Geldern als vollkommenen Substituten. Letztlich wird lediglich – wie anhand der Sparlückentheorie verdeutlicht – binnenökonomische Wachstumstheorie auf Entwicklungsländer übertragen. Eine monetär fundierte, qualitative Theorie der Entwicklung zeigt dem gegenüber, daß Nettokapitalimporte das Unterfangen der Etablierung einer kontraktfähigen inländischen Währung erschweren und letztlich für die Empfängerländer in einer Marktkonstellation der Konsumentenökonomie münden. Eine Schlußfolgerung muß daher lauten, einseitige nationale Kapitalverkehrskontrollen zuzulassen. Weiter ist die Rolle des internationalen Währungsfonds und der Weltbank, der beiden Bretton Woods-Töchter, sowohl in Hinblick auf deren ordnungspolitische Verortung als auch auf die Wirkungen deren monetären Aktionismus zu hinterfragen.

Literaturliste

Betz, K. (1999): Finanzkrisen und Dollarisierung. DIW, Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung, Heft 1, 68. Jahrgang, 68-75.

Calomiris, C.W. (1998): The IMF's Imprudent Role as a Lender of Last Resort. Cato Journal Vol 17, No.3, 275-294.

Carlington, R.G. (1994): Reform of Monetary Instruments in Southeast Asia; in: Baliño, T.J.T. / Cottarelli, C. (eds.): Frameworks for Monetary Stability, IMF, Washington.

Chang, R. / Velasco A. (1998): Financial Crises in Emerging Markets. NBER working Paper No. 6606, Cambridge MA.

Eatwell, J. (1996): International Financial Liberalisation: The Impact on World Development. UNDP, Office of Development Studies, Discussion Paper Series, New York.

Feideker, T.(1999): Der Lender of Last Resort, der IMF und die internationale Finanzmarktarchitektur. Mimeo Berlin.

Fратиanni, M. / Hauskrecht, A. (1998): From the Gold Standard to a Bipolar Monetary System; Open economies review 9:S1, S. 609-635.

IMF (1997). World Economic Outlook, April 1997, Washington.

Rodrik, D. (1998): Who needs Capital-Account Convertibility? In: Fischer, S. Et al. (eds)Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?. Essays in International Finance, No. 207, New Jersey.

Rostow, W.W. (1960): The stages of economic growth. A non-communist manifesto, Cambridge.

Riese, H. (1986): Entwicklungsstrategie und ökonomische Theorie - Anmerkungen zu einem vernachlässigtem Thema; in: Entwicklungsländer und Weltmarkt. Ökonomie und Gesellschaft, Jahrbuch 4, Frankfurt a.M. / New York.

Was bleibt nach der Asienkrise vom Washington-Konsens?

Von Rainer Schweickert

Was ist der Washington-Konsens?

Der Kampfbegriff Washington-Konsens geistert seit seiner Prägung zu Beginn der 90er Jahre immer wieder durch die wirtschaftspolitische Debatte (Naim 1999). Für die Einen ist er gleichbedeutend mit dem Dominanzstreben der USA und dem neoliberalen Feindbild, für die Anderen ist er Ausdruck der Konsensfähigkeit der Politik der Internationalen Finanzinstitutionen und ein Leitfaden für Wirtschaftsreformen. Um es vorwegzunehmen: beide Interpretationen treffen nicht den Kern der Sache und verdeutlichen, wie sehr der Begriff Washington-Konsens zur Worthülse verkommen ist. Für ein seriöses Streitgespräch besteht somit die Gefahr des Aneinandervorbeiredens, wenn man nicht vorher klärt, was man eigentlich unter dem Washington-Konsens verstehen will. Die natürlichste Interpretation - und auch die einzige eindeutig dokumentierte - ist dabei die ursprüngliche.

Der Originaltext zum Washington-Konsens stammt von John Williamson (1990). Williamson beabsichtigte dabei, den Brady-Plan zur Schuldenerleichterung- und umstrukturierung für lateinamerikanische Länder zu unterstützen. Die Frage war, ob die in Frage kommenden Länder wirtschaftspolitische Reformen durchgeführt hatten, die gewährleisten, dass freiwerdende Mittel nicht in einem Fass ohne Boden verschwinden würden, sondern zur wirtschaftlichen Erholung beitragen konnten. Dies erforderte jedoch eine Liste von Reformmaßnahmen, anhand derer man die Reformbereitschaft lateinamerikanischer Staaten überprüfen konnte. Williamson versuchte deshalb, diejenigen Reformen zusammenzufassen, von denen er annahm, sie seien in Washington - d.h. beim Internationalen Währungsfond (IWF), bei der Weltbank, bei der US Regierung und bei der Mehrheit der Wirtschaftswissenschaftler - unumstritten. Dieser Hintergrund ist für die Interpretation des Konsenses wichtig, wird in der Diskussion jedoch häufig missachtet. Drei Aspekte sind hier festzuhalten:

- Der Washington-Konsens wurde - zumindest zum Teil - aus externer Sicht formuliert, d.h. er stellt keineswegs ein offizielles Programm des IWF und der Weltbank dar.
- Der Washington-Konsens bezog sich auf die Situation der lateinamerikanischen Schuldenländer, in denen es galt - nach einem für die Entwicklung verlorenen Jahrzehnt - einen Neuanfang zu definieren und nicht ein abschließendes Reformprogramm zu beschreiben.

- Der Washington-Konsens stellt nur den kleinsten gemeinsamen Nenner unter marktwirtschaftlich orientierten Ökonomen dar, d.h. er steht nicht unbedingt für eine neoliberale Wirtschaftspolitik, obwohl er dieser Denkrichtung relativ nahe kommt.

Williamson hat den Konsens in 10 Punkten zusammengefasst (Williamson 1996), die man unter drei Oberbegriffe stellen kann:

Konsolidierung des Staatshaushaltes

- *Fiskalische Disziplin*: Staatliche Budgetdefizite sollten so klein sein, dass sie ohne Hilfe der Inflationssteuer, d.h. der Notenpresse, finanziert werden können. Dies bedeutet in der Regel einen Überschuss vor Bedienung der Schulden, der vom jeweiligen Schuldenstand abhängt. Das Defizit nach Schuldenbedienung sollte dabei 2 Prozent nicht übersteigen
- *Prioritäten setzen bei den Staatsausgaben*: Staatsausgaben sollten zugunsten von Ausgaben mit hohem ökonomischen und sozialen Nutzen umstrukturiert werden. Dies bedeutet in der Regel weniger Geld für Verwaltung, Verteidigung, Subventionen und Staatsunternehmen und mehr Geld für Armutsbekämpfung, Gesundheit, Bildung, und Infrastruktur.
- *Steuerreform*: Steuern sollten auf breiterer Basis und dafür mit niedrigeren Steuersätzen erhoben werden. Dies bedeutet in der Regel eine deutliche Verbesserung der Steuererhebung.

Marktöffnung

- *Handelsliberalisierung*: Mengenmäßige Beschränkungen des Handels sollten durch Zölle ersetzt und diese sollten auf einen einheitlichen Zollsatz zwischen 10 und 20 Prozent reduziert werden. Dies erfordert einen Anpassungsprozess über 3 bis 10 Jahren, der aufgrund schwieriger makroökonomischer Bedingungen unterbrochen werden kann.
- *Wechselkursanpassung*: Multiple Wechselkurse sollten zumindest für Handels-transaktionen aufgegeben werden, wobei sich der einheitliche Wechselkurs auf einem Niveau bewegen sollte, das das Wachstum nicht-traditioneller Exporte ermöglicht, und das auch durchgehalten werden kann.
- *Direktinvestitionen*: Ausländische Direktinvestitionen sollten uneingeschränkt zugelassen werden, d.h. sie sollten wie inländische Investitionen behandelt werden.

Liberalisierung

- *Finanzmarkliberalisierung*: Ziel ist es, dass die Zinssätze durch den Markt bestimmt werden. Voraussetzung ist jedoch ein hohes Vertrauen in den heimischen Kapitalmarkt. Ist dies zunächst nicht gegeben, so sind zumindest positive Realzinsen und gleiche Zinssätze für alle Schuldner mit gleichen Risiken sicherzustellen.
- *Privatisierung*: Staatsunternehmen sollten privatisiert werden.
- *Deregulierung*: Der Staat sollte sicherstellen, dass alle Regulierung, die den Markteintritt neuer Unternehmen und den Wettbewerb behindern, abgebaut werden. Verbleibende Regulierungen sind zu rechtfertigen durch die Gewährleistung der Sicherheit, des Umweltschutzes und der Stabilität des Finanzsektors.
- *Eigentumsrechte*: Das Rechtssystem sollte sichere Eigentumsrechte zu moderaten Kosten bereitstellen und auch für den informellen Sektor zugänglich machen.

Die lateinamerikanischen Länder haben nun keineswegs diese Massnahmen vollständig umgesetzt. Es dürfte jedoch unbestritten sein, dass der Reformkatalog des Washington-Konsenses eine Neuorientierung der Wirtschaftspolitik lateinamerikanischer Länder weg von inflationstreibenden Staatsdefiziten, Importsubstitutionsstrategien und dem Aufbau staatlicher Industrien und hin zu einer Stabilitäts- und Wettbewerbskultur beschrieben und gefördert hat. Vorreiter war hier seit Mitte der 70er Jahre Chile (Schweickert 1993, Kap. E) und seit Mitte der 80er Jahre auch Mexiko (Langhammer und Schweickert 1995). Seit Formulierung des Konsenses ist vor allem Argentinien mit einer radikalen Kehrwende hinzugekommen (Schweickert 1996a, 1994), sodass der Reformdruck auf die Nachzügler ständig zunimmt.

Am umstrittensten war und ist dabei noch die Frage der Wechselkurspolitik. Williamson selbst, ein Anhänger gemanagter Wechselkurse, räumt ein, dass ein gewisses Wunschdenken seinerseits für die Formulierung dieses Punktes verantwortlich war. Am ehesten dürfte die Wechselkurspolitik Chiles noch der Vorstellung des Washington-Konsenses entsprechen, dass der Wechselkurs allein auf die ausserwirtschaftliche Stabilität auszurichten ist (Schweickert 1996b). Dagegen wurde in den anderen genannten Ländern - in Argentinien mit mehr, in Mexiko mit weniger Erfolg - versucht, den Wechselkurs als Anker für die Stabilisierung der Inflationserwartungen einzusetzen.

Zur Kritik am Washington-Konsens

Sollte jemals ein Konsens über die optimale Wirtschaftspolitik bestanden haben, so scheint er spätestens seit Ausbruch der Asienkrise aufgekündigt. Bereits vorher wurde die Tendenz deutlich, ausschließlich den IWF und seine Anpassungsprogramme mit dem Washington-Konsens zu identifizieren. Heftig kritisiert wurden vor allem die Anpassungsprogramme des IWF für Thailand, Südkorea und Indonesien: sie seien zu restriktiv und mit zu umfangreichen Konditionen verbunden (Sachs 1997; Feldstein 1998). Diese Kritik ist durchaus nicht unbegründet. Die Tatsache, dass der IWF in den ersten letters of intent für Thailand und Südkorea Überschüsse im Staatshaushalt gefordert hatte, obwohl der Staatshaushalt keineswegs die aktuellen Probleme verursacht hatte, musste den Vermutungen Nahrung geben, der IWF habe sein 'Lateinamerika-Konzept' einfach den asiatischen Staaten übergestülpt. Der IWF hat jedoch unmittelbar auf diese Kritik reagiert und die fiskalischen Vorgaben weicher formuliert.

Die Hilfspakete wurden außerdem mit Konditionen überfrachtet, die sich in der Tat wie ein Wunschzettel langjähriger Forderungen der Industrieländer an die asiatischen Tigerstaaten lesen. Im Falle Indonesiens berührte dies sogar die Stabilität des politischen Systems ohne dass jedoch der IWF allein für die folgenden politischen Turbulenzen in diesem Land verantwortlich zu machen wäre. Allgemein zeigt eine Analyse der Konditionen, dass diese weit über die Vorstellungen des Washington-Konsenses hinausgehen und kaum Freiraum für eine nationale Wirtschaftspolitik lassen, der für die Akzeptanz und die Durchführung der Programme entscheidend ist (Thiele und Wiebelt 2000).

Trotz der berechtigten Kritik am IWF bleibt festzuhalten, dass er die Festlegung auf eine restriktive Geldpolitik nicht vermeiden kann, da er in der Regel im Krisenfall gerufen wird. Ein einsetzender Währungsverfall ist aber nur mit zwei Mitteln zu stoppen: der Wechselkursfixierung und deren Verteidigung um jeden Preis oder einer restriktiven Geldpolitik, die das Geldangebot an die gesunkene Geldnachfrage anpasst. Da die asiatischen Krisenländer fast gänzlich ohne Devisenreserven dastanden, blieb eigentlich nur noch die zweite Alternative. Betrachtet man die tatsächliche Entwicklung von Geldmarktzinsen und Wechselkursen, so zeigt sich, dass die Hochzinspolitik in dem Moment gelockert wurde, in dem sich eine Entspannung am Devisenmarkt abzeichnete. Bereits Mitte 1998, also ungefähr ein Jahr nach dem Ausbruch der Krise in Thailand, waren die Geldmarktzinsen bereits wieder auf ihr Niveau vor der Krise gesunken und sind seitdem weiter gefallen. Man könnte sagen, dass die Kritik am lautesten bei steigenden Zinsen geäußert wurde, dass sie jedoch bei sinkenden Zinsen zunehmend verstummte und Ende 1999 schon gar nicht mehr aktuell diskutiert wird.

Neben dieser recht kurzlebigen, von der aktuellen Krise bestimmten Debatte, die die Aussagen des Washington-Konsenses nur am Rande streift, hat sich jedoch die Weltbank unter ihrem Chef-Ökonomen Joseph Stiglitz zum Chef-Kritiker des IWF aufgeschwungen, in dem sie versucht, Wege zu einem post-Washington-Konsens aufzuzeigen (Stiglitz 1998). Dieser Versuch erschöpft sich allerdings in fünf Kritikpunkten, von denen drei am Washington-Konsens völlig vorbeigehen:

- *Die IWF-Programme, die auf dem Washington-Konsens basieren, geben der Inflationsbekämpfung Vorrang vor allen anderen Zielen.* Richtig ist, dass Ökonomen nicht in der Lage sind, eine optimale Inflationsrate eindeutig zu identifizieren. Richtig ist aber auch, dass der Washington-Konsens keine Aussage zum Thema Inflationsbekämpfung macht, sondern vielmehr die Notwendigkeit der Wechselkursanpassung betont. Wichtig ist dabei, zu verstehen, dass damit eine Anpassung des realen Wechselkurses gemeint ist, d.h. des nominalen Wechselkurses nach der Bereinigung um die Inflationsdifferenz zwischen In- und Ausland. Dies erfordert jedoch eine Stabilisierung der inländischen Preise, da sonst eine Abwertung nur zu einer höheren Inflationsrate führt und sich an den realen Größen nichts ändert. Die Anpassung des Wechselkurses erfordert also mindestens eine Stabilisierung der Inflationsrate.
- *Der Washington-Konsens vergisst die Stabilisierung des Einkommens.* Damit ist nun nicht, wie Anhänger des Keynesianismus vermuten könnten, eine aktive Rolle des Staates beim Ausgleich einer schwankenden Nachfrage gemeint, sondern vielmehr die Vermeidung von Instabilität, die von den Finanzmärkten verursacht wird. Spätestens nach den Erfahrungen aus der Asienkrise könnte kaum jemand bestreiten, dass die Stabilität von Finanzmärkten ein wichtiges Ziel von Wirtschaftsreformen sein sollte. Dies ist jedoch ein Bereich, der im Washington-Konsens eindeutig von der Forderung nach einer Deregulierung ausgenommen wird. Diese Ausnahme wurde deshalb explizit in den Konsens aufgenommen, weil der Konsens den Reformen der lateinamerikanischen Länder gegenübergestellt wurde (Williamson, 1990). Dabei zeigte insbesondere der Fall Chiles deutlich, wie eine fehlende Regulierung der Finanzmärkte zum Aufbau einer privaten Überschuldung beitragen kann, die letztlich in einer Krise zur öffentlichen Verschuldung wird. Die Erkenntnisse aus der Asienkrise sind somit alles andere als neu und sie sind bereits in die Formulierung des Washington-Konsenses eingeflossen.
- *Der Washington-Konsens zielt auf einen Minimalstaat ab, wie es dem neoliberalen Weltbild entspricht.* Diese Behauptung ist gleich aus zwei Gründen falsch. Erstens unterscheidet sich eine neoliberale Weltsicht gerade darin von einer liberalen Weltsicht, dass ein starker Staat in den Bereichen gefordert wird, in denen Marktversagen begründet werden kann wie Wettbewerbssicherung, monetäre Stabilität und Sicherheit (Besters 1993). Nicht nur in der angelsächsischen Diskussion wird 'neoliberal' fälschlicherweise der Forderung nach einem

freien Schalten und Walten der Marktkräfte gleichgesetzt. Zweitens wird vom Washington-Konsens gefordert, dass sich der Staat bei einer beschränkten Problemlösungskapazität auf für die wirtschaftliche Entwicklung wichtige Bereiche konzentriert. Die Erfahrungen zahlloser Entwicklungsländer belegen, wie z.B. staatliche Aktivitäten im Unternehmenssektor zu einer Mittelverschwendung führen, die für den Aufbau einer sozialen Sicherung und Investitionen in Bildung und Infrastruktur keinen Spielraum mehr lässt. Der Washington-Konsens fordert deshalb nicht die Reduzierung der Staatstätigkeit auf ein Minimum - ja noch nicht einmal ihre Reduzierung auf den neoliberalen Aufgabenkatalog, sondern lediglich die Umstrukturierung und die solide Finanzierung der Ausgaben.

Ernstzunehmender für die Auseinandersetzung mit dem Washington-Konsens sind zwei weitere Kritikpunkte des Papieres von Stiglitz. Zum Einen weißt er richtig darauf hin, dass Liberalisierung, Privatisierung und Deregulierung keine Ziele sondern lediglich Mittel zur Schaffung eines effizienten Wettbewerbs sind - worauf es letztlich ankommt, sei eine effiziente Regulierung. Ohne eine solche Regulierung kann z.B. nicht ausgeschlossen werden, dass private Monopolstellungen aufgebaut werden, der Wettbewerb also gar nicht intensiver wird. Diesem Einwand liegt aber, so richtig er auch ist, ein grundlegendes Missverständnis des Washington-Konsenses zugrunde, das wiederum auf der Vernachlässigung des Hintergrundes seines Entstehens beruht. Wie oben ausgeführt, bezog sich der Konsens zunächst auf die lateinamerikanischen Staaten. Für diese Ländergruppe stellten Ende der 80er Jahre die Behinderung des Außenhandels, der öffentliche Unternehmenssektor und ein hohes Regulierungsniveau die entscheidenden Wettbewerbshindernisse dar. Ihre Beseitigung war zur Schaffung des Wettbewerbs notwendig, wenn auch keineswegs hinreichend.

Auf die asiatischen Staaten ist dies also - bei einer Weltmarkt- anstelle einer Binnenorientierung und hohen Wachstumsraten anstelle von Stagnation - nicht unmittelbar übertragbar. Hier tritt ein wichtiges Charakteristikum des Washington-Konsenses hervor: er ist weniger auf die Formulierung eines endgültigen und vollständigen Programms für die Wirtschaftspolitik ausgerichtet, sondern soll vielmehr durch die Konzentration auf die Beseitigung der wichtigsten Entwicklungshemmnisse für eine bestimmte Ländergruppe als Katalysator für Reformen fungieren, die grundsätzlich auf die Stärkung der Marktkräfte in einem staatlich dominierten Umfeld abzielen. Um eine solche Reformbewegung anzustoßen, musste er sich geradezu zwangsläufig auf die Politikbereiche konzentrieren, die (relativ) unstrittig sind.

So ist zwar unstrittig, dass der Aufbau adäquater staatlicher Institutionen notwendig ist, um das Funktionieren der Märkte sicherzustellen (Ahrens 1999), ein Konsens

über die konkrete Umsetzung ist jedoch nicht in Sicht. Stiglitz kommt sogar zu dem Schluss, dass er weder möglich noch wünschenswert ist. "If policies are to be sustainable, developing countries must claim ownership of them. It is relatively easier to monitor and set conditions for inflation rates and current account balances. Doing the same for financial sector regulation or competition policy is neither feasible nor desirable" (Stiglitz 1998: 34).

Schließlich beklagt die Weltbank unter Führung von Stiglitz, dass das Zielsystem, das dem Washington-Konsens zugrunde liegt, unzulässigerweise auf Wirtschaftswachstum verengt ist. Wichtig seien außerdem der nicht-pekuniäre Lebensstandard, die ökologische und ökonomische Nachhaltigkeit der Entwicklung, eine gleichmäßige Einkommensverteilung und die Schaffung und Erhaltung von Demokratie. Dies ist nun eine Liste von Forderungen, die auf westlichen Wertvorstellungen basiert und die man wie folgt zusammenfassen könnte: lieber reich und gesund als arm und krank. Abgesehen davon, dass Ziele wie Demokratie und Gleichheit in verschiedenen Regionen der Welt durchaus unterschiedlich beurteilt werden und ein Konsens somit die nationale Souveränität von Entwicklungsländern untergraben würde, dürfte ein Konsensversuch auch daran scheitern, dass die Priorität innerhalb eines solchen Zielsystems zu bestimmen wäre. Auf diesem Wege muss es zwangsläufig zu einer Verwässerung des Konsenses kommen - als Grundlage für eine ordnungspolitische Richtungsbestimmung würde er kaum mehr taugen. Dies ist jedoch gerade die Stärke des Washington-Konsenses, wie es sein Einfluss auf die wirtschaftspolitischen Entscheidungen in Lateinamerika belegt.

Der Washington-Konsens und der internationale Kapitalverkehr

Die Schwäche des Washington-Konsenses ist, dass er notwendigerweise diejenigen Politikbereiche aussparen muss, über die Ende der 80er Jahre kein Konsens bestand. Ein wichtiges Beispiel ist hier der Kapitalverkehr. Das grundsätzliche Plädoyer des Washington-Konsenses für mehr Markt und mehr Wettbewerb könnte die Öffnung der Kapitalmärkte der asiatischen Krisenländer zwar - bei weitgehendem Fehlen von IWF-Programmen - nicht bestimmt, immerhin aber wesentlich beeinflusst haben. Tatsächlich werden Kapitalverkehrskontrollen bei der Auflistung von Ausnahmen für die Deregulierung nicht aufgeführt. Sinnvoller erscheint allerdings die Interpretation, Kapitalverkehrskontrollen seien nicht explizit genannt, weil Ende der 80er Jahre Probleme mit übermäßigen Kapitalzuflüssen in Lateinamerika nicht abzusehen waren. Die Frage war zu diesem Zeitpunkt, mit Hilfe welcher Reformen der erneute Zugang zum Weltkapitalmarkt zu schaffen sein würde. Für eine solche Interpretation spricht auch, dass sie mit anderen Bereichen des Konsenses konsistent wäre. So

wird unter dem Stichwort 'Finanzmarktliberalisierung' gefordert, dass die Zinsen auf dem heimischen Markt erst dann freizugeben sind, wenn das Vertrauen in diesen Markt soweit gefestigt ist, um eine stabile Entwicklung zu garantieren. Außerdem wird unter dem Stichwort 'Deregulierung' die Finanzmarktaufsicht explizit ausgenommen. Schließlich wird unter dem Stichwort 'Wechselkursanpassung' ein einheitlicher Wechselkurs lediglich für Leistungsbilanztransaktionen gefordert. Dies bedeutet, dass der Washington-Konsens durchaus Spielraum für Kapitalmarktregulierungen lässt und keineswegs die unbedingte Öffnung eines unterentwickelten und unterregulierten Kapitalmarktes nahelegt.

Gerade die Diskussion nach der Asienkrise hat gezeigt, dass auch heute noch kein Konsens über Kapitalverkehrskontrollen besteht. Am ehesten könnte man die zusammenfassenden Bemerkungen von Kenen (1996) zu diesem Thema als konsensfähig bezeichnen:

- *Kapitalverkehrskontrollen wirken eher kurzfristig als langfristig.* Dies resultiert daraus, dass die Marktteilnehmer zahlreiche Strategien entwickeln, um die Kontrollen zu umgehen, und dass diese Umgehungsstrategien zu erheblichen gesamtwirtschaftlichen Kosten führen.
- *Kapitalverkehrskontrollen wirken eher bei Zuflüssen als bei Abflüssen.* Für Investoren bedeuten Kapitalverkehrskontrollen in erster Linie Kosten des Kapitaltransfers. Sieht sich ein Investor nun mehreren attraktiven Standorten gegenüber, so wird er nicht viel Energie für das Suchen nach Umgehungsstrategien verwenden, sondern sein Kapital anderswo anlegen. Anders verhält es sich bei Investoren, die das Land verlassen wollen, weil sie Verluste befürchten (etwa bei einer Abwertung oder einer Bankenkrise). Diese Investoren haben keine Alternative und werden deshalb versuchen, die Kontrollen zu umgehen, auch wenn dies mit erheblichen Kosten verbunden ist.
- *Kapitalverkehrskontrollen wirken eher, wenn sie sich auf spezifische Sektoren richten als wenn sie auf die gesamte Wirtschaft ausgerichtet sind.* Kontrollen sind umso leichter durchzusetzen, je kleiner die Zahl der relevanten Marktteilnehmer und je transparenter die Transaktionen.

Daraus folgt nun, dass es noch am ehesten möglich sein sollte, den Kapitalzufluss in den Finanzsektor kurzfristig zu regulieren. Voraussetzung dafür wäre, dass die Transaktionen des Finanzsektors transparent sind. Genau dies sollte jedoch eine effektive Bankenaufsicht garantieren. Ein Teil der Regeln, die von der Bankenaufsicht zu überwachen sind, bezieht sich auf Höchstgrenzen für Währungsrisiken und die Kreditaufnahme im Ausland. Erstaunlich ist deshalb, dass viele Diskussionsteilnehmer zwar eine Bankenregulierung als unabdingbar ansehen, Kapitalverkehrskontrollen jedoch als nicht praktikabel ablehnen: Beschränkungen der Kreditauf-

nahme im Ausland sind Kapitalverkehrskontrollen - sie werden vom Washington-Konsens sogar implizit gefordert.

Unabhängig davon, was im Washington-Konsens formuliert wurde, ist das Thema Kapitalverkehr durch die Krisen der 90er Jahre und der zunehmenden Liquidität des internationalen Kapitalmarktes - Stichwort 'Globalisierung' - in die wirtschaftspolitische Diskussion zurückgekehrt. Nachdem die Nachwirkungen der Schuldenkrise in den meisten Staaten Lateinamerikas weitgehend verarbeitet waren und Niedrigzinsen in den Industriestaaten für ein reichliches Liquiditätsangebot sorgten, war der Trend zur Öffnung der Kapitalmärkte nicht zu übersehen. Bei offenen Kapitalmärkten stellen große Kapitalzuflüsse die makroökonomische Steuerung einer Volkswirtschaft jedoch immer vor erhebliche Probleme. Bei kurzfristigem Kapital, wo sich ein Zustrom leicht in einen Abfluss umkehren kann, ist dies offensichtlich. Es gilt jedoch auch für sogenanntes langfristiges Kapital. Eine Volkswirtschaft, die heute Kapitalzuflüsse von z.B. (netto) 8 Prozent ihres Bruttosozialproduktes erhält, ist mehr oder weniger darauf angewiesen, dass auch morgen ausländisches Kapital in einer vergleichbaren Größenordnung verfügbar ist. Bleiben also Direktinvestition morgen aus oder stehen morgen keine frischen langfristigen Kreditlinien zur Verfügung, so steht die Wirtschaftspolitik vor einem Anpassungsproblem, da sich die relativen Preise an der Verfügbarkeit der Mittel ausgerichtet haben. Stellen sich die Zuflüsse nicht wie erwartet ein, so müssen sich die relativen Preise anpassen und die auf der Basis der alten Relativpreise getätigten Investitionen sind möglicherweise nichts mehr wert.

Diese Zusammenhänge sind nun keineswegs neu. Den lateinamerikanischen Ländern wurden sie in den 80er Jahren auf dem Wege des 'learning-by-doing' nahegebracht; nun wissen wir, dass sie auch für die asiatischen Musterländer gelten. Die Konsequenz daraus ist, dass man nicht wissen kann, in welcher Höhe Kapital zufließen sollte, dass man aber erkennen muss, dass ein Zustrom ausländischen Kapitals ein Risiko darstellt, dass sich zwar nicht realisieren muss, dass die Wirtschaft aber vom Weiterbestehen des Status-Quo abhängig macht. Schlechte Nachrichten wie politische Unruhen im Falle Mexikos oder der Zusammenbruch der spekulativen Blase am Immobilienmarkt im Falle Thailands führen bei einer hohen Risikoposition nahezu zwangsläufig zu einer Krise (Schweickert 2000).

Welche Lehren kann man nun ziehen, die zur Formulierung einer Konsensposition bezüglich des internationalen Kapitalverkehrs beitragen könnte, die über die Ausklammerung des Themas im Washington-Konsens hinausgeht. Hier zeichnet sich ab, dass die Vorteilhaftigkeit von Direktinvestitionen wegen ihrer Stabilität kaum noch bestritten wird. Daraus könnte man weiter folgern, dass die Entwicklungsstrategie

in erster Linie auf die Förderung der heimischen Ersparnis und auf ausländische Direktinvestitionen abstellen sollte und dass die Marktöffnung für andere Arten des Kapitaltransfers von der Entwicklung des heimischen Kapitalmarktes abhängig zu machen wäre. Vor allzugroßem Optimismus bezüglich der Möglichkeit einen solchen Entwicklungsprozess durch entsprechende Kapitalverkehrskontrollen zu steuern, muss allerdings gewarnt werden. Sind die oben gemachten Aussagen zur Wirksamkeit von Kapitalverkehrskontrollen richtig, so sind sie nur zeitweise und sehr gezielt und nicht bei Kapitalabflüssen einzusetzen. Empirische Befunde zeigen allerdings, dass es gelingen kann, durch eine Diskriminierung kurzfristiger Zuflüsse die Struktur der Zuflüsse zugunsten langfristiger Anlagen zu beeinflussen (Cárdenas und Barrera 1997). Ohne die vollständige Freigabe von Direktinvestitionen und ohne stabile makroökonomische Rahmenbedingungen, wie dies z.B. in Chile der Fall war, machen Kapitalverkehrskontrollen aber keinen Sinn.

Was bedeutet nun die Entwicklung des heimischen Kapitalmarktes, von der weitere Schritte bei der Marktöffnung abhängig zu machen sind. Sie bedeutet grundsätzlich, dass der heimische Kapitalmarkt fähig sein muss, starke Schwankungen der Zuflüsse zu absorbieren. Ein Teil dieser Anpassungslasten kann durch die Veränderung der internationalen Finanzarchitektur gemindert werden, wenn etwa die Gläubigerbanken stärker als bisher in die Krisenprävention und -bewältigung einbezogen werden oder wenn der IWF auch dann Mittel ausleiht, wenn sich das Land noch nicht mit seinen Gläubigerbanken über eine Umschuldung geeinigt hat (lending into arrears). Die Hauptanpassungskapazität ist jedoch durch eine entsprechende Regulierung des heimischen Kapitalmarktes zur Begrenzung von Risikopositionen bereitzustellen. Der gegenwärtige Versuch, allgemeingültige Normen und Vorschriften zu entwickeln, denen sich alle Schuldnerländer verpflichten müssen, um im Notfall Zugang zu IWF-Mitteln zu erhalten, ist jedoch kaum optimal. Zum einen lassen sich Risiken nur zum Teil quantifizieren. Zum anderen gibt es, soweit dies, wie z.B. bei der Eigenkapitaldeckung, dennoch möglich ist, keine theoretisch oder empirisch eindeutig bestimmten Optimalwerte. Eine Vereinheitlichung läuft dann aber Gefahr, mögliche Wettbewerbslösungen zu unterdrücken. Warum sollte sich ein Entwicklungsland nicht bewusst für ein höheres Risiko entscheiden, um Kapital anzulocken, solange das Risiko transparent ist. Hier kommt man also leicht zum gleichen Ergebnis wie Stiglitz in seinem Versuch einer Kritik des Washington-Konsenses: es gibt viele Bereiche der Wirtschaftspolitik, die nicht im Konsens enthalten aber dennoch wichtig sind - für die meisten gilt allerdings, dass ein Konsens weder wünschenswert noch möglich ist.

Literatur

- Ahrens, J. (1999)*, Towards a Post-Washington Consensus: The Importance of Governance Structures in Less Developed Countries and Economies in Transition. Universität Göttingen, mimeo.
- Besters, H. (1993)*. Neoliberalismus. In: R. Vaubel und H.D. Barbier (Eds.), Handbuch Marktwirtschaft, 2. Auflage. Stuttgart: 107 - 122.
- Cárdenas, M. und F. Barrera (1997)*. On the Effectiveness of Capital Controls: The Experience of Columbia During the 1990s. Journal of Development Economics 54: 27 - 57.
- Feldstein, M. (1998)*. Refocusing the IMF. Foreign Affairs 77: 20 - 33.
- Kenen, P. (1996)*. Analyzing and Managing Exchange-Rate Crises. Open Economies Review 7: 469 - 492.
- Langhammer, R.J. und R. Schweickert (1995)*. The Mexican Reform Process: Improving Long-Run Perspectives and Mastering Short-Run Turbulences. Kieler Diskussionsbeiträge 255. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Naim, M. (1999)*. Fads and Fashion in Economic Reforms: Washington Consensus or Washington Confusion? www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/1999/reforms/Naim.htm.
- Sachs, J. (1997)*. The Wrong Medicine for Asia. The New York Times, 3. November.
- Schweickert, R. (2000)*. Leistungsbilanzentwicklungen in ausgewählten Schwellenländern Asiens und Lateinamerikas - Ursachen und wirtschaftspolitische Konsequenzen. Kieler Studien, Kiel, in Vorbereitung.
- Schweickert, R. (1996a)*. Neoliberale Wirtschaftsordnung und wirtschaftliche Entwicklung in Lateinamerika. Zeitschrift für Wirtschaftspolitik 45: 249 - 261.
- Schweickert, R. (1996b)*. Which Target for Exchange Rate Policy in Developing Countries: Stability or Competitiveness. In: F.P. Lang und R. Ohr (Eds.), Openness and Development. Heidelberg: 189 - 216.
- Schweickert, R. (1994)*. Exchange Rate Based Stabilization - Lessons from a Radical Implementation in Argentina. The World Economy 17: 171 - 189.
- Schweickert, R. (1993)*. Geld- und Wechselkurspolitik in Entwicklungsländern - Eine Analyse alternativer Stabilisierungs- und Anpassungsstrategien. Kieler Studien 256, Kiel.
- Stiglitz, J. (1998)*. More Instruments and Broader Goals: Moving Towards the Post-Washington Consensus. WIDER Annual Lectures 2. Helsinki.
- Thiele, R. und M. Wiebelt (2000)*. Sind die Anpassungsprogramme von IWF und Weltbank gescheitert? Eine Bilanz der Erfahrungen von zwei Jahrzehnten. Kieler Diskussionsbeiträge 357. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Williamson, J. (1996)*. Lowest Common Denominator or Neoliberal Manifesto? The Polemics of the Washington Consensus. In: R.M. Auty und J. Toye (Eds.), Challenging the Orthodoxies. Basingstoke, Hampshire: 13 - 22.
- Williamson, J. (1990)*. Latin American Adjustment: How Much Has Happened? Institute for International Economics, Washington D.C.

Globalisierung der Finanzmärkte

- Fluch oder Segen für Entwicklungs- und Schwellenländer?

von Rainer Stöttner

Im Zuge der weltweit fortschreitenden Kapitalmarktliberalisierung ist das "global financial village" entstanden, ein Weltfinanzmarkt also, der nicht nur in einem umfassenden Sinn "offen" ist, sondern auch kaum noch gesellschafts- und wirtschaftspolitischer Kontrolle unterliegt. Quod libet, licet: Dies können zumindest diejenigen "global players" von sich sagen, die mächtig genug sind, in das obrigkeitliche Macht-Vakuum vorzustoßen und selbstverordnete Spielregeln festzulegen. Die Folge ist, daß der Wettbewerb an den Finanzmärkten immer mehr zu einem Kräfteressen zwischen wenigen "Platzhirschen" verkommt. Am Ende, so mag man sich ausmalen, stehen dann nur noch wenige übermächtige Finanzkonglomerate, die in friedlicher Konkordanz das (profitable) Finanzgeschäft unter sich aufteilen: Die kleinen Finanzdienstleister sind verschwunden oder werden in Abhängigkeitsverhältnissen am kurzen Zügel geführt, die Marktgegenseite - die Finanzdienstleistungskonsumenten – ist dem Angebotsoligopol schutzlos ausgeliefert und wird vermutlich rücksichtslos ausgebeutet.

Nun gibt es im "global financial village" einige kleinere, aber schnelle wachsende Bezirke, die Emerging Markets, die, Reservaten vergleichbar, ihre Eigenständigkeit zumindest teilweise bewahren konnten, freilich in der Regel nur um den Preis einer Beschränkung des freien Kapitalverkehrs. Diese Beschränkung wird für notwendig erachtet, weil die Emerging Markets noch nicht reif sind für die raue Wirklichkeit des vollständigen liberalen Weltfinanzmarktes. Die durch Kapitalverkehrsbeschränkungen abgeschotteten Schutzzonen sollen aber, das ist das mehr oder weniger deutlich erklärte Ziel, zügig fit gemacht werden, um alsbald in die gnadenlose "Freiheit" des Finanz-Dschungels entlassen werden zu können.

Der Geld- und Finanzsektor - wohlfahrtsfördernd oder -vernichtend?

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, was einerseits der liberalisierte Weltfinanzmarkt und andererseits die kapitalverkehrsbeschränkten Emerging Markets zur gedeihlichen Entwicklung von Less Developed Countries (LDC's) beitragen können. Gemeinhin traut man den Finanzmärkten einen positiven Einfluß auf die realwirtschaftliche Prosperität prinzipiell jedweden Landes zu, gleichgültig ob es sich um

hochentwickelte Industriestaaten oder Entwicklungs- und Schwellenländer (LDC's) handelt. Die "gains from money and finance" gelten sowohl in der theoretischen Volkswirtschaftslehre wie auch aus Sicht der Praxis überwiegend als gleichermaßen unumstritten wie die "gains from trade". Verwiesen wird hierbei vor allem etwa auf die enormen Produktivitätsgewinne, die durch Einführung des Geldes in eine arbeitsteilige Volkswirtschaft entstehen. Zu dieser ebenso elementaren wie ressourcensparenden und effizienzsteigernden Tauschmittelfunktion des Geldes kommen die sonstigen "convenience services" des Geldes noch hinzu.

Allerdings gibt es auch vermehrt Gegenstimmen: Abgesehen von radikal-(neo)klassischen Grundpositionen, die eine generelle "Neutralität" des Geldes postulieren, betont vor allem J. Tobin im Rahmen seiner neoklassischen Wachstumstheorie, daß der Geld- und Finanzsektor einer Volkswirtschaft wohlstandsvernichtende Wirkungen erzeugt ("Tobin'sches Paradoxon"). Er begründet dies im wesentlichen portfolio-theoretisch: Wenn in einer Volkswirtschaft, neben dem Realkapital, noch ein weiteres Asset, nämlich "Geld", zur Verfügung steht, erfüllen sich die Sparer ihre Sparwünsche teilweise durch Akkumulierung dieses monetären Aktivums. Insoweit aber wird die Sachkapitalbildung beschränkt. Da aus der Sicht Tobins das Sachkapital in Verbindung mit anderen "produktiven" Faktoren (Arbeitskraft, Grund und Boden) die alleinige Quelle des Wohlstandes ist, gelten Existenz und erst recht die Expansion des Geld- und Finanzsektors als Wohlstandszerstörer.

Auch aus wirtschaftspolitischer Sicht mehren sich inzwischen die Stimmen, die – bei grundsätzlicher Bejahung der kapitalmarkliberalisierenden Bestrebungen – auf die zunehmenden Gefahren hinweisen, die von schnell expandierenden und tendenziell immer volatiler werdenden Finanzmärkten ausgehen. Mit Sorge betrachtet wird vor allem der extrem hohe Anteil, den rein spekulativ begründete Finanzgeschäfte inzwischen einnehmen ("Kasino-Kapitalismus"). Im Bereich des Devisenhandels z. B. schätzt man den spekulativen Anteil auf 90% und höher. Die Emanzipation des Finanzsektors vom Realsektor läßt alloktionstheoretische Fehlsteuerungen größten Ausmaßes befürchten. Während ein Spekulant an Preisänderungen interessiert ist, muß sich der realwirtschaftlich agierende wirtschaftliche Akteur an der Höhe von Preisen, Zinsen, usw. orientieren. Dem Spekulanten ist es gleichgültig, ob der US-Dollar von DM 1,40 per \$ auf DM 1,68 per \$ bzw. von DM 2,80 per \$ auf DM 3,36 per \$ steigt: In beiden Fällen verdient er 20%. Dem deutschen Importeur, der kalifornische Rosinen oder Orangensaft-Konzentrat aus Florida einkaufen möchte, ist dies freilich nicht einerlei. Bei einem Dollarkurs von 1,40 DM/\$ mag das Geschäft für ihn reizvoll sein, bei einem Dollarkurs von 2,80 DM/\$ hingegen nicht mehr. Treibt nun die Spekulation den Dollarkurs auf 2,80 DM/\$ (und höher), dann wird den amerikanischen Rosinen- und Orangensaft-Produzenten signalisiert, daß sie nicht

mehr exportfähig sind, d.h., daß sie auf dem Weltmarkt ihre Wettbewerbsfähigkeit verloren haben. Dies freilich ist ein realwirtschaftlich nicht begründbares, ausschließlich durch die spekulativen "Umtriebe" ausgelöstes Fehlsignal, das über kurz oder lang zu realwirtschaftlichen (Fehl-)Anpassungen und damit zu Fehlallokationen führt.

Hinzu kommt, daß die häufig wechselnden Schwerpunkte und Operationsfelder der Spekulation nur sehr schwer oder gar nicht vorauszusagen sind. Die Märkte – und wie die Beispiele zeigen: leider nicht nur die Finanzmärkte – werden damit zum wehrlosen Spielball spekulativer Transaktionen. Welche(s) Spekulationsverhikel als nächste(s) auserkoren werden (wird), ist schwer antizipierbar. Und schlimmer noch: Die Wirtschaftspolitik, die ja in weiten Bereichen noch immer ein überwiegend nationales Anliegen ist und auch in nationaler Verantwortung betrieben werden muß, ist zu schwerfällig und zu wenig schlagkräftig, um die spekulationsinduzierten realwirtschaftlichen Fehlsignale zu neutralisieren.

Im Kontext der internationalen Finanzmärkte spielen die Finanzmärkte der Entwicklungs- und Schwellenländer – die "Emerging Markets" – zwar volumenmäßig eine untergeordnete, unter dynamischen Gesichtspunkten aber eine zunehmend bestimmende Rolle. Das Augenmerk der Weltöffentlichkeit im allgemeinen und der internationalen Anlegerschaft im besonderen ziehen diese Märkte deshalb auf sich, weil sie eine Art "Goldgräberstimmung" verbreiten. Die Emerging Markets gelten als hoch-volatil, was schnelle Vermögensgewinne verspricht, freilich auch die Gefahr unvermittelter und drastischer Vermögensverluste entstehen läßt. Wer im Anlagegeschäft als "dynamisch" und "progressiv" gelten möchte, wird kaum darum herumkommen, sich zumindest teilweise auch auf den Emerging Markets zu engagieren.

In den Emerging Markets nistet möglicherweise die Keimzelle selbstzerstörerischer Finanzmarktinstabilität viel ungehinderter als auf "reifen" Finanzmärkten. Dies mag an der vergleichsweise geringen Tiefe und Breite der Emerging Markets liegen. Die Folge hiervon ist, daß bereits geringe Order-Volumina spektakuläre Preisausschläge nach sich ziehen können. Diese mögen, dem Schmetterlingseffekt vergleichbar, durchaus in der Lage sein, zumindest regional begrenzte, möglicherweise aber sogar globale Turbulenzen auszulösen. Die jüngsten Finanzkrisen der "Tigerstaaten", einiger Emerging Markets in Mittel- und Südamerika sowie in Osteuropa bieten hierfür eindrucksvolle Beispiele.

Neben diesen makroökonomisch orientierten Fragen nach den möglichen Ursachen regionaler oder gar globaler Finanzmarkt-Destabilisierung stehen die mikroökonomisch einzustufenden Fragen nach den Finanzierungsmöglichkeiten und -gewohnhei-

ten von Unternehmen in Entwicklungs- und Schwellenländern im Raum. Die Emerging Markets haben ja, realwirtschaftlich gesehen, vornehmlich die Aufgabe, den in den aufstrebenden Volkswirtschaften realwirtschaftlich bedingten Kapitalbedarf zu decken. Man kann sogar vermuten, daß die Kapitalmärkte in Entwicklungs- und Schwellenländern diese originäre Finanzierungsfunktion wesentlich ausgeprägter erfüllen als in bereits hochentwickelten Industriegesellschaften, in denen die Finanzmärkte vornehmlich für spekulative Transaktionen "mißbraucht" werden.

Auch wenn klar zu sein scheint, daß Emerging Markets ihre Finanzierungsfunktion "anders" erfüllen als die Finanzmärkte hochentwickelter Industriegesellschaften, bilden die Emerging Markets bei weitem kein eigenständiges homogenes Finanzmarktsegment, ganz im Gegenteil: Einzelne Emerging Markets können untereinander mehr oder weniger gravierende Unterschiede aufweisen, wodurch zugleich ein internes wie auch ein externes Abgrenzungsproblem entsteht. Auch wenn die grundsätzlichen Probleme der Kapitalmarktausgestaltung und –liberalisierung für alle Emerging Markets relevant sind, so stellt doch jeder Emerging Market einen Sonderfall dar, der nach einer spezifischen Lösung verlangt. Schon der Wunsch nach wirtschaftspolitischer Eigenständigkeit gestattet von Land zu Land lediglich ein "case by case management". Aus der Sicht der Realwirtschaft haben Finanzmärkte vorwiegend eine dienende, d.h. produktionsunterstützende Funktion. Inwieweit Emerging Markets in der Lage sind, den Kapitalbedarf von Unternehmen in den LDC's auf effiziente Weise zu decken und die Kapitalstruktur zu optimieren, ist von Land zu Land unterschiedlich zu beurteilen. Der Zusammenhang zwischen dem Finanzierungsverhalten von Unternehmen und der konkreten Ausgestaltung des jeweiligen Emerging Markets kann darüber hinaus generelles Interesse beanspruchen.

Makroökonomische Sichtweise: Wachstumsbeitrag und Destabilisierungsgefahr

Beitrag des Finanzsektors zur Armutsbekämpfung?

Ein auf der Grundlage des länderspezifischen Finanzsektors hoffentlich prosperierender Realsektor in den LDC's stellt eine wesentliche Voraussetzung für die nachhaltige Überwindung der Rückständigkeit und die dauerhafte Eingliederung in den Kreis der (hoch)entwickelten Industriestaaten dar. Die Rückständigkeit – die Armut der LDC's – hat viele Ursachen (vgl. H. Sautter, 1999). Um zu überprüfen, ob und ggf. in welcher Hinsicht und in welchem Umfang die nationalen und internationalen Finanzströme den Entwicklungs- und Schwellenländern nützen, bietet sich der "Armutstest" an. Aus ökonomischer Sicht gilt ein Land – bei Zugrundelegung des

sog. Ressourcenansatzes – dann als arm, wenn es nicht in der Lage ist, Grundbedürfnisse wie hinreichende Ernährung, Bekleidung, Wohnung und Ausbildung zu befriedigen. Internationale Finanzströme werden überwiegend oder nahezu ausschließlich von den Schlüsselgrößen “Ertrag” und “Sicherheit” bzw. “Risiko” gesteuert. Da die Bekämpfung der Armut nicht gerade zu den “Rendite-rennern” gehört, fallen zumindest Privatanleger als Investoren in Armutsbekämpfungsprogramme weitestgehend aus. Ob die nationalen Finanzmärkte der LDC’s diesbezüglich Positives bewirken können, hängt von der länderspezifischen Ausgestaltung dieser Finanzmärkte ab. Hier gibt es durchaus beträchtliche Unterschiede, die sich vor allem in verschiedenen Graden und Modalitäten der Kapitalmarktregulierung niederschlagen. Sofern die Entwicklungsfinanzierung Priorität genießt und durch wirtschaftspolitisch implementierte Sonderkonditionen nachhaltig und systemverträglich angeregt wird, sind durchaus positive Impulse zu erwarten. Diese können dann durch gleichgerichtete Impulse internationaler Entwicklungshilfemaßnahmen verstärkt werden.

Ob die Armutsbekämpfung im Sinne einer breiter angelegten Konzeption durch nationale und internationale Finanzströme gefördert wird, läßt sich in analoger Weise überprüfen. So hebt der sozialwissenschaftlich fundierte “Lebenslagenansatz” nicht auf die potenzielle, sondern die tatsächliche Lebenssituation der Bevölkerung in LDC’s ab. Um die faktische Lebenssituation einigermaßen objektiv abzubilden, wird auf vielfältige Indikatoren zurückgegriffen, deren eingeschränkte Operationalisierbarkeit freilich ein praktisches Problem darstellt. Mehr noch als dieser Ansatz verdeutlicht der anthropologisch-soziologisch fundierte und intendierte Armutsbekämpfungsansatz, der die “Armut als Kulturphänomen” thematisiert, daß sich nachhaltige Armutsbekämpfung nicht auf eine finanzielle Dimension reduzieren läßt. Wenn gewisse Lebensformen, die das Armsein breiter Bevölkerungsschichten sozusagen als strukturelles Element der nationalen/ethnischen Kultur verfestigt haben, dann läßt sich ermaßen, daß gutgemeinte finanzielle Hilfen weitgehend ins Leere laufen. Dies gilt selbstverständlich auch dann, wenn das wirtschaftliche und gesellschaftliche Leben in LDC’s mehr oder weniger intensiv durch die klandestinen Aktivitäten einer legalen, zumeist jedoch illegalen “Schattenökonomie” beherrscht werden. Häufig befinden sich sogar Politik, Wirtschaft und Gesellschaft im Würgegriff der organisierten Kriminalität, die es vortrefflich versteht, sowohl nationale wie internationale Finanzströme im Zuge von Geldwäscheaktionen zu ihrem Vorteil zu mißbrauchen und zu manipulieren (vgl. K. Bongard, 2000). Immerhin ist erstaunlich, daß die Armut in den LDC’s eine beträchtliche Remanenz aufweist und daß die Struktur der Armut erstaunlich stabil ist. Noch immer zählen einige südasiatische Staaten und die Länder südlich der Sahara zu den ärmsten der Welt. In den lateinamerikanischen Ländern hingegen ist die Armut vergleichsweise gering. Insgesamt können 33% der Bevölkerung der Entwicklungsländer als arm gelten. Gleichwohl lassen sich tenden-

zielle Strukturverschiebungen beobachten, wie etwa die Linderung der städtischen Armut bei gleichzeitiger Verschärfung der ländlichen Armut oder die Minderung der Armutsquote in Ländern mit hohem Bevölkerungswachstum bei gleichzeitigem Anwachsen der absoluten Anzahl der Armen (vgl. Sautter 1999, S. 89ff.).

Frägt man nach den essentiellen Ursachen der Armut und nach deren grundsätzlicher Behebbarkeit durch nationale oder internationale Finanzströme, so ergibt sich folgendes Bild: Als wesentliche Armutsursachen kommen unzureichende Beschäftigungschancen, niedrige Arbeitsproduktivität und unzureichende Versorgungssysteme für nicht-selbsthilfefähige Personen in Betracht (vgl. Sautter 1999, S.93ff.). Die Beschäftigungsmöglichkeiten eines (Entwicklungs)Landes hängen entscheidend vom Produktionswachstum, also von der Entfaltung des Güter- und Dienstleistungssektors, ab. Die Wachstumsdynamik kann sich wiederum nur entfalten in einem wachstumsfreundlichen "Klima", das durch vielfältige ökonomische, politische und gesellschaftliche Weichenstellungen geschaffen und gesichert werden muß. Hieran hapert es in vielen Entwicklungsländern, und nicht nur in diesen. So schaffen es manche Länder nicht, sich im internationalen Wettbewerb erfolgreich zu positionieren, weil sie es nicht verstehen, ihre speziellen Stärken konsequent auf dem Weltmarkt zu vermarkten. Die internationale Arbeitsteilung leitet ihre Legitimation letztlich aus länderspezifischen Spezialisierungsvorteilen ab. Deren konsequente Ausnutzung, etwa das preiswerte Anbieten hochqualifizierter Softwareentwicklungsarbeiten in Indien oder das effiziente Ausbeuten von Rohstoffen in Rußland, kann bzw. könnte durchaus erhebliche wohlfahrtssteigernden Impulse auslösen, die durchaus das Potenzial für eine nachhaltige Wohlstandssteigerung besitzen. Um den Überschuß an Arbeitskräften abzubauen, sollten in Entwicklungsländern nicht - zumindest nicht ausschließlich – prestigeträchtige, exportorientierte und vor allem kapitalintensive Projekte der Großindustrie, z.B. in den Bereichen Schiffbau, Stahlerzeugung und Automobilproduktion, realisiert werden, sondern eher handwerkliche und kleinbetriebliche Strukturen, die sich durch eine hohe Arbeitsintensität auszeichnen, gefördert werden. Nur so läßt sich die Diskrepanz zwischen hohen Sozialproduktswachstumsraten und geringen Wachstumsraten der Arbeitskräftenachfrage vermeiden. Es hat den Anschein, daß die Finanzmärkte vorzugsweise die Realisierung kapitalintensiver, im Export eine zuverlässige "Spezialisierungsdividende" verdienende Großprojekte unterstützen, weil hier das absehbare Ertrags-Risiko-Profil "stimmt". Dabei wird häufig übersehen, daß derartige Projekte nur selten echte und nachhaltige Spezialisierungsvorteile bieten. Vielmehr hat der Wettbewerbsvorteil auf den Weltmärkten seine Ursache in einem vorübergehenden Kostenvorsprung, der wiederum darauf zurückzuführen ist, daß in dem Land keine aufwendige Versorgung der Bevölkerung mit öffentlichen Gütern, kein ernsthafter Umweltschutz und vor allem keine kostspielige soziale Absicherung vorgehalten werden. Das rücksichtslose Ausbeuten von Dumping-Potenzialen, die im Verwaltungs-, Umwelt- und Sozialbe-

reich bestehen, wird solange zur Attraktion nationaler und vagabundierender internationaler Kapitalströme führen, wie ein renditeträchtiges Ausbeutungspotenzial besteht. Sobald dieses ausgeschöpft ist bzw. sobald andere, "attraktivere" Kapitalanlagen auftauchen, werden sich die Kapitalströme abrupt abwenden, was im Falle mangelnder Antizipation zu einer finanziellen Krise des betroffenen Landes oder der betroffenen Region(en) führen kann. Aus entwicklungspolitischer und ethischer Sicht mag man es bedauern, daß Kapitalströme auf dem sozialen Auge – und nicht nur auf diesem – "blind" sind. Mit Argusaugen nehmen sie vorwiegend zweierlei ins Visier, nämlich "Rendite" und "Sicherheit". Sobald sich diese beiden "Schlüssel"-Parameter der Portfolio-Entscheidung verschlechtern, tritt das Kapital den Rückzug an.

Arbeitsintensive Produktionen, die hauptsächlich im handwerklichen, klein- und mittelbetrieblichen Bereich zu finden sind, werden in den LDC's sehr häufig kapitalmarktpolitisch diskriminiert. Ihnen bleibt der Zugang zu den (formellen) Geld-, Kredit- und Kapitalmärkten in aller Regel versperrt. Vereinzelt zeigen sich jedoch, ausgelöst durch den Erfolg der "Grameen Bank" in Bangladesh, zukunftsweisende Versuche zur Etablierung eines Geld- und Kreditmarktes für den "kleinen Mann". Ansonsten kommt allerdings erschwerend hinzu, daß internationale Großinvestoren an solchen, aus der Ferne kaum einschätzbaren und auch vom Investitionsvolumen her unterdimensionierten Investitionsprojekten nicht interessiert sind. Die Folge ist eine chronische Kapitallücke ausgerechnet in jenen produktiven Bereichen, die nicht nur das Potenzial für eine hohe Wachstumsdynamik besitzen, sondern darüber hinaus auch die Fähigkeit, den Arbeitskräfteüberhang nachhaltig abzubauen.

Eine weitere Armutsursache besteht in der geringen Arbeitsproduktivität der in LDC's arbeitenden Bevölkerung. Der Grund für die geringe Arbeitsproduktivität liegt in mangelhafter Ausbildung und defizitärer Ausstattung mit "realen" Produktionsfaktoren wie Grund und Boden sowie Sachkapital. Die Lösung des Problems liegt also darin, die Ausstattung mit Human- und Sachkapital zu verbessern. Da in vielen LDC's Bildung, also die Schaffung von Humankapital, das Privileg einer schmalen Oberschicht zu sein scheint und die "Breitenbildung" darüber hinaus häufig noch auf kulturelle Barrieren stößt, ist von dieser Seite nur dann ein nachhaltiger Beitrag zur Armutsbekämpfung zu erwarten, wenn ein radikales Umdenken und eine radikale Umorientierung der bildungspolitischen Anstrengungen in den LDC's einsetzt. Humankapitalinvestitionen sind ein klassisches Beispiel für Investitionen mit extrem langer "gestation period" und äußerst unsicherem Ausgang. Humankapitalinvestitionen sind somit nicht Gegenstand nationaler und internationaler Portfolioentscheidungen. Folglich kann man auch nicht erwarten, daß sich für Bildungsinvestitionen in Entwicklungsländern privatwirtschaftliche Kapitalströme gewinnen lassen.

Bekanntlich ist die Sachkapitalbildung in einkommensschwachen LDC's dadurch behindert oder gar weitgehend unmöglich, weil die Einkommen breiter Bevölkerungsschichten gerade einmal ausreichen, eine kärgliche Existenz zu sichern. Die Kapital-lücke kann also prinzipiell nur "von außen" geschlossen werden. In Betracht kommen hier- zuweilen sehr umstrittene - Kapitalhilfemaßnahmen im Rahmen der internationalen Entwicklungshilfe, etwa durch Intervention des IWF oder der Weltbank bzw. im Rahmen bilateraler Entwicklungshilfeabkommen zwischen dem Entwicklungsland und einem Förderland. Ein in jüngster Vergangenheit öfter beschrittener weiterer Weg zur Verbreiterung der Kapitalbasis von LDC's führt über die Kapitalmarktliberalisierung der betreffenden LDC-Finanzmärkte, verbunden mit einer Amnestie für Kapitalflüchtlinge. Der zwar schmalen, zumeist aber sehr wohlhabenden Oberschicht in den LDC's kann auf diese Weise die Repatriierung von Fluchtkapital nahegelegt werden, was zumal dann erfolgversprechend ist, wenn die betreffenden LDC-Währung, etwa durch ein Pegging an eine vergleichsweise stabile Leit- oder Ankerwährung, stabilisiert wird. Ein dritter, allerdings fragwürdiger, Weg zur Sachkapitalbildung in Entwicklungs- und Schwellenländern führt durch das vom organisierten Verbrechen gewobene Netz von Geldwäschetransaktionen. LDC's mit ausgeprägten mafiosen Strukturen wie etwa Kolumbien, Peru, Rußland, usw. profitieren ganz unmittelbar dann von der immer stärker anschwellenden, aus der organisierten Kriminalität stammenden Kapitalflut, wenn es im Rahmen der Geldwäschetransaktionen gelingt, wenigstens einen Teil des inkriminierten Kapitals in die LDC's zurückzuschleusen.¹

Als dritte Armutsursache in Entwicklungsländern wird häufig die mangelhafte Ausgestaltung von sozialen Sicherungssystemen genannt, die zu krankheitsbedingten Ausfällen, niedriger Lebenserwartung und Demotivation aufgrund des schutzlosen Ausgeliefertseins im Hinblick auf Naturkatastrophen, Seuchen und Epidemien führt. Auch diesbezüglich ist, infolge der erwähnten sozialen Blindheit der rendite- und sicherheitsorientierten Kapitalanleger, keine Linderung durch privatwirtschaftlich indizierte Kapitalströme zu erwarten. Hilfe ist nur von einer diesbezüglich aktiven nationalen Politik, flankiert durch internationale Aufbauhilfemaßnahmen, zu erwarten.

Neben diesen drei internen Armutsursachen lassen sich auch potenzielle Armutsursachen benennen, auf die, verständlicherweise, aus der Sicht der LDC's gerne verwiesen wird. So kann die Verantwortung für die interne Misere anderen, nicht kontrollierbaren Missetätern zugeschoben werden. Theoretische Unterstützung erhält diese Sichtweise von der dependenztheoretischen Schule, wonach die Armut

¹ Zur nahezu grenzenlosen Phantasie der Geldwäscher im Hinblick auf die Konzipierung entdeckungsresistenter "Transfersysteme" vgl. K. Bongard, 2000.

der Entwicklungsländer auf die systembedingte internationale Ausbeutung, angeführt von den Industriestaaten, zurückzuführen ist (vgl. Sautter 1999, S.97). Insbesondere die protektionistische Handelspolitik der "mächtigen" Industrieländer sowie die einseitig zu gunsten dieser Länder sich auswirkende Weltwirtschafts- und –handelsordnung wird angeprangert. Auch wenn sich kaum bestreiten läßt, daß die Industriestaaten – einzeln und erst recht in ihrer Gesamtheit – über ein beträchtliches Ausbeutungspotenzial gegenüber den LDC's verfügen und dieses auch "marktwirtschaftlich" zu ihrem Vorteil auszuschöpfen versuchen, sollte man im Rahmen der Armutsbekämpfung den internen Armutsursachen unbedingte Priorität einräumen. Daß darüber hinaus die Spielregeln, die einen einigermaßen fairen Wettbewerb zwischen den marktbeherrschenden "reichen" Ländern und den "Habenichtsen" der Dritten Welt gewährleisten, verbessert werden müssen, steht außer Frage. Nur sollte man sich über die Rangfolge komplementärer Maßnahmen im klaren sein. Sautter (1999, S.98) bemerkt hierzu: "Armutsbekämpfung in Entwicklungsländern wird also nicht vorrangig von einer Änderung der Weltwirtschaftsordnung zu erwarten sein, sondern von einer klugen und ethisch verantwortbaren Politik der Entwicklungsländer selbst, die unter den Bedingungen einer wettbewerblich organisierten Weltwirtschaft betrieben wird."

Vorwiegend externe Gründe der Asienkrise

Freilich gibt es auch hierzu abweichende Auffassungen, zumindest dann, wenn es um die Suche nach den Ursachen von Finanzkrisen in LDC's geht. So vertritt z.B. H. Dieter (1999) in einer jüngst vorgelegten Studie dezidiert die Meinung, daß vor allem die Asienkrise, die im Juli 1997 mit der Freigabe des thailändischen Baht losgetreten wurde, im wesentlichen extern verursacht worden ist. Dieter macht die Deregulierung und Globalisierung der Finanzmärkte im allgemeinen und systemische Schwächen der Weltwirtschaftsordnung im besonderen für die Asienkrise verantwortlich. Er weist darauf hin, daß im Gegensatz zu der Brasilienkrise 1998/99 und der Rußlandkrise im Sommer 1998 die Asienkrise wirtschaftlich gut fundierte Ökonomien betroffen hat, was ohne massive negative Einflüsse von außen unmöglich gewesen wäre. Die Asienkrise sei zugleich eine Währungs- und Finanzkrise (Kreditkrise), die vom Mundell'schen "trilemma of international finance" – ausgelöst worden sei. Dieses besteht darin, daß von den drei Zielen "unabhängige Geldpolitik", "stabile Wechselkurse" und "Konvertibilität der Währung" jeweils nur maximal zwei erreichbar sind. Auch wenn der thailändische Baht durch langjährige Koppelung an den US-Dollar deutlich überbewertet war, ließ sich der panikartige "Sell-off" des Baht und anderer Fernost-Währungen, wie etwa der indonesischen Rupie (80% Werteinbuße innerhalb eines Jahres) nicht mit "normalen" Wechselkursanpassungen erklären, zumal z.B.

die Rupie durch einen "crawling peg" ohnehin schon durchschnittliche jährliche Abwertungen gegenüber dem US-Dollar in Höhe von ca. 4% antizipativ vorweggenommen hatte. Warum waren aus den Vorzeige-Emerging-Markets über Nacht "Submerging Markets" geworden?

Die sozio-ökonomischen Indikatoren wiesen in den Crash-Ländern keinerlei besorgniserregende Entwicklung aus, im Gegenteil: Die Armut hat in den betroffenen Staaten deutlich abgenommen, die Inflationsraten konnten deutlich – zumindest auf einstelliges Niveau – gedrückt werden und die öffentlichen Haushalte vermeldeten größtenteils deutliche Überschüsse. Lediglich die zum Teil hohen Fehlbeträge in der Leistungsbilanz konnten zu gewissen Sorgen Anlaß geben. Allerdings erscheint es abwegig, die Leistungsbilanzdefizite als Krisenauslöser zu betrachten, zumal der Zusammenhang zwischen Leistungsbilanzdefizit und Kapitalbilanzüberschuß theoretisch kontrovers ist. H. Dieter (1999, S.17ff.) sieht insbesondere zehn externe Ursachen der jüngsten Asienkrise:

- Erstens steht die Abschaffung von Kapitalverkehrskontrollen und die Deregulierung der Finanzsysteme im berechtigten Verdacht, die Finanzmärkte durch spekulative Attacken verwundbarer und volatiler zu machen. Außerdem wird hierdurch die (spekulative) Kreditaufnahme im Ausland erleichtert, wodurch die Spekulation gegen die Währung von LDC's geradezu provoziert wird.
- Zweitens sind die nationalen Finanzmärkte nur ungenügend auf die globalisierungs- und deregulierungsbedingte Öffnung vorbereitet. Diese Öffnung kann z.B. zu einer leichtfertigen Ausweitung der Auslandsverschuldung der LDC's führen, wodurch Druck auf die LDC-Währungen ausgeübt und damit die Rückzahlbarkeit der Auslandskredite erschwert wird. Diese Gefahren könnten durch eine diesbezüglich wachsamere Bankenaufsicht in den Gläubigerländern zumindest eingedämmt werden.
- Drittens ist das Verständnis für Risiken bei Schuldnern und Gläubigern gering. Die allgemeine Bewunderung, hervorgerufen durch die beeindruckenden Wachstumsraten vieler LDC's, speziell der "Tigerstaaten", hat sowohl bei Schuldnern wie auch Gläubigern den Blick für die immanenten Kreditrisiken getrübt und somit zu einer leichtfertigen Verschuldung/Kreditvergabe geführt.
- Viertens steht Japan unverändert vor einem Berg ungelöster Probleme, worunter letztlich die gesamte Weltwirtschaft, insbesondere aber die Pazifik-Anrainerstaaten, zu leiden haben. Vor allem die hartnäckigen und massiven Leistungsbilanzüberschüsse Japans haben, gepaart mit den entsprechenden Kapitalverkehrsbilanzdefiziten, via massive Güter- und Kapitelexporte zu einer Destabilisierung der internationalen Güter- und Finanzmärkte geführt. Die boomenden japanischen Portfolio- und Direktinvestitionen im Ausland haben einerseits zu

haussierenden Börsen und andererseits zu Überkapazitäten in den “heimgesuchten” Investitionsländern Japans geführt.

- Fünftens ist auf die erstarkende Marktmacht der Spekulation zu verweisen. Die Abwertungsspekulation ist eine nahezu sichere Sache, sofern das Volumen “stimmt”. Das “Patentrezept” lautet: Man verschulde sich in einer LDC-Währung, z.B. im thailändischen Baht, und tausche anschließend die aufgenommenen Mittel in eine “große” Währung, z.B. den US-Dollar. Hierdurch gerät die LDC-Währung unter Abwertungsdruck, den man durch sukzessive Operationen gleicher Art nachhaltig verstärkt. Die LDC-Währung stürzt ab. Nun zahle man den Kredit zurück, wofür man wesentlich weniger US-Dollar benötigt, als ursprünglich im Kreditwege beschafft wurden, denn der abgewertete Baht lässt sich mit einem massiven “Diskont” zurückkaufen. Die Differenz zwischen Kreditaufnahmesumme in Dollar und Kreditrückzahlungsbetrag in Dollar ist der (fast risikolos erzielte) Spekulationsgewinn. Derartiges kann nur funktionieren in offenen, unreglementierten Kapitalmärkten. Unterbindet man den freien Kapitalverkehr, etwa indem man den Banken verbietet, im großen Stil Kredite an Ausländer zu vergeben, und indem man privaten Sparern verbietet, aus der heimischen Währung zu flüchten, dann läuft sich die Spekulation zu Tode: Ein gutes Beispiel liefert Hongkong, das mit eben diesen Mitteln erfolgreich die Abwertungsspekulation gegen die eigene Währung abwehren konnte.
- Sechstens kann das prozyklische Verhalten institutioneller Investoren für die Destabilisierung der Finanzmärkte verantwortlich gemacht werden. Der Performance-Druck, unter dem Fondsmanager stehen, und die daraus sich ergebenden Anreizstrukturen, begünstigen ein prozyklisches Feedback-Verhalten, das einmal in Gang gesetzte Bewegungen scheinbar unkontrolliert solange beschleunigt, bis der finale Crash dem Treiben ein schreckliches Ende setzt.
- Siebtens spielt das prozyklische Verhalten von Rating-Agenturen eine systemdestabilisierende Rolle: Die Rating-Agenturen hatten die krisenhafte Zuspitzung der Finanzmarktsituation in den betroffenen Ländern Asiens erst erkannt, als der Zusammenbruch voll im Gange war. Erst dann wurden die zuvor komfortabel hoch gerateten Krisenländer massiv herabgestuft, wodurch die Finanzmarkturbulenzen in geradezu klassischer Weise prozyklisch angeheizt wurden.
- Achtens wird auf die unausgewogene Politik des IWF verwiesen, die einseitig Investoren begünstigt und die LDC's benachteiligt: Der Asienkrise versuchte der IWF durch eine “austerity policy” der fiskalpolitischen Restriktion zu begegnen, was in fataler Weise an die depressionsverstärkende Politik der Weltwirtschaftskrise 1929/32 erinnert. Indem der IWF die Krisenländer zusätzlich noch zu drastischen Zinserhöhungen drängte, wurde der Knockout der betroffenen Volkswirtschaften besiegelt. Die Finanzmärkte wurden darüber hinaus noch

durch das ständige Anmahnen allfälliger Strukturreformen in den betroffenen Ländern, die seltsamerweise kurz zuvor noch als Aushängeschilder gelungener Entwicklungspolitik gegolten hatten, verunsichert.

- Neuntens ist das Fehlen einer regionalen, konsequent gegensteuernden Wirtschaftsmacht zu beklagen: Abgesehen von China, das dem massiven Abwertungsdruck auf den Renminbi aufgrund schützender Kapitalverkehrskontrollen widerstehen konnte und sich dadurch quasi als stabiler Fels in tosender See in Szene setzen konnte, wurde insbesondere Japan seiner Führungsrolle nicht gerecht. Der vor allem von Japan ursprünglich forcierte Asian Monetary Fund (AMF), der eine fernöstliche Alternative zum IWF bilden und speziell die Interessen des asiatischen Wirtschaftsraumes wahrnehmen sollte, scheiterte letztlich an der Opposition aus USA und der Unentschlossenheit Japans. Im übrigen haben die USA, ganz im Gegensatz zu den vollmundigen Ankündigungen des letzten Finanzminister Rubin, inzwischen die Bremserfunktion übernommen, wenn es darum geht, die internationale Finanzarchitektur zu reformieren. Rubins Nachfolger, Lawrence Summers, plädiert wieder nahezu uneingeschränkt für das freie Spiel der Kräfte, soll heißen: der mächtigen global players, und stellt sich vehement gegen alle ernsthaften Reformversuche (vgl. K.C. Engelen, 2000).
- Zehntens fehlt eine regionale Institution zur Koordinierung gemeinsamer Anstrengungen zur Krisenbewältigung. So konnte die z.B. die asiatisch-pazifische Wirtschaftsgemeinschaft APEC ihrer diesbezüglichen Koordinationsfunktion in der Krise nicht gerecht werden.

Die These, wonach Finanzkrisen einzelner Länder und Regionen überwiegend durch "äußere" Einflüsse ausgelöst werden, wird zusätzlich unterstützt durch Evidenzen weltweit sich ausbreitender Finanzmarktinstabilitäten. Wenngleich kein Land an der Zunahme der Volatilität von Finanzmarktpreisen gänzlich unschuldig ist, so kann auch nicht einem einzelnen Sündenbock die Verantwortung zugeschoben werden, schon gar nicht, wenn das betreffende Land ein LDC ist und daher aufgrund seiner stark eingeschränkten Wirtschaftsmacht gar nicht die Potenz zur Auslösung eines weltweiten Finanz-Desasters besitzt. Das Desaster kommt erst durch das herdenhafte Mitmachen der anderen, möglicherweise aller, zustande. Man kann es auch so ausdrücken: Der globale Finanzmarkt ist offenbar außerstande, selbstzerstörerische Kaskadeneffekte zu verhindern, da interne (marktwirtschaftliche) Stabilisierungsmechanismen nicht oder nur unzureichend vorhanden sind. Dann muß die Frage erlaubt sein, ob hier nicht eine "systemische" Schwäche, ein immanentes Marktversagen, vorliegt.

Fehlleistungen der Finanzmärkte begrenzen

Auch wenn man Marktinterventionen grundsätzlich sehr skeptisch gegenübersteht, was sich mit hinlänglich bekannten Argumenten auch durchaus gut begründen läßt, so können die Fehlleistungen der Finanzmärkte nicht taten- und kritiklos hingenommen oder ablenkend einzelnen, von selbsternannten Wortführern der financial community auserkorenen Schuldigen, angelastet werden. Der Baseler Akkord der BIZ sowie das jüngst von der G-7 ins Leben gerufene "Financial Stability Forum" sind ermutigende Zeichen in die richtige Richtung, die verdeutlichen, daß die Gefahren eines ordnungspolitischen Vakuums an den Finanzmärkten erkannt worden sind. Alle müssen ihre Hausaufgaben machen: Die einzelnen Akteure an den Finanzmärkten (Banken, institutionelle Anleger, Hedge Funds, etc.), indem sie durch strikte Risiko-Selbstkontrolle Stabilitätskrisen von sich und anderen abwenden; die einzelnen Länder, indem sie, wie etwa Chile durch Einführung der Bardepotpflicht auf ausländische Kapitalimporte, maßvolle Beschränkungen des internationalen Kapitalverkehrs zur gezielten Bekämpfung von Mißbräuchen freier Kapitalmärkte hinnehmen; und schließlich die Staatengemeinschaft, die sich wenigstens zu einem Minimumkonsens für den Fall akuter Krisenbewältigung durchringen muß, einer Art rotem Telefon zur Verhinderung des "Super-GAU" des globalen Finanzmarktes. An kreativen Vorschlägen zur Verbesserung der internationalen Finanzarchitektur mangelt es nicht. Man denke etwa an den Vorschlag einer "universal debt rollover option with a penalty" (URDROP) von W. Buiter und A. Siebert, der länderspezifischen Liquiditätsklemmen durch (allerdings sanktionsbewehrtes) Hinausschieben des Rückzahlungstermins von Auslandskrediten entgegenwirkt (vgl. H. Dieter, 1999, S.50f.).

Eine der Hausaufgaben der LDC's besteht darin, die zweifellos nicht leicht zu erfüllende Aufgabe einer schrittweisen Integration des jeweiligen LDC-Finanzmarktes in den internationalen Finanzmarkt zu lösen. Für die Integration der LDC-Finanzmärkte in das "global financial village" gibt es kein Patentrezept. Die osteuropäischen Staaten, die mit dem Zusammenbruch der Sowjet-Union als Hegemonialmacht unvermittelt den Weg in die Marktwirtschaft, der ohne den Aufbau eines flankierenden Finanzsektors nicht zu bewerkstelligen ist, antreten mußten, befinden sich größtenteils noch heute in der Experimentierphase. Von Anfang an war z.B. umstritten, ob der Finanzmarkt im Zuge eines "Big Bang" oder eher schrittweise, im Gleichschritt mit den realwirtschaftlichen Umbau- und Anpassungsmaßnahmen, vollzogen werden sollte. Aus heutiger Sicht kann man wohl soviel sagen, daß zwar nicht unbedingt ein Big Bang, aber doch eine konsequent und vor allem system-, d.h. marktwirtschaftskonforme, Etablierung des Finanzsektors die bestmöglichen Fortschritte bewirkte. Beispiele für einen zwar eigenständigen, aber konsequenten und zielstrebigem Weg in die Marktwirtschaft sind Ungarn, Polen und die Tschechische Republik. Dort wo man eher eine inkonsequente, wankelmütige "Wasch-mir-den-Pelz-aber-mach-mich-nicht-naß-Politik" betrieben wurde (Rumänien, Bulgarien,

Ukraine), sind die Transformationserfolge bisher recht bescheiden geblieben; Zeit und Ressourcen wurden nutzlos vergeudet.²

Vor dem Hintergrund einer Fundamentalkritik am finanziellen Sektor kann man freilich den Nutzen der "finanziellen Umwelt" grundsätzlich in Frage stellen. Die Diskussion ist im Grunde fast so alt wie die Nationalökonomie selbst. Bereits die Klassiker der Nationalökonomie um D. Ricardo, A. Smith, J. S. Mill und J. B. Say stellten im Rahmen ihrer Geldschleierthese den Sinn des Geldes in Frage oder reduzierten ihn auf ein nebensächliches Detail einer geldbasierten Transaktionswirtschaft. Diese Neutralitätsthese des Geldes wurde dann später von den "Monetaristen" zwar relativiert und verfeinert, etwa im Rahmen der Theorie relativer Preise, aber nicht grundsätzlich – zumindest bei Zugrundlegung eines längerfristigen Planungshorizonts – in Frage gestellt. J. Tobin, dem vor allem spekulative Machenschaften auf den Finanzmärkten ein Dorn im Auge sind, hat im Rahmen des von ihm wesentlich entwickelten neoklassischen monetären Wachstumsmodells sogar nachzuweisen versucht, daß Geld, in seiner Eigenschaft als alternatives Anlageobjekt im Vergleich zu Sachkapital, die Sachkapitalbildung und mithin das Niveau des Wachstumspfad es sowie die Pro-Kopf-Güterversorgung reduziert: Geld wirkt somit wohlstandsmindernd ("Tobin'sches Paradoxon"). Diese "Drainagethese" sowie die klassischen und neoklassischen/monetaristischen Neutralitätsthesen werden durch weitere "Abkopplungsthese n" ergänzt, etwa durch die "Dominanz- und Fehlallokationsthese". Diese behauptet, der Finanzsektor sei, infolge der klaren Dominanz spekulativer Transaktionen, zu einer Art Spielwiese gelangweilter und saturierter Marktwirtschaftsgewinnler geworden ("Kasino-Kapitalismus") mit der Folge verzerrter Marktsignale, die wiederum Fehlallokationen auf nationaler wie globaler Ebene nach sich ziehen könnten. Hierdurch bestehe, so wird argumentiert, die Gefahr, daß die Grundlagen der Marktwirtschaft, letztlich die starken Seiten des Kapitalismus, zerstört würden, zumal die spekulativen Transaktionen ein derartiges Volumen erreicht hätten, das jede wirtschaftspolitische Gegenwehr von vorneherein zum Scheitern verurteile. Eine (vorläufig) letzte Abkopplungsthese ist die sog. "Price-Bubble-These", wonach neben fundamentalen auch nicht-fundamentale (nicht erklärbare?) Einflüsse das Preisgeschehen an den Finanzmärkten mitbestimmen, ja sogar dominieren können. Die Folge ist, daß Preise auch in diesem Fall nicht mehr Ausdruck der "wahren" marktwirtschaftlichen Gegebenheiten sind, sondern, wodurch auch immer, ein Zerrbild der realen Welt liefern. Die Gefahr der Fehlallokationen ist freilich nach dieser These deshalb nicht so gravierend, weil Bubbles in der Regel frühzeitig platzen.³

² Vgl. hierzu auch G. Gorzka, R. Stöttner (1996) und R. Stöttner (1996).

³ Wegen einer umfassenderen Diskussion der Abkopplungsthese n vgl. R. Stöttner (1997) sowie L. Menkhoff und N. Tolksdorf (1999).

Mikroökonomische Sichtweise: Unternehmensfinanzierung in Entwicklungsländern

In einer umfassenden theoretischen und empirischen Studie konnte E. Speidel-Walz (2000) eindrucksvoll nachweisen, daß Unternehmen in Entwicklungsländern, also Unternehmen, die sich vorwiegend über Emerging Markets finanzieren, eine Finanzierungsstruktur aufweisen, die sich markant von derjenigen unterscheidet, die typisch ist für Unternehmen in reifen Industriestaaten. Welche Ursachen haben diese Unterschiede im Finanzierungsverhalten und in der Kapitalstruktur? Auch wenn man hier keine klaren und eindeutigen Antworten erwarten kann, so kann man doch erwarten, daß sich mehr oder weniger homogene Ursachenkomplexe identifizieren lassen, die ein charakteristisches Wirkungsmuster auf der Ebene der Kapitalstruktur erzeugen. Einen theoretischen Ansatzpunkt für die Überprüfung der Ursachen der Finanzierungs- und Kapitalstruktur von Unternehmen in Emerging Markets bieten die Kapitalstrukturtheorien, die ihre unterschiedlichen Erklärungsansätze aus diversen Unvollkommenheiten des Kapitalmarktes abzuleiten versuchen. Die Charakteristika des vollkommenen Kapitalmarktes sind ja außerordentlich vielfältig. Deshalb kann es wenig überraschen, daß es sehr zahlreiche Formen der Kapitalmarkt-Unvollkommenheit in der Praxis gibt, je nachdem, welches Vollkommenheitskriterium fallengelassen wird. Theoretische Grenzfälle, die aufgrund der Annahme uneingeschränkt vollkommener Kapitalmärkte resultieren, wie etwa das Modigliani-Miller-Theorem der Irrelevanz der Kapitalstruktur, sind zwar in praxi irrelevant, sie markieren jedoch die Endpunkte einer zunehmenden "Idealisierung" von Kapitalmarktbedingungen. Es ist also zu erwarten, daß die spezifischen institutionell-rechtlichen Rahmenbedingungen eines Entwicklungs- und Schwellenlandes erheblichen Einfluß auf die Kapitalstruktur der Unternehmen ausüben und daß insbesondere Principal-Agent-Konflikte der unterschiedlichsten Art eine bedeutsame Rolle spielen. Als zweite Gruppe von kapitalstrukturbestimmenden Einflußgrößen kommen dann makroökonomische Rahmenbedingungen des betreffenden Landes in Betracht, also z.B. Wachstums- und Strukturprobleme, die Effizienz der Geld- und Finanzpolitik, länderspezifische Unterschiede im Pro-Kopf-Einkommen und in den Finanzierungskosten, etc. Last but not least dürften Ursachen von Unterschieden in der Kapitalstruktur einzelner Unternehmen im unternehmensspezifischen Bereich liegen.

»Stylized facts« der Unternehmensfinanzierung

Methodisch lassen sich, in Anlehnung an Speidel-Walz (2000), "stylized facts" des Finanzierungsverhaltens von Unternehmen in Industriestaaten einerseits und in Entwicklungs- und Schwellenländern andererseits herausarbeiten. So ist z.B. eine

hohe Selbstfinanzierungsquote und eine Außenfinanzierung überwiegend in Form der Fremd- und Kreditfinanzierung über Banken ("Hausbankprinzip") typisch für das Finanzierungsverhalten von Unternehmen in Industriestaaten, wobei der Gang über die Wertpapiermärkte, speziell im Hinblick auf die Beschaffung von Eigenkapital, vergleichsweise selten, vorzugsweise bei Sonderanlässen der Finanzierung (z.B. Unternehmensübernahmen), angetreten wird. In Entwicklungsländern legen Unternehmen ein ganz anderes, typisches Finanzierungsverhalten an den Tag: Es dominiert die externe Finanzierung, wobei überraschenderweise der Weg über die – zumeist doch noch recht unterentwickelte – Börse auf der Suche nach Eigenkapital beschritten wird. Die ausgeprägten Unvollkommenheiten speziell der Aktienmärkte in Entwicklungsländern ließen eigentlich eher eine nachrangige Bedeutung der Finanzierung über Aktienemissionen erwarten.

Gründe für unterschiedliche Kapitalstrukturen in Industrie- und Entwicklungsländern

So überzeugend klar die empirischen Unterschiede sind, so wenig klar sind deren Ursachen. Speidel-Walz (2000) verweist zunächst darauf, daß in vielen Entwicklungs- und Schwellenländern, etwa im Zuge von Privatisierungsbestrebungen, Aktien- (und auch Renten-)Märkte mit massiver staatlicher Unterstützung sozusagen aus dem Boden gestampft wurden. Eine erste These behauptet somit, die Kapitalmärkte in den LDC's seien das Hätschelkind der staatlichen Kapitalmarktliberalisierungspolitik. Eine zweite These, mit der sich das Übergewicht der Aktienfinanzierung stützen läßt, hebt auf die vergleichsweise hohen Kosten der Schuldenfinanzierung in Entwicklungsländern ab. Eine dritte These betont die extreme Rendite-Elastizität des Aktienangebots (der Aktienemissionstätigkeit). Ein vierter Grund mag darin bestehen, daß die weltweit ansteigenden Aktienkurse die Begehrlichkeiten potentieller Aktienemittenten angeheizt haben. Insbesondere für Entwicklungsländer-Unternehmen erscheint es besonders reizvoll, unter Ausnutzung des international hohen Aktienkursniveaus - etwa gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis - Aktien zu emittieren und auf diese Weise reichlich "Bares" in die Kasse zu spülen. Ergänzend läßt sich noch die Dividenden- und Ausschüttungspolitik als mögliche Ursache für regionenspezifisch divergentes Verhalten bei Kapitalstruktur-entscheidungen heranziehen. Insbesondere ist die steuerliche Behandlung von thesaurierten bzw. ausgeschütteten Gewinnen zu beachten.

Die vielfältigen empirischen Befunde zu Kapitalstrukturentscheidungen (hauptsächlich in Industriestaaten) drängen nach einer theoretischen Erklärung. Lockert man die realitätsferne Annahme vollkommener Kapitalmärkte, indem man Marktunvollkommenheiten zuläßt, dann eröffnen sich zugleich mehrere theoretische Erklärungs-

versuche. Läßt man z.B. die Annahme fehlender Transaktionskosten fallen, dann können Ansätze der Transaktionskostentheorie herangezogen werden. Läßt man Interessenkonflikte und asymmetrische Information zu, dann kann man das Principal-Agent-Modell für Erklärungsversuche nutzen. Auch steuerliche Aspekte drängen sich auf, insbesondere die nicht immer leicht zu durchschauenden steuerinzidenztheoretischen Wirkungen. Der Vorteilhaftigkeitsvergleich von Schulden- bzw. Aktienfinanzierung bei Gültigkeit unterschiedlicher steuerlicher Parameter macht z.B. auch klar, in welchem hohem Maße die Kapitalstrukturentscheidung wirtschaftspolitisch manipulierbar ist. Darüber hinaus spielt freilich auch die individuelle steuerliche Exponiertheit der Zensiten eine ausschlaggebende Rolle, so daß sich zugleich industrieökonomische und verteilungspolitische Nebeneffekte - erwünschte oder unerwünschte - ergeben können. Einen nennenswerten Einfluß auf die Kapitalstruktur können auch potenzielle Konkurskosten haben oder ganz allgemein die Kosten finanzieller Engpässe. Die Kosten der Verschuldung können im Extremfall existenzbedrohend werden und das betroffene Unternehmen in den Konkurs treiben. Von Land zu Land kann es erhebliche Unterschiede geben, je nachdem, ob das Konkursrecht vorwiegend die Weiterführung des Unternehmens im Auge hat oder den Gläubigerschutz in den Vordergrund stellt.

Emerging Markets weichen vom Idealbild des effizienten (vollkommenen) Kapitalmarkt wesentlich stärker ab als "reife" Finanzmärkte. So kann der LDC-Kapitalmarkt z.B. deshalb ineffizient sein, weil er keine hinreichende Anzahl von Finanzprodukten bereithält, um die Finanzierungs- und Anlagewünsche der Kapitalmarktteilnehmer in optimaler Weise zu befriedigen. Auch kann eine Ineffizienz darin liegen, daß finanzmarktrelevante Information nicht oder erst zu spät den Kapitalmarktteilnehmern zufließen. Auch können Kommunikationsmängel und hohe Transaktionskosten die Effizienz des Kapitalmarktes einschränken.

Betrachtet man die makroökonomischen Rahmenbedingungen von Entwicklungsländern, so ist festzustellen, daß hier in den neunziger Jahren eine drastische Verbesserung eingetreten ist (erfolgreiche Stabilisierungspolitik, stabile Wechselkurse, geringe und gering schwankende Inflationsraten, verbesserte Haushaltslage und Zahlungsbilanz, Stabilisierung oder gar Rückführung der Staatsverschuldung, etc.). Zum Teil ist es in verschiedenen Ländern (z.B. in den "Tigerstaaten", in Mexiko, Brasilien und Rußland) in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre allerdings zu empfindlichen Rückschlägen im makroökonomischen Umfeld gekommen, doch die meisten der betroffenen Staaten haben sich von den Finanz- und Vertrauenskrisen überraschend schnell erholt.

Eine gewisse Sonderrolle im makroökonomischen Umfeld spielen die zahlreichen, in LDC's durchgeführten, Privatisierungsprogramme, vor allem den Infrastrukturbereich betreffend. Diese Programme haben in beträchtlichem Umfang zu Kapitalzuflüssen geführt, die nicht nur zu einer Dämpfung der Finanzierungskosten, sondern auch zu einer dringend erwünschten Verbreiterung der Kapitalbasis und damit zu einer größeren Breite und Tiefe der von den Kapitalzuflüssen betroffenen Emerging Markets geführt haben. Die deutliche Zunahme sowohl der Direkt- wie auch der Portfolioinvestitionen hat darüber hinaus ein essentielles Element jedes florierenden Kapitalmarkts, nämlich Vertrauen, gefestigt. Daß dieses sehr schnell zerstört werden kann, verdeutlichen die Finanzmarktkrisen der Schwellenländern in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre.

Eine besondere Beachtung verdienen auch die Kreditmärkte in den Schwellenländern. Bekanntlich spielen Bankkredite ja die bei weitem herausragende Rolle bei der (Außen-)Finanzierung von Unternehmen in Industrieländern. Warum dies in Entwicklungs- und Schwellenländern nicht so ist, bedarf sorgfältiger Klärung (vgl. Speidel-Walz, 2000). Zu erwarten ist auch hier wiederum ein ganzer Strauß von kreditmarkthemmenden Einflüssen. Das "Elend" der Banken- und Kreditmärkte in den LDC's basiert im wesentlichen auf der sog. finanziellen Repression. Damit sind vielfältige wirtschaftspolitische Maßnahmen gemeint, die nicht nur auf dem sanften Wege der Globalsteuerung (Makrosteuerung), sondern zumeist sehr direkt und massiv in die kreditwirtschaftlichen Entscheidungsprozesse eingreifen ("crony capitalism"). Staatliche Manipulation der Zinssätze, Kreditmarktsegmentierung durch Schaffung segmentspezifischer Privilegien oder Sonderbelastungen, selektive Kreditbeschränkung durch Kreditrationierungsmaßnahmen etc. sind an der Tagesordnung. Hinzu kamen vielfältige Kapitalverkehrskontrollen.

Eine spätere Lockerung der Kapitalverkehrsbeschränkungen durch Liberalisierungs- und Deregulierungsmaßnahmen erwischte sozusagen dann die Banken auf dem falschen Fuß, da sie keinerlei Erfahrung im Umgang mit liberalen, eigenverantwortlich zu gestaltenden Kapitalmarktbedingungen besaßen. Außerdem existierte keine wirksame Bankenaufsicht. Hinzu kam, daß die Liberalisierungsmaßnahmen häufig nicht flankiert wurden durch notwendige Rechtssetzungsmaßnahmen (Kreditsicherungsrecht, Konkursrecht, etc.). Die Folge war, daß der Kreditsektor mit der neu gewonnen Freiheit nichts Vernünftiges anzufangen wußte, hilflos und ahnungslos dem scharfen Wind eines liberalen Kapitalmarktes ausgesetzt war und alles andere als effizient arbeitete.

Unter Beachtung der "finanziellen Repression" und der Möglichkeiten zu deren effizienter Beseitigung durch Kapitalmarktliberalisierungsmaßnahmen identifiziert

Speidel-Walz (2000) vier Ursachenkomplexe, die einmal mehr, einmal weniger für die mangelhafte Effizienz des Banken- und Kreditsektors in Schwellenländern und damit für die geringe Bedeutung des Kreditsektors in diesen Ländern verantwortlich zu machen sind: Zunächst ist die noch immer hohe makroökonomische Volatilität zu nennen, die das Bankensystem krisenanfällig macht und daher zu einem wenig verlässlichen Partner in Finanzgeschäften abstempelt. Zweitens vergeben Banken in Schwellenländern hauptsächlich Kredite an verbundene Unternehmen, und zwar zu Vorzugsbedingungen. Dies ruiniert die internationale Wettbewerbsfähigkeit dieser Banken und führt außerdem dazu, daß andere potenzielle Kreditnehmer leer ausgehen oder schlecht bedient werden. Drittens stehen Banken dermaßen unter der Fuchtel der jeweiligen Regierung, daß sie zwangsweise als Financiers fragwürdiger prestigeträchtiger Staatsprojekte auftreten müssen, was den Bankensektor zusätzlich schwächt. Viertens ist die Finanzmarktliberalisierung zu nennen, die, obwohl an sich wünschenswert und in die richtige Richtung weisend, häufig den Kredit- und Bankensektor in Schwellenländern überfordert (mangelnde Kompetenz, fehlende flankierende Maßnahmen, etc.)

Integration in die internationalen Finanzmärkte

Die Situation auf dem Kapitalmarkt hängt vom Verhalten beider Marktseiten ab. Diejenigen, die auf Emerging Markets Kapital anbieten, lassen sich, auch wenn es wieder markante Unterschiede von Land zu Land gibt, sinnvoll in fünf Investorengruppen einteilen. Erstens hat man es mit "hot-money"-Investoren zu tun; das sind Inländer, die auf Auslandskonten Fluchtgelder horten und allenfalls kurzfristig wieder ins Inland zurückschleusen, etwa um hohe Zinsen auszunutzen. Zweitens treten Fondsgesellschaften als Kapitalanbieter auf, die Anlageobjekte der Emerging Markets zur Depotbeimischung oder zur Auflegung spezieller Länderfonds nachfragen. Drittens kommen ausländische Banken und Broker in Betracht, die im Eigenhandel ihre Portfolios neu strukturieren oder besser diversifizieren möchten. Viertens kommt die international agierende Privatkundschaft hinzu, die durch Vermittlung von Banken, Eurobondhäusern etc. ihre Portfolios international diversifizieren und auch evtl. außergewöhnlich hohe Zinsen - allerdings bei außergewöhnlich hohem Risiko - ausnutzen will. Schließlich kommen fünftens noch die institutionellen Anleger in Betracht (Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds, etc.). Hier handelt es sich um eine sehr wichtige, da lukrative und stabile, Kapitalquelle für die Emerging Markets, denn hier steht die langfristige ertragreiche Anlage im Vordergrund.

Über den Entwicklungsstand der Bondmärkte in den Entwicklungs- und Schwellenländern weiß man noch vergleichsweise wenig. Dies liegt nicht zuletzt auch daran,

daß die Datenlage für empirische Untersuchungen recht dürftig und unzuverlässig ist. Die Aktienmärkte konnten sich hingegen während eines jahrzehntelangen Entwicklungsprozesses mehr oder weniger solide etablieren. Allenfalls der Brady-Anleihemarkt, der Anfang der neunziger Jahre im Zuge der Umstrukturierung der Dritte-Welt-Schulden etabliert wurde, kann eine mit internationalen -Standards vergleichbare Funktionsfähigkeit reklamieren. Dies kann man von den lokalen Anleihemärkten nicht behaupten, da sie auf unterschiedliche Weise den Zugang ausländischer Investoren behindern, wodurch sich die geringe Liquidität dieser Märkte erklärt.

Zu erwähnen sind noch die internationalen Bondmärkte, auf denen Emittenten aus den Entwicklungsländern (Regierungsstellen, herausragende Unternehmen) Anleihen platzieren können. Freilich müssen die Emittenten, je nach Land, oft beachtliche Risikozuschläge zahlen, um überhaupt eine Chance an den internationalen Anleihemärkten zu erhalten. In den letzten Jahren ist allerdings eine drastische Rückbildung der Risikozuschläge zu beobachten, was nicht unbedingt als Ausdruck eines objektiv fallenden Risikos, sondern eher als Ausdruck einer insgesamt gestiegenen Nachfrage seitens einer nach internationaler Diversifizierung strebender Anlegerschaft zu interpretieren ist. Auch die fortschreitende Deregulierung der Anleihemärkte in den Schwellenländern mag eine gewisse vertrauensbildende und risikosenkende Wirkung haben.

Die Aktienmärkte weisen in den LDC's einen bedeutend höheren Entwicklungsstand auf als die Bondmärkte. Um zu klären, warum das so ist, müssen die Rahmenbedingungen dieser Aktienmärkte und ihre relative Positionierung im Vergleich zum Weltaktienmarkt (Weltkapitalmarkt) herausgearbeitet werden. Hierdurch wird deutlich, wie eng der Renditezusammenhang zwischen LDC-Aktienmärkten und dem Welt-Aktienmarkt ist. Außerdem wird erkennbar, inwieweit die LDC-Aktienmärkte in den Welt-Aktienmarkt integriert sind. Hier gewinnt die Frage an Bedeutung, wie die Integration eines LDC-Aktienmarktes in den Welt-Aktienmarkt gemessen werden kann, denn vom Integrationsgrad hängt die Eignung des betreffenden Emerging Markets für Zwecke der internationalen Diversifizierung von Aktien-Portfolios ab. In diesem Zusammenhang ist freilich auch zu klären, welche konkreten Barrieren existieren, die auf beiden Seiten des Emerging Markets den Marktzutritt behindern. Eine gründliche Untersuchung verdient die Korrelationsstruktur der Aktienmarkrenditen. Im Bereich der entwickelten Aktienmärkte sind derartige Korrelationsanalysen ein beliebtes Instrument der Finanzanalyse. Großes Interesse kann diese Frage wiederum deshalb beanspruchen, weil von der Intensität der Korrelation von Aktienrenditen, etwa zwischen Japan und den USA, der Nutzen einer internationalen Diversifizierung von Portfolios abhängt. Während die Korrelation von Aktienrenditen in Industrieländern, je nach Untersuchungszeitraum, bei ungefähr 0,5 liegt, ist der

Wert im Falle der Emerging Markets weit niedriger anzusetzen (zumeist unter 0,1), wie aufgrund der erst spärlich vorliegenden Korrelationsanalysen zu vermuten ist. Infolge der hohen Volatilität der Emerging-Markets-Renditen ist nun eine Industrieländer-Aktien/Emerging-Markets-Aktien-Diversifikation nicht zwangsläufig eine gute Sache. Erste Untersuchungen lassen erwarten, daß eine maßvolle Beimischung von Aktien aus Emerging Markets zu einem vorwiegend aus Industrieländer-Aktien bestehenden Portfolio sinnvoll sein kann; wird der Anteil allerdings zu groß, ist das Ergebnis eher kontraproduktiv (vgl. Speidel-Walz, 2000).

Einflüsse auf die Finanzierungsentscheidung

Zentral ist die Frage, welches letztlich die Determinanten der Finanzierungsentscheidung sind. Im Zentrum dieser Determinanten steht zweifellos die von den Eigenkapitalgebern geforderte Rendite, denn diese wiederum bestimmt die Höhe der Kapital- und Finanzierungskosten. Der Zusammenhang zwischen Rendite (Kapitalkosten) und Risiko, und damit das Verhalten der Kapitalmarktteilnehmer, ist für den effizienten, vollkommenen Kapitalmarkt anhand des Capital-Asset-Pricing-Modells (CAPM) umfassend untersucht worden. Die Gleichgewichtswelt des CAPM ist aber in den Emerging Markets in wesentlichen Punkten außer Kraft gesetzt, weshalb eine unmittelbare Übertragung des Wertfindungsprozesses à la CAPM auf die LDC-Aktienmärkte nicht in Betracht kommen kann. Welche Modifikationen sind notwendig? Zunächst fällt die angebliche "Übnormalität" von Aktienrenditen in Entwicklungsländern auf. Außerdem ist eine deutlich erhöhte Volatilität der Aktienrenditen in Emerging Markets festzustellen, was mit den zahlreichen Ineffizienzen dieser Märkte erklärt werden kann. Serielle Korrelationen der Renditen, Anfälligkeit für Preisblasen usw. sind weitere Merkmale von Emerging Markets, die eine markante Abgrenzung von der heilen CAPM-Welt nahelegen. Insbesondere wird häufig argumentiert, das CAPM sei wegen seines Single-Index-Charakters ungeeignet, die Aktienpreisbildung auf den Emerging Markets zu erklären, hierzu müsse ein Mehr-Faktoren-Modell herangezogen werden. So ist z.B. zu vermuten, daß neben dem (systematischen) Risiko auch die Unternehmensgröße die Rendite maßgeblich beeinflusst.

Neben den mittelbaren, sich aus dem volkswirtschaftlichen Umfeld, den Finanzmarktrahmenbedingungen und dem Zusammenspiel der Finanzmarktakteure auf dem Kapitalmarkt ergebenden Einflußfaktoren für die Finanzierungsentscheidung gibt es auch eine Reihe von unmittelbaren Determinanten. Zu denken ist an Emissionskosten aller Art (Zulassungskosten, Beurkundungskosten, Notariatskosten, etc.), aber auch an Kosten aufgrund falscher Aktienbewertung (Underpricing) sowie an

steuerlich Be- und Entlastungseffekte. Auch die Unternehmenskontrolle kann direkte Kosten implizieren (Aufsichtsratsvergütungen, Investor Relations, etc.).

Speidel-Walz (2000) konnte folgende exogenen Variablen identifizieren, die als relevant für das Finanzierungsverhalten von LDC-Unternehmen anzusehen sind: Vermögensstruktur, Steuervergünstigungen, Liquidität und Profitabilität, Wachstumsmöglichkeiten, Unternehmensgröße und -alter, Unternehmenswachstum (unternehmensspezifische Indikatoren), Qualität des Rechtssystems, Steuersystem, makroökonomischer Hintergrund, Aktienmarkt und Bankensektor (institutioneller und makroökonomischer Hintergrund). Weitere Einblicke liefern die durchgeführten Korrelationsrechnungen. So zeigt sich eine nur geringe Korrelation zwischen den unternehmensspezifischen Einflüssen, wohingegen sich die Korrelation zwischen den makroökonomischen und institutionellen Daten als sehr eng erwiesen hat. Generell läßt sich festhalten, daß die unternehmensspezifischen Einflußgrößen eine wesentlich höhere Bedeutung besitzen als die institutionellen und die makroökonomischen Variablen. Als besonders wichtige Einflüsse auf die Verschuldungsrelation haben sich die unternehmensspezifische Steuersituation und die Liquiditätslage des Unternehmens erwiesen. Unbestimmt hingegen ist der Einfluß des Entwicklungsstandes des Aktienmarktes. Keine Bedeutung kommt der Unternehmensgröße zu, auch die Bedeutung des Unternehmenswachstums ist nicht eindeutig. Dem Entwicklungsstand des Banken- und Kreditsektors kommt erstaunlicherweise keine signifikante Bedeutung zu. Hingegen erweisen sich die Wachstums-Chancen eines Unternehmens als hochsignifikant. Demnach besteht ein klarer positiver Zusammenhang zwischen Wachstum und Verschuldung. In Bezug auf die Laufzeitenstruktur sticht als bemerkenswertes Ergebnis insbesondere die Bedeutung der Vermögensstruktur hervor. Auch die Hypothese, wonach sich profitable Unternehmen hauptsächlich über einbehaltene Gewinne (Innenfinanzierung) und weniger über Aktienemissionen (Außenfinanzierung) finanzieren, läßt sich voll bestätigen.

Als zentrales Ergebnis der empirischen Untersuchung kann die herausragende Rolle der unternehmensspezifischen Einflußfaktoren bei der Erklärung der Kapitalstruktur gelten, einschließlich der Aspekte der Laufzeitenstruktur und der Eigenkapitalstruktur. Zwar erweisen sich die institutionellen und makroökonomischen Einflüsse als bedeutsam, jedoch nur, wenn sie anstelle der unternehmensspezifischen Faktoren verwendet werden. Zu erwarten ist, daß sich nach Etablierung funktionsfähiger Bondmärkte in den Emerging Markets das Finanzierungsverhalten in den Schwellenländern markant verändert.

Schlußfolgerung

Welches abschließende Fazit können wir ziehen? Um eine Antwort auf die Frage zu finden, ob die globalisierten Finanzmärkte den Entwicklungs- und Schwellenländern nutzen, sind zunächst sowohl makroökonomische als auch mikroökonomische Aspekte zu untersuchen. Diese sind, soweit möglich, theoretisch überzeugend zu fundieren und empirisch zu testen. Die mikroökonomische Perspektive hat durchaus vielfältige nützliche Erkenntnisse gebracht. So ist das Streben einzelner Anleger nach optimalen Portfolios mit Diversifikationsaktivitäten verbunden, die nicht nur zum Ziel haben, möglichst ertragreiche Anlageobjekte aufzuspüren, sondern zugleich auch alle Möglichkeiten zur Risikosenkung auszuschöpfen. Hierzu ist es erforderlich, Anlageobjekte mit nur gering positiver oder gar negativer Ertragskorrelation aufzuspüren. Die diversifikationsbedingte Minderung oder gar gänzliche Ausschaltung des unsystematischen Risikos kann im Falle einer weltweiten Diversifikationsstrategie sogar noch durch eine maßgebliche Herabsetzung des systematischen Risikos komplettiert werden. Freilich unterliegen sowohl die unsystematischen (objektbezogenen) wie auch die systematischen (marktbezogenen) Risiken einem ständigen Wandel, so daß Kapitalströme, infolge ihrer äußerst minimalen Reaktionszeit, unvermittelt ihre Richtung ändern können. Emerging Markets werden so zum Spielball international angelegter Strategien zur Minderung von Portfoliorisiken. Technisch ausgedrückt: Emerging Markets können von internationalen Kapitalströmen profitieren, wenn sie attraktive Anlagen mit geringer Ertragskorrelation im Vergleich zu anderen Anlagen anzubieten haben. Da es kaum möglich ist, etwa durch wirtschaftspolitische Maßnahmen den Grad der Ertragskorrelation zu beeinflussen, fühlen sich Emerging Markets diesbezüglich in eine passive Rolle gedrängt.

Auf der makroökonomischen Ebene ist der Handlungsspielraum der LDC's ähnlich gering zu veranschlagen, zumindest dann, wenn sie durch weitgehenden oder restlosen Abbau von Kapitalverkehrskontrollen externen Einflußfaktoren ungehinderter Zutritt verschaffen. Weltwirtschaftliche Fehlentwicklungen, wie etwa Verzerrungen des internationalen Wettbewerbs durch protektionistische Maßnahmen oder Wachstums, Konjunktur- und Strukturkrisen der Weltwirtschaft, dürften die Entwicklungs- und Schwellenländer aufgrund ihrer vergleichsweise geringen ökonomischen Potenz und Resistenz ungleich härter treffen als hochentwickelte Industriestaaten. Diese verfügen häufig über beträchtliche Reserven, um Durststrecken überbrücken zu können, oder aber über hinreichende Macht, Lasten auf andere abzuwälzen oder zu verteilen. Globalisierung, Deregulierung und Kapitalmarktliberalisierung sind ja geradezu die ideale Voraussetzung für derartige Abwälzungsmanöver, die in aller Regel zugunsten der ökonomisch Starken ausgehen. Mögliche systemische Schwächen im Bereich der Welthandelsordnung wie auch im Bereich der globalen Finanzmärkte – man denke hier etwa an die volatilitätsverstärkenden und allokativen Fehlsignale hervorbringenden Aktivitäten der Finanz-Spekulation – schwächen die relative Position der LDC's zusätzlich. Nachhaltige Besserung für die LDC's

ist hier solange nicht zu erwarten, wie die mächtigen global players (USA, Japan, Europa,...) kein wirkliches Interesse daran haben, die Machtverhältnisse auf den internationalen Güter- und Finanzmärkten zu ändern. Das vorgeschobene Plädoyer für eine "freies Spiel der Kräfte" behindert Maßnahmen zur Verbesserung der Weltwirtschafts- und Finanzordnung. Der zusätzliche Hinweis, die LDC's sollten erst einmal vor der eigenen Türe kehren, da deren Probleme vorwiegend hausgemacht seien, mag zwar in vielen Fällen mehr oder weniger angemessen sein, doch dürfte er zuallererst der eigenen Entpflichtung dienen.

Nachgegangen wurde auch der Frage, inwieweit internationale Finanzströme ihrer ethischen Verpflichtung nachkommen, Armut und Not der LDC's nachhaltig zu lindern. Hier zeigte sich erneut, daß sich Finanzströme im Rahmen liberalisierter Kapitalmärkte an Rendite- und Risikogesichtspunkten orientieren und auf dem ethischen Auge weitgehend blind sind. Trotzdem haben die LDC's eine Chance, internationale Finanzströme für sich nutzbar zu machen, sofern sie diesen ein attraktives Rendite-Risiko-Profil bieten können. Dies ist, wie oben gezeigt, aufgrund der geringen Korrelation zwischen LDC-Aktienrenditen und Industrieländer-Aktienrenditen und auch aufgrund der "exotischen" Gewinn-Chancen, die weltweit agierende Anleger in den Emerging Markets wittern, zwar durchaus denkbar, wohl aber kaum gezielt steuerbar. Hinzu kommt, daß das Finanzierungsverhalten der Unternehmen in den LDC's nicht nur länderspezifisch oft erhebliche Unterschiede aufweist, sondern vor allem stark vom Finanzierungsverhalten der Industrieländer-Unternehmen abweicht. Sowohl die mikroökonomische Untersuchung der Kapitalstrukturentscheidungen wie auch die Analyse struktureller, häufig historisch bedingter, Eigentümlichkeiten der LDC-Finanzmärkte und des jeweiligen makroökonomischen und wirtschaftspolitischen Umfelds haben eine enorme Vielfalt einzelfallspezifischer Bedingungen und Kausalitäten zu Tage gefördert. Vor diesem Hintergrund kann es nicht überraschen, daß verallgemeinerungsfähige Schlußfolgerungen hinsichtlich des Nutzens internationaler Finanzströme für Entwicklungs- und Schwellenländer kaum gewonnen werden können. Trotzdem hat die Dynamik der Emerging Markets gezeigt, daß LDC's nicht zwangsläufig und auf Dauer die "Underdogs" der Weltwirtschaft bleiben müssen. Gerade weil es Patentrezepte nicht gibt, sind Kreativität und Mut im jeweiligen LDC gefordert, einen landesspezifisch optimierten Sonderweg zu definieren und diesem konsequent zu folgen.

Literatur

Kai Bongard: Die Problematik der Geldwäsche: Ökonomische Analyse und Bekämpfung, bisher unveröffentlichte Dissertation der Universität Gesamthochschule Kassel, Kassel 2000.

- Heribert Dieter: Die globalen Währungs- und Finanzmärkte nach der Asienkrise: Reformbedarf und politische Hemmnisse, INEF-Report, Heft 41, Duisburg 1999.
- Klaus C. Engelen: Summers steht meist mit den Deutschen auf Kriegsfuß, in: Handelsblatt Wirtschafts- und Finanzzeitung, Düsseldorf/Frankfurt, 27.01.2000.
- Gabriele Gorzka, Rainer Stöttner (Hrsg.): Banken, Kreditmärkte, Projekt-Finanzierung in Osteuropa, Münster 1996.
- Lukas Menkhoff, Norbert Tolksdorf: Finanzmärkte in der Krise? Zur Abkoppelung des Finanzsektors von der Realwirtschaft, Stuttgart 1999.
- Hermann Sautter: Armut – Entwicklungsländer, in: Handbuch der Wirtschaftsethik, Band 4, Ausgewählte Handlungsfelder, Gütersloh 1999, S. 88-106.
- Elke Speidel-Walz: Unternehmensfinanzierung in Emerging Markets, theoretische und empirische Analyse der Bestimmungsgründe für die Entscheidungen auf Unternehmensebene, bisher unveröffentlichte Dissertation der Universität Gesamthochschule Kassel, Kassel 2000.
- Rainer Stöttner: Zwischenbilanz: Osteuropäische Banken im Geflecht wirtschaftlicher und politischer Transformation, in: G. Gorzka, R. Stöttner (Hrsg.): Banken, Kreditmärkte, Projekt-Finanzierung in Osteuropa, Münster 1996, S. 171-209.
- Rainer Stöttner: Zur angeblichen Abkopplung zwischen Finanzmärkten und Realwirtschaft, in: F. Hengsbach und B. Emunds (Hrsg.): Haben sich die Finanzmärkte von der Realwirtschaft abgekoppelt? Frankfurter Arbeitspapiere zur gesellschaftsethischen und sozialwissenschaftlichen Forschung, 16, Frankfurt 1997, S. 8-23.

Kurzfristiger Kapitalverkehr, Wirtschaftswachstum und die regulativen Konsequenzen der Asienkrise

von Evelyn Dietsche und Thomas Plümper

Einleitung

Zweieinhalb Jahre nach dem plötzlichen und unerwarteten Ausbruch der Asienkrise haben sich die internationalen Finanzmärkte wieder beruhigt. Die international agierenden Investoren scheinen wieder Vertrauen in die Region zu gewinnen. Seit Beginn des Jahres 1999 sind die südostasiatischen Länder wieder Nettokapitalimporteure. Der im ersten Schreck von vielen Beobachtern für möglich gehaltene Zusammenbruch des internationalen Finanzsystems konnte offensichtlich vermieden werden. Als negative Konsequenzen bleiben zunächst einige Millionen (vorübergehend) beschäftigungsloser Arbeitnehmer und ein Rückgang des durchschnittlichen Pro-Kopf-Einkommens in den betroffenen Ländern um etwa 10-15 Prozent. Auf der Habenseite sind dagegen beschleunigte Demokratisierungsprozesse und regulative Reformen vor allem der nationalen Finanzsysteme in Thailand, Indonesien und Korea zu verbuchen.

Abgesehen von diesen unmittelbaren Auswirkungen in Südostasien hinterließ die Asienkrise allerdings auch ein Vermächtnis, mit dem so recht niemand mehr etwas

anzufangen weiß: Die Debatte über die Umgestaltung des internationalen Finanzsystems. In dieser Debatte werde unterschiedliche und zum Teil weitreichende Reformvorschläge diskutiert: Auf der moderaten Seite finden sich diejenigen, die eine Beschleunigung des Informationsflusses vom IWF zu den international operierenden Anlegern und die Stärkung der politischen Unabhängigkeit dieser Institution befürworten. Auf der extremen Seite stehen die Befürworter einer Abschaffung des kurzfristigen und volatilen Kapitalverkehrs. Die tatsächlichen Reformen halten sich dagegen in engen Grenzen. Bis auf die Gründung einer G-20 auf dem Berliner Weltwirtschaftsgipfel im Dezember 1999 ist praktisch nichts Greifbares geschehen.

Diese Untätigkeit der Politik ist deshalb erstaunlich, weil auch die Kritiker radikaler Reformvorschläge zugestehen, daß es ohne den Anstieg der kurzfristigen Kapitalimporte nach Südostasien während der neunziger Jahre gar nicht zu einem derart eruptiven Zusammenbruch der Finanzmärkte in Bangkok, Djakarta und Seoul gekommen wäre. Muß man deshalb die „wild um den Globus zirkulierenden“ Finanzströme nicht entschleunigen oder kurzfristige Kapitalimporte ganz unterbinden?

Im folgenden werden wir die Debatte über die Gefahren des kurzfristigen Kapitalverkehrs aus einer Perspektive betrachten, die sich ausdrücklich nicht mit den unerwünschten Konsequenzen, Finanzkrisen, befaßt. Statt dessen rücken wir die erwünschten Folgen, die Steigerung des Wirtschaftswachstums in den kapitalimportierenden Ländern in den Mittelpunkt. Natürlich mag die Frage, ob der kurzfristige Kapitalverkehr das Wirtschaftswachstum der Empfängerländer positiv beeinflußt, angesichts der negativen Folgen der Asienkrise zunächst nachrangig oder gar zynisch erscheinen. Doch diese Frage findet insofern ihre Berechtigung, als daß sich jede regulative Reform auch an ihren Opportunitätskosten messen lassen muß. Es könnte schließlich sein, daß die Folgen der Finanzkrisen bei aller Dramatik im Vergleich mit den Konsequenzen auf niedrigem Niveau stagnierenden Pro-Kopf-Einkommens moderat ausfallen. Insofern ist die Frage nach der Existenz und dem Ausmaß eines Trade-Off zwischen der Stabilität der Finanzmärkte und der Entwicklungsdynamik der kapitalimportierenden Länder nur zu berechtigt.

Die Diskussion über Kapitalverkehrskontrollen

Lange Zeit wurden die Entwicklungserfolge der asiatischen „Tigerländer“ als Bestätigung dafür gewertet, daß die außenwirtschaftliche Öffnung die wirtschaftliche Entwicklung beschleunigt (World Bank 1993). Dies führte ab Ende der achtziger Jahre zu einem zunehmenden entwicklungspolitischen Konsens, auf dessen normati-

ver Grundlage viele Entwicklungsländer umfassende außenwirtschaftliche Reformen durchführten. Im Zuge dieser Reformen reduzierten Regierungen die Zölle und nicht-tarifären Handelshemmnisse und eine zunehmende Zahl der Entwicklungsländer öffnete ihre vormals rigide abgeschotteten Finanzmärkte gegenüber ausländischen Anlegern (Rodrik 1997: 9; Hanson 1994: 323).

Weil die Asienkrise gerade in den liberalen Vorzeigeländern auftrat, geriet die weltmarktorientierte Entwicklungsdoktrin in die Kritik. Gegenwärtig fordern viele Beobachter die Entwicklungsländer mehr oder weniger eindeutig dazu auf, Kapitalverkehrskontrollen zu errichten und Importe von Kapital mit kurzfristiger Laufzeit, also vor allem Kredite, zu unterbinden. Wie die zu implementierenden Kapitalverkehrskontrollen konkret aussehen sollen, ist jedoch umstritten.¹ Paul Krugman möchte der kurzfristigen Verschuldung von Inländern in ausländischer Währung verhindern und hält nötigenfalls Kontrollen auf Kapitalexporte zur Vermeidung von Fluchtkapital für angemessen.² Dani Rodrik stellt den Nutzen der Wechselkurskonvertibilität sogar generell in Frage, da er keine Evidenz dafür sieht, daß Länder ohne Kapitalverkehrskontrollen schneller wachsen. Er findet es deshalb angemessen, Kapitalverkehrskontrollen grundsätzlich und in allen Ländern einzuführen (Rodrik 1998a, 1998b). Martin Feldstein empfiehlt dagegen die vergleichsweise moderate chilenische Praxis, Kapitalimporte mit der Auflage zu versehen, 20% der importierten Summe für ein Jahr unverzinst bei der Zentralbank zu hinterlegen. Dadurch würden Importe kurzfristigen Kapitals nicht unmöglich, aber an höhere Renditeerwartungen gekoppelt und letztlich geringer. Barry Eichengreen hingegen begegnet der radikaleren Position mit Skepsis und zweifelt vor allem die Interpretation von Rodriks empirischen Befunden an. Zwar akzeptiert Eichengreen Rodriks Behauptung, ein positiver Zusammenhang zwischen der Öffnung des Finanzsystems eines Landes und dessen Wirtschaftswachstum sei nicht nachweisbar. Daraus folge jedoch nicht, daß es keine dritte, unbeachtet gelassene Variable geben könne, die einerseits die Entscheidung, Kapitalverkehrskontrollen abzubauen begünstige, aber andererseits negativ mit dem Wirtschaftswachstum korreliere (Eichengreen 1998). Dennoch neigt auch Eichengreen zu der Empfehlung, während einer Übergangsphase temporär

¹ Für eine Darstellung der Vielfalt möglicher Kapitalverkehrsbeschränkung siehe Rajan, Ramkishan S. (1998a): „Constraints on Capital flows: What are they?“, IPS Working Paper No. 3, The Institute of Policy Studies (IPS), Singapore, Internet: <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/Asia/Asiahompage.html>.

² Krugman, Paul (04.12.98): „The Return of Demand Side Economics“, Internet: <http://www.wiwiiss.fu-berlin.de/w3/w3collie/krugman/rede.html>; Krugman, Paul (05.10.98): „The Confidence Game“, Internet: <http://www.thenewrepublic.com/magazines/tnr/current/krugman100598.html>; Krugman, Paul (09.04.98); Krugman, Paul (13.10.98): „The Eternal Triangle. Explaining international financial perplexity“, Internet; <http://web.mit.edu/krugman/www/triangle.html>; Krugman, Paul (09.07.98): „It's time to get radical“, Internet: <http://www.pathfinder.com/fortune/investor/1998/980907/sol.html>; Rajan, Ramkishan (1998a): ebd., S. 17 ff.

Kapitalverkehrskontrollen auf kurzfristige Kapitalimporte zu implementieren, um die interne Liberalisierung und Vertiefung des Finanzsystems zu erleichtern. Diese Maßnahmen würden den nachhaltigen Umgang mit volatilen Kapitalimporten fördern und die Länder mittelfristig auf die erfolgreiche Öffnung der nationalen Finanzmärkte für den internationalen Kapitalverkehr vorbereiten.

In der Reihe der zitierten Autoren ist Dani Rodrik der einzige, der Kapitalverkehrskontrollen als dauerhaftes Instrument empfiehlt. Alle übrigen Autoren betrachten Kapitalverkehrskontrollen nicht per se als geeignetes Instrument, sondern bestenfalls als Übergangslösung im Falle einer drohenden Kapitalflucht. Ein Sondervotum kommt von Barry Eichengreen, der seine Argumentation auf institutionelle Faktoren abstellt. Seiner Meinung ist es für Entwicklungsländer angebracht, kurzfristige Kapitalimporte höchstens solange zu vermeiden, bis ein effizientes nationales Finanz- und Bankensystem entstanden ist. Seine Position hebt sich somit deutlich von derjenigen Dani Rodriks ab, der Kapitalverkehrskontrollen per se empfiehlt.

Volatilität, Kapitalimporte und Wirtschaftswachstum

Wirtschaftliche Volatilität gilt spätestens seit John Maynard Keynes als problematisch und unerwünscht. Diese negative Konnotation betrifft auch (und seit der Asienkrise: vor allem) den in der Regel volatilen kurzfristigen internationalen Kapitalverkehr. Neben der Steigerung der Krisenanfälligkeit beziehen die Argumente für Kapitalverkehrskontrollen ihre Logik aus dieser Volatilität: Meist wird implizit behauptet, daß die Vorteile des Importes kurzfristigen Kapitals gering oder gar zu vernachlässigen sind, während die Nachteile der Volatilität und des (unvermeidlichen) Re-Exportes kurzfristigen Kapitals immens ausfallen.

Basierend auf einem neoklassischen Wachstumsmodell zeigten sich in multivariaten Regressionen die folgenden Ergebnisse:

1. Kurzfristige Kapitalimporte korrelieren positiv mit langfristigen Kapitalimporten. Die jeweiligen Finanzierungsinstrumente sind deshalb aller Voraussicht nach keine Substitute sondern bedingen sich möglicherweise gegenseitig. Daraus kann folgen, daß Restriktionen gegenüber kurzfristigem Kapitalverkehr auch die Direktinvestitionen reduzieren. Wenn sich dieser Verdacht bestätigt, sollte ein zu erwartender Rückgang des für die Entwicklung bedeutsamen langfristigen Kapitalverkehrs in die Kosten von Kapitalverkehrskontrollen einbezogen werden.
2. Langfristige Kapitalimporte (FDI) weisen einen signifikant positiven Einfluß auf das Wirtschaftswachstum auf. Der geschätzte Einfluß von Direktinvestitionen

auf das Wirtschaftswachstum in Entwicklungsländern liegt sogar geringfügig über denjenigen Werten, die von nationalen Investitionen ausgehen. Offenbar findet durch Direktinvestitionen ein Technologietransfer statt, der einigen zusätzliche Wachstumsimpulse mit sich bringt. Zumindest scheint die durchschnittliche Produktivität der Investitionen ausländischer Unternehmen oberhalb derjenigen der einheimischen Unternehmen zu liegen.

3. Kurzfristiger Kapitalimport weist einen insignifikant positiven und zudem geringen Einfluß auf das Wirtschaftswachstum auf. Der geschätzte Koeffizient für langfristige Kapitalimporte um den Faktor 4 größer als für kurzfristige Kapitalimporte. Ein Entwicklungsland profitiert demnach, wenn es gelingt, kurzfristige Kapitalimporte möglichst vollständig durch Direktinvestitionen zu ersetzen.
4. Volatilität der Kapitalimporte weist unabhängig von deren Fristigkeit einen negativen Einfluß auf das Wirtschaftswachstum auf. Die Volatilität der kurzfristigen Kapitalimporte ist größer als die Volatilität der langfristigen Kapitalimporte, allerdings senken volatile langfristige Kapitalimporte das Wirtschaftswachstum stärker (um den Faktor 2) als volatile kurzfristige Kapitalimporte.

Somit scheint sich zunächst das Ergebnis herauszukristallisieren, daß kurzfristige Kapitalimporte keine nachhaltig positive Wirkung auf die Ökonomie des importierenden (Entwicklungs-) Landes ausüben. Lediglich die nicht vorhandene Substituierbarkeit kurzfristiger und langfristiger Kapitalimporte spricht gegen eine restriktive Handhabung von Kapitalverkehrskontrollen. Doch dieses Ergebnis hat nur auf den ersten Blick Bestand. Schließlich hat Barry Eichengreen auf den Interaktionseffekt zwischen einer ausländischen Kreditaufnahme und dem Entwicklungsgrad des nationalen Finanzsystems aufmerksam gemacht. Berücksichtigt man diesen Interaktionseffekt, so werden die obigen Ergebnisse zumindest relativiert. Es zeigt sich:

5. Es gibt einen robusten und signifikant positiven Interaktionseffekt zwischen der Volatilität der kurzfristigen Kapitalimporte und der Qualität der nationalen Finanzmärkte. Dieser wirkt folgendermaßen aus: Wenn Länder mit eher unzureichend entwickelten Finanzmärkten volatilen kurzfristigen Kapitalimporten ausgesetzt sind, senken diese das Wirtschaftswachstum, in Ländern mit relativ gut entwickelten Finanzmärkten erhöhen volatile kurzfristige Kapitalimporte das Wirtschaftswachstum.

Faßt man die Ergebnisse dieser Regression in einer übersichtlichen Tabelle zusammen, so wird deutlich, daß volatile kurzfristige Kapitalimporte nur in Ländern mit schlecht entwickelten Finanzsystemen einen negativen Einfluß auf das Wirtschaftswachstum aufweisen. So reduziert hohe Volatilität der Kapitalimporte das Wirtschaftswachstum in Ländern mit schlecht entwickelten Finanzsystemen um etwa

0,5 Prozent jährlich. In Länder mit gut entwickelten Finanzsystemen steigert volatile Kapitalimporte das Wirtschaftswachstum um bis zu 1,2 Prozent.

Volatilität		Entwicklung des Finanzsystems		
		schlechter	besser	
gering	0,01	0,002	-0,001	-0,004
	0,03	-0,002	0,001	0,004
hoch	5	-0,01	0,003	12

Tab. 1: Interaktionseffekt von Finanzsystementwicklung und volatilen kurzfristigen Kapitalimporten auf Wirtschaftswachstum

Wie ist dieses kontra-intuitive Ergebnis, in dem volatile Kapitalimporte in Abhängigkeit von der Entwicklung des Finanzsystems mal ‚gut‘ und mal ‚schlecht‘ sind, zu erklären? Wenn man von unerwünschten Wachstumskonsequenzen der Volatilität ausgeht, besteht eine mögliche Erklärung darin, daß Volkswirtschaften generell, und nicht nur wenn sie kurzfristigen Kapitalverkehr zulassen, Volatilität ausgesetzt sind. Auch geschlossene Volkswirtschaften kennen einen Konjunkturzyklus und weisen zum Teil stark schwankende Investitionsquoten auf. Akzeptiert man nun, daß diese Volatilität das Wirtschaftswachstum reduziert – eine These, die sich (siehe oben) ökonometrisch belegen läßt – so werden volatile Kapitalimporte ambivalent. Sie können nämlich die nationalstaatliche Schwankungen der Investitionsquoten verstärken oder abschwächen, je nachdem, ob die Kapitalimporte prozyklisch oder antizyklisch verlaufen. Es scheint so zu sein, daß Länder mit einem besser funktionierenden Finanzsystem Kapitalimporte eher im Sinne eines keynesianischen Ausgleichs der Investitionsquote instrumentalisieren können als Länder mit einem schlechter organisiertem Finanzsystem.

Kurzfristiger Kapitalverkehr weist demnach einen kontingenten Einfluß auf das Wirtschaftswachstum der Entwicklungsländer auf: die Auswirkungen volatiler Kapitalimporte unterscheiden sich je nach Qualität der nationalen Finanzmärkte. Offenbar sind Länder mit effizienten Finanzmärkten in der Lage, kurzfristige Kapitalimporte zu nutzen, um binnenwirtschaftliche Volatilität (Konjunkturzyklus, Sparquote) auszugleichen. Ländern mit ineffizienten Finanzmärkten gelingt dagegen in der Regel nicht.

Die Ergebnisse der hier berichteten Studie deuten daraufhin, daß der Abfolge regulativer Reformen eine entscheidende Bedeutung für die wirtschaftliche Entwicklung beigemessen werden muß. Mit anderen Worten: Die Frage, ob Entwicklungsländer von der weltwirtschaftlichen Integration profitieren ist nicht unabhängig von ihrer institutionellen Ausgangssituation zu beantworten. Barry Eichengreen

betrachtet Kapitalverkehrskontrollen deshalb zu Recht als temporäres Instrument und mahnt Reformen der Finanzsysteme in den Entwicklungsländern an.

Literaturverzeichnis

- Alesina, Alberto/ Grilli, Vittorio/ Milesi-Ferreti, Gian Maria (1994): „The Political Economy of Capital Controls“, In: Leiderman, Leonardo/ Razin, Assaf (1994): Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment and Growth“, Cambridge University Press, Cambridge.
- Alesina, Alberto/ Tabellini, Guido (1989): „External Debt, Capital Flight and Political Risk“, In: Journal of International Economics, 17, November, S. 199-220.
- Dietsche, Evelyn (1999): Krisenanfälligkeit im Entwicklungsprozeß, unv. Manuskript, Universität Konstanz.
- Dooley, Michael (1995): „A Survey of Academic Literature on Capital Controls over International Capital Transactions“, NBER Working Paper 5352, November.
- Eichengreen, Barry (1998): „Capital Controls: Capital Idea or Capital Folly?“, Internet: <http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/policy.html>.
- Grilli, Vittorio/ Milesi-Ferreti, Gian Maria (1995): „Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls“, IMF Research Department, Working Paper 95/31.
- Graff, Michael (1999): „Financial Development and Economic Growth“, unv. Manuskript, Dresden University of Technology.
- Hanson, James A. (1994): „An Open Capital Account: A Brief Survey of the Issues and the Results“, In: Caprio, Gerard/Atiyas, Izak/Hanson, James A.: „Financial Reforms. Theory and Experience“, Cambridge University Press.
- Krugman, Paul (09.07.98): „It's time to get radical“, Internet:<http://www.pathfinder.com/fortune/investor/1998/980907/sol.html>
- Krugman, Paul (05.10.98): „The Confidence Game“, Internet: <http://www.thenewrepublic.com/magazines/tnr/current/krugman100598.html>
- Krugman, Paul (10.10.98): „Curfews on Capital Flight: What are the options?, Internet: <http://www.mit.edu/people/krugman/curfews.html>.
- Krugman, Paul (13.10.98): „The Eternal Triangle. Explaining international financial perplexity“, Internet: <http://web.mit.edu/krugman/www/triangle.html>.
- Krugman, Paul (04.12.98): „The Return of Demand Side Economics“, Internet: <http://www.wiwiss.fu-berlin.de/w3/w3collie/krugman/rede.html>.
- Rajan, Ramkishan S. (1998a): „Restrains on Capital Flow: What are they?“, IPS Working Paper No. 3, Institute of Policy Studies, Singapore, Internet: <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/Asia/Asiahompage.html>.
- Rajan, Ramkishan S. (1998b): „Sand in the Wheels of International Finance: Revisiting the Debate in Light of the East Asian Mayhem“, Institute of Policy Studies (IPS), Internet: <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/Asia/Asiahompage.html>.

- Rodrik, Dani (1997): Has Globalization gone too far? Institute for International Economics, Washington.
- Rodrik, Dani (1998a): „Rethinking the World Economy“,
Internet:<http://www.ksg.harvard.edu/rodrik/papers.html>.
- Rodrik, Dani (1998b): „Who needs Capital Account Convertibility?“, In: Essays in International Finance No. 207, Princeton University.
- World Bank (1993): „The East Asian Miracle. Economic Growth and Public Policy. Summary“; A World Bank Policy Research Report.
- World Bank (1997): „Private Capital Flows to Developing Countries: the Road to Financial Integration“, Oxford University Press, Oxford.

Geldschöpfung durch internationale Finanzmärkte

von Hans-Michael Trautwein

Vermiðtenanzeige

Im folgenden möchte ich ein Thema ansprechen, das aus der makroökonomischen Literatur verschwunden zu sein scheint: die Geldschöpfung durch internationale Finanzmärkte. Hierunter verstehe ich die Schaffung von Nettoliquidität im Wege der Kreditvergabe durch Banken und bankähnliche Intermediäre, die in ‚regulierungs-armen‘ *offshore*-Geldmärkten und anderen internationalen Finanzmärkten operieren. Dabei ist das Zentralbankgeld eingeschlossen, das z.B. zur Vermeidung von ‚ansteckenden Liquiditätskrisen‘ nachgeschossen wird.

Auf den ersten Blick könnte man einwenden, daß dieses Thema in den aktuellen Debatten um eine Reform der internationalen Finanzarchitektur intensiv verhandelt wird. Eine der Hauptursachen der Asienkrise wird immerhin in der starken Ausweitung der Bankkredite in Thailand und anderen (süd)ostasiatischen Staaten gesehen, die der Öffnung der nationalen Finanzmärkte für *offshore*-Banken ab 1993 folgte. Der Hebeleffekt der kurzfristigen Verschuldung nährte dann die Abwertungsspekulationen, die sich im Sommer 1997 selbst erfüllten. Der genauere Blick auf die aktuellen Diskussionen zeigt allerdings, daß sie sich vornehmlich um die Geschwindigkeit und Haftungsfreiheit drehen, mit der sich Finanzkapital über den Globus bewegt. Das internationale *lending of last resort* im Gefolge regionaler Liquiditätskrisen wird unter dem Aspekt moralischer Risiken (*moral hazard*) problematisiert und nicht mehr allgemein als stabilisierungspolitische Konsequenz eines Strukturwandels im Geldangebot akzeptiert. In diesen Diskussionen fehlt es an systematischen Analysen des Ursprungs der ‚schnellen Gelder‘ und ihrer Wege über normale Transaktionen auf internationalen Finanzmärkten.

Das war in den frühen Tagen der Globalisierungsdebatten anders. In den 70er Jahren gab es reichlich Literatur zu der Frage, wieviel an zusätzlicher Liquidität durch Eurodollarmärkte und andere *offshore*-Märkte geschaffen wird und wie die nationalen Geldschöpfungsmultiplikatoren zu modifizieren sind. Jene Debatte ist seit den frühen 80er Jahren tot. Sie hallt allenfalls noch in einzelnen Lehrbüchern nach; aber auch in deren Neuauflagen sind die Zeitreihen seit anderthalb Jahrzehnten nicht mehr aktualisiert worden.

Nun kann man manche Debatten guten Gewissens in Frieden ruhen lassen, weil sie von der Realität überholt worden sind. Meine Vermißtenanzeige würde vermutlich von vielen Ökonomen mit genau diesem Argument abgetan. In der ‚reinen Theorie‘ geht man gemeinhin davon aus, daß auf internationalen Finanzmärkten Liquidität nicht geschaffen, sondern nur umverteilt wird. Diese analytische Beschränkung gilt auch empirisch als plausibel, weil etliche Studien auf einen Trend der Disintermediation hindeuten. Danach scheint das Geldschöpfungspotential der Geschäftsbanken langfristig zu schrumpfen, weil Investitionen zunehmend direkt über Kapitalmärkte finanziert werden. Außerdem wird darauf verwiesen, daß MengenvARIABLE ihre zentrale Bedeutung für die Geldpolitik verloren haben.

Im folgenden möchte ich diese Sichtweisen auf allen drei Ebenen (Theorie, Empirie, Politik) infragestellen. Es gibt eine Reihe von Indizien dafür:

- daß die analytischen Blickbeschränkungen, die zum Verschwinden der Debatte beigetragen, die Perspektive auf problematische Weise verzerren,
- daß Geldschöpfung auf internationalen Finanzmärkten auch im Zeitalter der Disintermediation stattfindet
- und daß sie Rückwirkungen auf die Geldpolitik haben kann.¹

Analytische Trennungen

Konventionell geschulte Ökonomen mag schon allein die Themenstellung ‚Geldschöpfung auf internationalen Finanzmärkten‘ befremden, weil sie im allgemeinen gelernt haben, die drei Begriffe im Titel fein säuberlich auseinanderzuhalten.

Der Prozeß der *Geldschöpfung* wird heutzutage zwar kaum noch als Marktprozeß der Kreditvergabe betrachtet, sondern in der Regel auf einen Multiplikator reduziert. Dieser bildet Reservehaltungskalküle der Giralgeldproduktion von Geschäftsbanken ab, die sich aus der unvollkommenen Ersetzbarkeit von Zentralbankgeld ergeben und somit politischen Restriktionen unterliegen. Doch wenn der Multiplikator aus einer Kette von Bilanzverlängerungen im Gleichschritt der Banken abgeleitet wird, blitzt noch immer die Magie einer Schaffung von Zahlungsfähigkeit aus dem Nichts auf – ein schwacher Reflex auf die stromgrößenbezogenen Kredittheorien in der *Banking*- und *Loanable Funds*-Tradition, aus deren Sicht die Ent-

¹ Für eine ausführlichere Darstellung der Indizienlage siehe Trautwein (1999).

wicklung des Kreditwesens zu systematischen und periodischen Aufweichungen der Finanzierungsbeschränkungen von Realinvestitionen führt.

In Systematiken der *Finanzmärkte* findet man der Vollständigkeit halber auch ‚Bankkreditmärkte‘. Im allgemeinen werden diese jedoch - wie die anderen Finanzmärkte auch - unter einem bestandstheoretischen Blickwinkel als Vermögensmärkte betrachtet, auf denen vorgegebene Geldbestände gegen verzinsliche oder anderweitig ertragversprechende Forderungen gegen Geld gehandelt werden. Es geht nicht um Geldschöpfung, sondern um Geldhaltung in Relation zu Forderungstiteln. Die Banken spielen hierbei allenfalls die Rolle von Vermittlern; meistens werden sie gar nicht erst von anderen ‚Portfolioanpassern‘ unterschieden. Der Finanzierungsspielraum für Realinvestitionen ist letztlich durch das Geldvermögen bestimmt. Die makrotheoretischen Debatten drehen sich auf dieser Ebene im wesentlichen um die Frage, ob die Vermögensdispositionen im Ergebnis informations- und allokatationseffizient sind oder ob sie eine monetäre Schranke der Produktion unterhalb des hypothetischen Referenzwerts des walrasianischen Vollbeschäftigungsgleichgewichts bilden.²

Mit der Erweiterung der Betrachtung von Finanzmärkten auf die *internationale* Dimension setzt die Vermögensmarktperspektive auch der Geldschöpfung der Multiplikatormodelle eine Grenze. In einem geschlossenen System werden Inflationsprozesse, in denen die Zentralbank die Kreditnachfrage akkommodiert, durch die Flucht aus Geldvermögen in Anteils- und Sachwerte noch verstärkt. In einem offenen System mit internationalen Finanzmärkten besitzen die Vermögensbesitzer hingegen die *exit*-Option der Anlage in wertstabileren Währungen. Ihr Arbitragekalkül zwingt die Zentralbank eines Währungsraumes ohne (effektive) Kapitalverkehrsbeschränkungen zur zinspolitischen Beschränkung der Giralgeldschöpfung, wann immer aus Sicht der Anleger eine Abwertung der betreffenden Währung droht. Das Geldangebot in einem Währungsraum kann somit nicht mehr als autonom betrachtet werden; es steht in Konkurrenz mit ‚harten‘ Währungen. So erscheint es nur logisch, der Öffnung und Globalisierung der Finanzmärkte in den vergangenen Jahrzehnten einen Anpassungsdruck zuzuschreiben, der mit gewisser Regelmäßigkeit Hochzinsphasen und Disinflation induziert und synchronisiert. Wie eingangs angedeutet, scheint die Globalisierung zudem mit Disintermediationsprozessen einherzugehen, die den traditionellen ‚Kreditkanal‘ der Transmission geldpolitischer Impulse und somit den Spielraum der Kreditinstitute in der Giralgeldproduktion weiter einengen.

² Auch neukeynesianische Ansätze, die im sogenannten *Credit View* eher stromtheoretisch argumentieren, gehen von ineffizient harten Finanzierungsbeschränkungen aus; zum Vergleich der neueren mit älteren Kreditmarkttheorien des Geldangebots siehe Trautwein (2000).

Diese schrittweise Erweiterung der analytischen Perspektive von geschlossenen Bankensystemen auf offene Finanzmärkte, die der herrschenden Sichtweise folgt, kann jedoch einseitige Blickbeschränkungen erzeugen. Vor allem stellt sich die Frage, warum die Zinsarbitrage nur anlagesuchenden Vermögensbesitzern und nicht auch kapitalkostenminimierenden Kreditnehmern und zinsspannenmaximierenden Kreditinstituten möglich sein soll. Der Rekurs auf das Argument der Zinsarbitrage beschränkt sich in der Regel auf die Behauptung einer Tendenz zur Zinsparität. Solche hypothetischen Endgleichgewichte des Arbitrageprozesses stellen lediglich Preisrelationen zwischen zwei Währungsräumen dar. Ein fester Zusammenhang zwischen den Zinsen und vorausgegangenen Bestandsveränderungen bei den zugrundeliegenden Forderungen wird zwar meistens unterstellt. Bei Berücksichtigung von gegenläufiger Zinsarbitrage durch Kreditnehmer und Banken kann aber die Existenz multipler und instabiler Portfoliogleichgewichte nicht ausgeschlossen werden. Ein Argument für die Nichteindeutigkeit der Portfoliogleichgewichte entsteht allein schon aus dem Problem, daß Zinsparitäten im Hinblick auf die Anpassungsvariablen unzureichend spezifiziert sind. Betrachtet man beispielsweise die Bedingung der ungedeckten Zinsparität, so ist im Hinblick auf den vorausgehenden Arbitrageprozeß nicht *a priori* bestimmt, ob, wann und in welchem Ausmaß der Inlandszins reagiert - oder der Auslandszins, der Wechselkurs und/oder die Risikoprämie. Selbst wenn man Banken als ‚normale Vermögensanleger‘ modelliert, sind Unterschiede in den Ergebnissen der Bestandsanpassungen zu erwarten, weil die jeweiligen Gewichtungen von Zins-, Wechselkurs- und Kreditrisiken in der Regel voneinander abweichen.

Die Annahme einer ‚gegenläufigen Zinsarbitrage‘ durch Banken ist auch empirisch plausibel. Denn die Globalisierung der Finanzmärkte seit den 70er und 80er Jahren resultiert zum Teil aus Innovationen, mit denen genau jene Reservebeschränkungen des Kredits ausgehebelt werden sollten, die der Lehrbuchmultiplikator in reduzierter Form repräsentiert. Was dabei als Disintermediation erscheint, sind zum Teil nur Mutationen des Bankgeschäfts, die neue Spielräume für die Giralgeldschöpfung eröffnen. Einige Indizien für diesen Prozeß werden in den folgenden Abschnitten präsentiert.

Geldschöpfung auf *offshore*-Märkten

Die Debatte um die Schaffung von Nettoliquidität auf Eurodollarmärkten und anderen *offshore*-Finanzmärkten wurde in den 70er Jahren hauptsächlich im Rahmen der traditionellen ‚mechanistischen‘ Multiplikatoranalyse und ihrer portfo-

liotheoretischen Erweiterungen geführt.³ Da Bargeldabflüsse im internationalen Zahlungsverkehr kaum eine Rolle spielen, läßt sich der *offshore*-Geldschöpfungsmultiplikator vereinfacht wie folgt ausdrücken: $D_1 = R_1 / [1 - c(1-r)]$.

Zu dem auf den Euromärkten geschaffenen Giralgeld (D_1) zählen neben den Sichteinlagen bei *offshore*-Banken vor allem auch handelbare Einlagenzertifikate (CDs). Die Reserven im *offshore*-Banken (R_1) bestehen vornehmlich in Einlagen bei Inlandsbanken desselben Währungsraumes. Die (marginale) interne Verrechnungsquote des *offshore*-Systems wird mit c bezeichnet, die (marginale) Reservequote mit r . In einer weiten Bandbreite von Werten für c und r ergeben sich kombinierte *onshore* + *offshore*-Multiplikatoren, die größer sind als die Multiplikatoren für das korrespondierende geschlossene Inlandsbankensystem. Die simple Arithmetik der Multiplikatoranalyse gab also Anlaß zu der Vermutung, daß *offshore*-Finanzmärkte Spielräume für zusätzliche Giralgeldschöpfung eröffnen.

Die Debatte über international geschaffene Nettoliquidität fand jedoch in den frühen 80er Jahren unter anderem deshalb ein Ende, weil etliche Studien darauf hindeuten schienen, daß die *offshore*-Multiplikatoren den Wert 1 nicht nennenswert übersteigen. Die Ablehnung der Geldschöpfungshypothese gründete auf drei Argumenten.⁴ Erstens wurde darauf hingewiesen, daß ein großer Teil der Kredite auf Eurogeldmärkten lediglich zur Deckung des kurzfristigen Liquiditätsbedarfs von *onshore*-Banken benutzt wird. Da es sich hier um Forderungen handelt, die sich aus konsolidierten Bilanzen des Bankensystems herausaldieren, werden sie nicht geldmengenwirksam; außerdem bilden sie einen temporären Abfluß von Liquidität aus den betreffenden Eurogeldmärkten. Zweitens wurde davon ausgegangen, daß die Einlagen auf Eurogeldmärkten keine Transaktionskonten, sondern vor allem Festgeldanlagen im *cash management* von *onshore*-Banken und Nichtbanken bilden. Drittens war eine Abnahme der Durchschnittslaufzeit der Kredite zu verzeichnen; hieraus wurde geschlossen, daß sich der Grad der Fristentransformation und somit auch der Umfang der geschaffenen Nettoliquidität verringert. Aus dieser Sicht war der Umfang der Eurogeldmärkte allein durch die Größe der Einlagenzuflüsse (R_1) bestimmt – und nicht durch einen multiplikativen Prozeß der Geldschöpfung.

³ Unter Eurodollarmärkten und anderen Euromärkten waren damals nicht Devisenmärkte für eine europäische Gemeinschaftswährung zu verstehen, sondern regulierungsärmere Geld- und Kapitalmärkte außerhalb der Jurisdiktion nationaler Währungsbehörden und Bankenaufsichten. Diese Freihandelszonen für Banken befinden sich nicht nur auf exotischen Inseln oder in diskreten Zwergstaaten, sondern auch in großen Finanzzentren. Für die Herleitung von *offshore*-Multiplikatoren und für die Problematik der Multiplikatoranalyse und ihrer portfoliotheoretischen Erweiterungen siehe Trautwein (1999).

⁴ Vgl. Niehans-Hewson (1976), Folkerts-Landau (1982), Gebauer (1985) und Kim (1993, ch.8).

Es ist schwierig, die Gültigkeit dieser Behauptungen für die 80er und 90er Jahre empirisch zu überprüfen. Zum einen rekurren selbst die Literaturüberblicke der 90er Jahre auf Multiplikatorschätzungen, die allesamt aus der Frühzeit der Euromärkte stammen.⁵ Zum anderen liefern die aktuellen Finanzmarktstatistiken der BIZ und der OECD keine Geldmarktdaten, die eine hinreichend genaue Erfassung und Abgrenzung kurzfristiger Transaktionen von längerfristigen und revolvingen Geschäften erlauben.⁶ In der Berichtsliteratur dieser Institutionen finden sich jedoch gehäuft Hinweise auf:

- eine starke Zunahme der Volumina von handelbaren Einlagenzertifikaten, die den Liquiditätsgrad von *offshore*-Einlagen erhöhen,
- eine zunehmende Nutzung von *offshore*-Banken für den Zahlungsverkehr transnational operierender Unternehmen, die zu Erhöhungen der internen Verrechnungsquoten führt,
- eine zunehmende Verflechtung von internationalen Geldmärkten und Devisenmärkten, die restriktive Zinsvorgaben nationaler Geldpolitik durch Einlagenzuflüsse aus anderen Währungen konterkarieren kann (sofern keine kurzfristigen Abwertungserwartungen vorherrschen) und insofern auf ein eigenständiges Refinanzierungs- und Geldschöpfungspotential von *offshore*-Geldmärkten hindeutet,⁷ sowie
- die Verlegung von nationalen Interbankengeschäften auf *offshore*-Märkte, die durch die Ökonomisierung der Liquiditätsreservehaltung (und implizite Senkung der Reservequoten) das Geldschöpfungspotential nationaler Bankensysteme erhöht.

In ihrer Gesamtheit geben diese Indizien Anlaß dazu, sich in systematischen Studien erneut mit der Hypothese einer Schaffung von Nettoliquidität auf *offshore*-Geldmärkten auseinanderzusetzen. Dazu müßte allerdings die Datenlage verbessert werden.

⁵ So begnügen sich Kim (1993, S.196ff) und Gibson (1996, S. 237ff) sich mit Schätzungen aus den Jahren vor 1976.

⁶ Für die Systematik der Statistiken siehe z.B. BIZ (1995) und die Anhänge in den OECD Financial Market Trends.

⁷ Gegen die Vermutung entsprechender Kontrollverluste der Geldpolitik verweist Gebauer (1985) darauf, daß sich der Euro-DM-Geldmarktsatz in einem ‚Arbitragetunnel‘ zwischen dem deutschen Geldmarktsatz (Obergrenze) und dem – um die Mindestreservekosten bereinigten – deutschen Geldmarktsatz (Untergrenze) bewegt. Menkhoff (1997) zielt in die gleiche Richtung, indem er auf die schwache Evidenz für einen Zinsänderungszusammenhang der US-amerikanischen, deutschen und japanischen Geldmarktsätze abstellt. Allerdings weisen weder Gebauer noch Menkhoff nach, daß die jeweiligen nationalen Geldmarktsätze allein durch die geldpolitischen Instanzen bestimmt bzw. von Einflüssen internationaler Geldmarkttransaktionen unabhängig sind. Mehr hierzu in dem Abschnitt „Geldpolitische Schlußfolgerungen“.

In bezug auf das oben genannte Argument der angeblich fehlenden Fristentransformation ist das Datenproblem nicht nur erhebungstechnischer, sondern auch marktstruktureller Natur. In systematischen Klassifikationen nationaler Finanzmärkte wird gerade unter dem Aspekt der Geldmengenbestimmung noch immer Wert auf Abgrenzungen zwischen Geld- und Kapitalmärkten gelegt, die sich auf die Fristigkeit und Verbriefung von Forderungen beziehen. Auf internationalen Finanzmärkten sind derartige Trennungen kaum noch sinnvoll, da einerseits im kurzfristigen Geldhandel Interbankeinlagen zunehmend durch Wertpapierpensionsgeschäfte ersetzt werden und andererseits die meisten mittel- und langfristigen Bankkredite in revolvingierenden Verfahren (*roll over*) begeben werden. Hierdurch hat sich der Spielraum zur Schaffung von Nettoliquidität durch Fristentransformation jedoch keineswegs verringert.⁸ Dies zeigen die folgenden Betrachtungen.

Geldschöpfung und Verbriefung

Unter dem Stichwort ‚Disintermediation‘ wird in den letzten Jahren vielfach eine Tendenz zur Schaffung marktfähiger Finanzkontrakte durch Verbriefung (*securitization*) diskutiert, die auf eine erhebliche Verlagerung von Finanzierungsprozessen aus den traditionellen Domänen der Kreditinstitute auf direkte Marktbeziehungen zwischen finanziellen ‚Überschuß- und Defiziteinheiten‘ hindeutet. Neben der raschen Verbreitung von amerikanischen Verbriefungsausancen auf andere nationale Finanzmärkte zeigen auch die internationalen Finanzmärkte einen starken Verbriefungstrend. Auf den Euromärkten haben die Emissionen von Anleihen und von kurz- und mittelfristigen, nicht durch Plazierungsgarantien gesicherten Geldmarktpapieren (*commercial paper* und *euro medium term notes*) seit den frühen 80er Jahren um mehr als das Zehnfache zugenommen. Da mit diesem Trend eine (relative) Abnahme von Buchkrediten und Bankeinlagen einhergeht, scheint er die Giralgeldschöpfung national wie international zu verringern. An die Stelle der Schaffung zusätzlicher Zahlungsfähigkeit in Nettokreditströmen tritt offensichtlich die Umverteilung von Geldbeständen.

Es wäre jedoch voreilig, von der Verbriefung direkt auf Disintermediation im Sinne eines Bedeutungsverlustes der Banken und ihres Geldschöpfungspotentials zu schließen. Erstens umfaßt die wertpapierunterlegte Beschaffung von Fremdmitteln zu einem guten Teil die Emission von Bankschuldverschreibungen, mit denen

⁸ Im Bereich der internationalen Bankkredite zu festen Konditionen hat der Grad der Fristentransformation in den 80er und 90er Jahren offenkundig zugenommen. Gibson (1996, S.241ff) zeigt dies beispielhaft anhand von Lorenzkurvenverschiebungen für ‚Eurosterlingkredite‘.

Kreditinstitute ihr Aktivgeschäft refinanzieren. Zweitens wird die Begebung von Schuldverschreibungen durch Endkreditnehmer in der Regel von Banken organisiert und auch dann durch Arbitragegeschäfte und Dienstleistungen im Risikomanagement abgesichert, wenn keine Plazierungsgarantien bestehen.⁹ Drittens sind die Intermediäre, die Bankkredite durch verbriefte Kredite ersetzen (z.B. Geldmarktfonds), in vielen Fällen Tochterunternehmen von Bankkonzernen. Unabhängig von den Besitzverhältnissen handelt es sich bei einem großen Teil dieser Intermediäre um institutionelle Ausweichinnovationen gegenüber Bankenregulierungen.

Während im Kreditgeschäft traditionelle Domänen der Banken von anderen Intermediären übernommen werden, expandieren Geschäftsbanken im Bereich des Wertpapiergeschäfts um die Aktivseiten ihrer Bilanzen zu optimieren.¹⁰ Es ist zu vermuten, daß Banken Wertpapiere überwiegend im Wege der Schaffung neuer Einlagen oder des bargeldlosen Zahlungsverkehrs mit anderen Banken erwerben. Sofern das Wertpapiergeschäft von Banken annähernd im Gleichschritt expandiert, wird ein großer Teil der Interbankverbindlichkeiten im Clearing herausaldiert. Folglich unterscheidet sich die Geldschöpfung bei einer allgemeinen Zunahme verbriefter Finanzierungen nicht wesentlich vom altbekannten Multiplikatorprozeß der Bilanzverlängerung mit Buchkrediten.

Die Verbriefung macht auch für die Kreditnehmer keinen großen Unterschied, sofern sie ‚marktfähig‘ sind – wobei anzumerken ist, daß die Schwellen der Marktfähigkeit in Kreditzyklen gesenkt und angehoben werden. Die Verbriefung mag zwar gegenüber der traditionellen Hausbankfinanzierung zusätzliche Kosten der Publizität und Verluste von ‚Treueprämien‘ und flexiblen Kreditlinien bedeuten. Gleichwohl bleibt die Fristentransformation in der Regel dadurch gewahrt, daß Kreditnehmer den Zeithorizont ihrer Finanzierungen nicht verkürzen müssen. Wenn die entsprechenden Wertpapiere in den Portfeuilleen der Banken gehalten werden oder im Bankensystem zirkulieren, wird im Bankensystem *de facto* Nettoliquidität geschaffen. Folglich kann man von einer Verlagerung von Krediten aus den Büchern der Banken in verbriefte, handelbare Forderungen nicht *per se* auf eine Verringerung des Geldschöpfungspotentials der Banken schließen. Das Geldschöpfungspotential kann vielmehr noch dadurch gesteigert werden, daß Banken die Verbriefung dazu nutzen, die Aktivseite ihrer Bilanzen im Blick auf Eigenkapitalvorschriften zu entlasten. So können sie an der nicht-bilanzwirksamen Vermarktung von Wertpapieren und an anderen Gebühren verdienen und zugleich Spielräu-

⁹ In diesem Sinne trifft Hellwigs allgemeines Urteil auch hier zu: ‚[I]n practice contracting does rely on the intervention of institutions that serve to make „markets“. Economists performing the repertory play „Banks versus Markets“ should therefore be aware that the title is a bit of a misnomer.‘ (1998, S.332)

¹⁰ Siehe Santos (1998).

me für die Kreditvergabe zurückgewinnen - und zwar selbst dann, wenn sie die Wertpapiere in ihren Portefeuilles halten. Auf die hiermit verbundenen Gefahren für die Stabilität des Bankensystems auf nationaler und internationaler Ebene ist im folgenden Abschnitt zurückzukommen.

Geldpolitische Schlußfolgerungen

Das Verschwinden der Debatte über Geldschöpfung auf internationalen Finanzmärkten wird häufig auch damit begründet, daß die Geldpolitik in den USA und anderswo in den frühen 80er Jahren von der Geldmengensteuerung zur Zinssteuerung zurückkehrte. Zudem wird darauf verwiesen, daß die Differentiale zwischen den kurzfristigen Zinssätzen auf den *offshore*-Märkten (z.B. Dreimonatssätze für Eurodollar-, Eurosterling- oder Euro-DM-Einlagen) und den entsprechenden *reservebereinigten* Inlandszinsen nach der Abschaffung von Kapitalverkehrskontrollen jeweils gegen Null gegangen sind. Auf der Basis dieser Entwicklungen setzte sich die Ansicht durch, daß das Geschäft von *offshore*-Banken keine besondere Rolle für die Geldpolitik spielt.¹¹ Einige kritische Anmerkungen sind jedoch angebracht.

Erstens fand die Abkehr von der Geldmengensteuerung in den USA, Großbritannien und anderswo vor allem deshalb statt, weil die langfristige Stabilität der Zusammenhänge von relevanten Geldmengenaggregaten und nominalem Sozialprodukt nicht mehr gegeben war. Da die beobachteten Instabilitäten der ‚Geldnachfrage‘ offenkundig durch eine Reihe von Finanzinnovationen ausgelöst wurden, ist nicht auszuschließen, daß Aktivitäten von *offshore*-Banken die Kontrollverluste in der Geldmengensteuerung mitverursacht haben.

Zweitens wird von den relativ geringen *onshore/offshore*-Zinsdifferenzen darauf geschlossen, daß die Zentralbanken auch die *offshore*-Banken unter zinspolitischer Kontrolle haben. Es ist sicherlich nicht zu bestreiten, daß extrem restriktive Maßnahmen der Zinspolitik auf die *offshore*-Zinsen durchschlagen. In ‚normalen Zeiten‘ kann die Zinsarbitrage allerdings auch gegenläufig wirken. Gradualistische Disinflationierungsversuche werden nicht selten durch Einlagenzuflüsse aus internationalen Märkten konterkariert, so daß ‚Zinsschocks‘ letztlich als unumgänglich erscheinen. Die gängigen Vergleiche von *reservebereinigten* Inlandszinsen und Euromarktzinsen können nichts über die Kausalitäten der Zinsanpassungen aus-

¹¹ Siehe z.B. Gebauer (1985), Marston (1995, ch.3) und Krugman/Obstfeld (1997, ch.22).

sagen. Wer die dazugehörigen Mengenentwicklungen ignoriert, hat das Problem eines ‚Vakuums im Zentrum des Prozesses der Geldpolitik‘ (Friedman 1987, S.440 – Benjamin, nicht Milton!).

Drittens resultieren aus dem Trend zur Verbriefung von Kreditforderungen auch destabilisierende Effekte. Zwar können Banken durch die Verbriefung Kreditausfall- und Ertragsrisiken auf die Wertpapierkäufer abwälzen und die Aktivseite ihrer Bilanzen im Blick auf Eigenkapitalvorschriften entlasten. Da die guten Risiken naturgemäß leichter ‚verbriefbar‘ sind, wird aber die Diversifikation der Risiken in den Kreditportefeuilles der Banken tendenziell vermindert. So gesehen sind nicht die Ausfall- und Ertragsrisiken der Wertpapierkäufer das Problem, sondern die Ausfall- und Ertragsrisiken, die bei den Banken verbleiben. Dieses Problem wird noch dadurch verschärft, daß Banken Wertpapiere erwerben, um ihr ‚Quasi-Eigenkapital‘ zu erhöhen.¹² Weil hiermit in Haussezeiten auch das Potential zur direkten Kreditschöpfung steigt, können Eigenkapitalvorschriften über die Marktwertschwankungen der Wertpapierportefeuilles ungewolltermaßen prozyklische Wirkung entfalten.

Zwar werden derzeit Anpassungen der Eigenkapitalvorschriften geplant, die auf eine genauere Erfassung und Einrechnung der Kreditrisiken abzielen. Doch ein differenzierteres Rating bedeutet noch nicht, daß Systemrisiken korrekt antizipiert werden und ein riskantes Parallelverhalten einer Vielzahl von Banken unterbunden wird. Schließlich ist auch kaum zu erwarten, daß der Wettlauf von Bankenregulierungen und (Ausweich-)Innovationen, der in der Vergangenheit immer wieder zu Anpassungen der Eigenkapitalvorschriften geführt hat, mit der neuesten Reform beendet sein wird.

Theoretischer Ausblick

Unter dem ordnungspolitischen Blickwinkel einer effizienteren Bankenaufsicht findet also noch immer eine Debatte über die Geldschöpfung auf internationalen Finanzmärkten statt, die nunmehr allerdings eher mikrotheoretisch ausgerichtet ist. Da man in der Geldpolitik letztlich keine strikte Trennung von Ordnungs- und Prozeßpolitik vornehmen kann, sollte das Phänomen auch wieder makrotheoretisch betrachtet werden. Dabei ist es allerdings kaum sinnvoll, auf die traditionelle

¹² Nach den Vorschriften des Basler Konkordats konnten *offshore*-Banken jedenfalls noch bis zum Zeitpunkt der Abfassung dieses Aufsatzes (Anfang 2000) bis zu 45% des Marktwertes ihrer Wertpapiieranlagen als zweitrangiges Kapital zum erstrangigen Eigenkapital hinzurechnen.

Multiplikatorenanalyse – sei es in Fixkoeffizientenmodellen, sei es in portfolio-theoretischen Erweiterungen – zurückzugreifen. Vielversprechender scheint die Modellierung von Finanzakzeleratoren, wie sie derzeit im sogenannten *Credit View* entwickelt werden.¹³ In der internationalen Erweiterung von Akzeleratoransätzen kann man z.B. Entwicklungsländer analog zu den ‚peripheren Kreditnehmern‘ (kleine Unternehmen, Privatpersonen) modellieren, die keinen oder nur beschränkten Zugang zu Wertpapiermärkten haben und in besonderer Weise auf die Finanzierung und Bewertung durch Banken angewiesen sind. Wechselkursbindungen, andere Selbstbindungen der nationalen Wirtschaftspolitik wie auch Hauptexportgüter spielen in solchen Modellen eine ähnliche Rolle wie Kreditsicherheiten in den einfachen Akzeleratormodellen: Sie werden unter bestimmten Bedingungen schon durch relativ geringe Zinsbewegungen entwertet, die durch die national ausgerichtete Politik international dominanter Zentralbanken entstehen und andernorts regionale Finanzierungsbeschränkungen erzeugen bzw. verschärfen. Auf diese Weise läßt sich die makrotheoretische Analyse der Geldschöpfung auf internationalen Finanzmärkten mit der Erklärung von Phänomenen wie der Asienkrise verbinden. Mit Arbeiten in dieser Richtung möchte ich dazu beitragen, daß man die eingangs aufgegebene Vermissenanzeige in nicht allzu ferner Zukunft *ad acta* legen kann.

Literatur

- Bernanke, B./ Gertler, M./ Gilchrist, S. (1999), The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework. *Handbook of Macroeconomics* 1C, hrsg. von J.B. Taylor und M. Woodford. Amsterdam: North-Holland. 1341-1393.
- BIZ (1995), *The BIS Statistics on International Banking and Financial Market Activity*. Basel.
- Folkerts-Landau, D. (1982), Potential of External Financial Markets to Create Money, Credit, and Inflation. *IMF Staff Papers* 29, 77-107.
- Friedman, B. (1987), Monetary Policy Without Quantity Variables. *American Economic Review* 78 (2), 440-445.
- Gebauer, W. (1985), Geldschöpfung am Euro-DM Markt und Geldmengenkontrolle der Bundesbank. In *Der volkswirtschaftliche Sparprozeß*, hrsg. von W. Ehrlicher. Berlin: Duncker & Humblot. 669-92.
- Gibson, H. (1996), *International Finance: Exchange Rates and Financial Flows in the International Financial System*. Harlow: Longman.
- Hellwig, M. (1998), Banks, Markets, and the Allocation of Risks in an Economy. *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 154, 328-45.
- Kim, T. (1993), *International Money and Banking*. London: Routledge.
- Krugman, P. / Obstfeld, M. (1997), *International Economics* (4. Aufl.). Reading: Addison Wesley.
- Marston, R. (1995), *International Financial Integration. A Study of Interest Differentials Between Major Industrial Countries*. Cambridge: University Press.

¹³ Siehe z.B. Bernanke/Gertler/Gilchrist (1999) und weiterführende Überlegungen in Trautwein (2000).

- Menkhoff, L. (1997), Steuerung der Zinsen bei globalen Finanzmärkten? In *Finanzmärkte*, hrsg. von B. Gahlen u.a. Tübingen: J.C.B. Mohr. 299-322.
- Niehans, J. / Hewson, J. (1976), The Eurodollar Market and Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking* 8 (1), 1-27.
- Santos, J. (1998), *Commercial Banks in the Securities Business: A Review*. BIS Working Paper 56. Basel.
- Trautwein, H.-M. (1999), Structural Change in International Financial Markets and the Money Supply. In: *Economic Dynamics and Economic Policy*, hrsg. von J.R. Teixeira und F.G. Carneiro. Brasilia: Editora Universa. 117-146.
- Trautwein, H.-M. (2000), The Credit View, Old and New. *Journal of Economic Surveys* 14 (2), 37-71.

Währungsgeschäfte als Krisenmotor

von Beate Reszat

Nach den jüngsten Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten wird vielerorts über eine neue internationale Finanzarchitektur nachgedacht und versucht, Lehren aus Ereignissen wie Asienkrise und Rußlanddebakel und den damit einhergehenden Erschütterungen des Systems zu ziehen. Weitgehende Einigkeit besteht darüber, daß es zur Eindämmung derartiger Entwicklungen einer verstärkten Kontrolle von Finanzaktivitäten und -akteuren bedarf. Das Augenmerk konzentriert sich hier vor allem auf die kurzfristigen Kapitalströme, die in die sogenannten Emerging Markets, die aufstrebenden Länder Asiens, Lateinamerikas und Osteuropas fließen, und auf diejenigen Marktteilnehmer, die vielfach als Hauptschuldige und treibende Kraft in den Krisen betrachtet werden wie etwa die hochrisikofreudigen Hedgefonds, die mit großem Kapitaleinsatz unter Ausnutzung von Hebelwirkungen operieren. Beides zielt in mancher Hinsicht am Kern der Dinge vorbei.

Was die Kapitalströme betrifft, mag es für ein einzelnes Land wie Korea oder Thailand höchst prekär sein, daß bei dem geringsten Anzeichen einer Krise ihr Abzug droht. Für Dauer und Ausmaß einer Spekulationsbewegung und damit auch die Gefahr einer Ansteckung anderer Länder sind sie von untergeordneter Bedeutung. Hierfür kommt es vor allem darauf an, wie stark der Strudel ist, in den die Währung des Landes gerissen wird, und wie schnell es gelingt, die Erwartungen in den Devisenhandelsräumen der Welt in eine andere Richtung zu lenken. Vielfach werden in der öffentlichen Diskussion nur die Kapitalbewegungen internationaler Investoren gesehen, nicht aber die Währungsgeschäfte, die die Kurse der Länder in so fataler Weise beeinflussen und dabei der Spekulation in selbstverstärkenden Prozessen immer neue Nahrung bieten, bis den wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern letztlich jeder Handlungsspielraum genommen ist.

Für die Politik muß es in diesem Zusammenhang darum gehen, sobald sich eine Krise ankündigt, entsprechende Wechselkurserwartungen im Keim zu ersticken oder so schnell wie möglich in eine andere Richtung zu lenken und/oder den exzessiven Handel in den betreffenden Währungen zu unterbinden. Die Frage ist angesichts der Erfahrungen, die mit offiziellen Währungsinterventionen und anderen Maßnahmen seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems gemacht worden sind, ob so etwas überhaupt gelingen kann. Die Antwort lautet: Kurse und Erwartungen lassen sich vielleicht nicht unmittelbar beeinflussen, doch ist es durchaus vorstellbar, daß bestimmten unerwünschten Aktivitäten im Markt Einhalt geboten wird. Um das nachzuvollziehen, ist es notwendig, sich mit den wichtigsten Marktmechanismen und Akteuren im Devisenhandel vertraut zu machen.¹

Beobachter betonen immer wieder, wie sehr sich doch das Geschehen auf den internationalen Finanzmärkten in den letzten Jahren geändert hat:

- Neue Länder und Regionen sind als Kreditnehmer und Investitionsziele international in Erscheinung getreten;
- es gibt neue "global players" wie Finanzinstitute aus den Emerging Markets, transnationale Unternehmen und institutionelle Investoren und
- es wurden neue Technologien und neue, immer komplexere Finanzinstrumente entwickelt.

Diese Sichtweise erkennt, daß zumindest im Bereich des Devisenhandels vieles beim alten geblieben ist: Der Haupthandel hier findet immer noch in traditionellen Instrumenten - per Kasse, per Termin oder in Form von Devisenswaps statt. Im April 1998 betrug der tägliche Devisenumsatz weltweit geschätzt 1,49 Billionen Dollar, wovon etwa 40% auf Kassa- und 60% auf Swap- und Termingeschäfte entfielen. Was sich geändert hat, ist vor allem das Marktvolumen, das in den vergangenen zehn Jahren drastisch gestiegen ist. Dieser Anstieg muß als einer der Hauptgründe dafür gesehen werden, daß die Märkte immer volatiler geworden sind und die Währungsrelationen immer weniger den traditionellen Vorstellungen entsprechen, nach denen die Kursentwicklung die relativen Preise und andere fundamentalwirtschaftliche Einflußfaktoren in den Ländern widerspiegelt.

Ein Teil der Geschäfte, die dieses Wachstum ausmachen, kann nur als exzessiv bezeichnet werden und ist damit gerade in Krisenzeiten ein unerwünschtes Phäno-

¹ Eine ausführlichere Behandlung dieses Themas findet sich in Beate Reszat: Currency Trading and International Financial Instability, in: Intereconomics, March/April 1999, S. 64-71. Vgl. zu einer detaillierten Beschreibung der hier angesprochenen Geschäftsarten und Aktivitäten auch Beate Reszat: Währungsmanagement von Unternehmen, Stuttgart 1991.

men. Die Frage ist nur, welcher Teil? Die Diskussion darüber, was unter exzessiven Währungsgeschäften zu verstehen ist, ist so alt wie der Handel selbst. "Exzessiv" bezieht sich nach allgemeinem Verständnis in irgendeiner Form auf den spekulativen Handel mit Währungen, also auf diejenigen Geschäfte, die in keinem Zusammenhang mit anderen Waren-, Dienstleistungs- oder Finanztransaktionen stehen und allein zu dem Zweck stattfinden, aus einer offenen Währungsposition einen Gewinn zu erzielen. Eine weitergehende Definition, die etwas genauer ist, besagt, daß unter Spekulation jede Begründung oder auch nur Inkaufnahme einer offenen Fremdwährungsposition verstanden wird, also einer Position, der keine entsprechende gegenläufige Forderung oder Verbindlichkeit in gleicher Höhe, gleicher Währung oder gleicher Fristigkeit gegenübersteht: Erwartet beispielsweise eine deutsche Bank in einem Monat einen Zahlungseingang in US-Dollar und steht dem nicht zu jenem Zeitpunkt ein Zahlungsausgang in gleicher Höhe und gleicher Währung gegenüber, so befindet sie sich mit diesem Betrag im Währungsrisiko. Sobald sich der Kurs des US-Dollar gegenüber der D-Mark verschlechtert, sinkt der Wert ihrer Fremdwährungsposition in heimischer Währung, steigt er dagegen, hat sie die Möglichkeit, einen Währungsgewinn zu machen.

Beobachter sind sich weitgehend einig darüber, daß Spekulation in einem Markt eine nützliche Funktion erfüllen kann, dadurch, daß sie ihm beispielsweise die nötige Tiefe verschafft und so übermäßige Kursschwankungen vermeiden hilft. Ebenso einig ist man sich aber auch, daß ihr Einfluß in dem Moment, in dem eine Krise droht, tückisch sein kann. Um zu entscheiden, wie gegen derartige Exzesse vorgegangen werden kann, ist es notwendig, sich mit den Techniken des Handels näher zu befassen.

Spekuliert werden kann im Grundsatz in allen drei Arten traditioneller Währungsgeschäfte, also per Kasse, per Termin oder mit Hilfe von Devisenswaps. So lassen sich per Kasse thailändische Baht kaufen und nach einer gewissen Zeit, wenn der Kurs dieser Währung gestiegen ist, wieder verkaufen. Der Nachteil dieser Geschäftsform ist, daß Liquidität gebunden wird und Finanzierungs- oder Opportunitätskosten entstehen. Letzteres gilt allerdings nur für solche Akteure, die nicht direkt am Markt handeln. Im Interbankenhandel muß die Währung nicht geliefert werden, sondern kann innerhalb von zwei Werktagen durch ein Gegengeschäft beglichen werden, wobei von den Parteien nur Gewinn und Verlust zu zahlen sind.

Die Modalitäten sind hier ähnlich wie bei traditionellen Termingeschäften. Bei einer herkömmlichen Terminspekulation wird eine Währung für eine bestimmte Zeit zum Beispiel für einen, drei oder sechs Monate oder auch für längere Fristen - gekauft oder verkauft, in der Hoffnung, aus einer Differenz zwischen dem verein-

barten Terminkurs und dem Kassakurs bei Fälligkeit einen Gewinn zu erzielen, wobei aufgrund bestehender Marktunsicherheiten am Ende des Zeitraums ebenfalls nur der entstehende Kursgewinn oder -verlust beglichen wird. Der Nachteil dieser Transaktionsart liegt vor allem in der geringen Flexibilität aufgrund der langen und zu starren Fristen begründet.

Die dritte und mittlerweile weltweit häufigste Art des Handels, die Devisenswaps, lassen sich ebenfalls zu spekulativen Zwecken einsetzen, was nicht unmittelbar ersichtlich ist, handelt es sich doch bei dieser Art Geschäfte eigentlich nur um einen Tausch zweier Währungen auf Zeit. In der klassischen Form wird hierbei, technisch gesehen, ein Kassageschäft mit einem Termingeschäft kombiniert. Beide Bestandteile werden in der Regel zum gleichen Zeitpunkt mit dem gleichen Handelspartner abgeschlossen. Eine Bank verkauft beispielsweise einer anderen per Kasse D-Mark gegen Dollar und kauft gleichzeitig die D-Mark per Termin wieder zurück. Zu spekulativen Zwecken können Swapgeschäfte zur Verlängerung sowohl von Kassa- als auch von Termingeschäften eingesetzt werden. Wie das funktioniert, läßt sich an einem einfachen Beispiel verdeutlichen:

Ein Devisenhändler hat per Kasse Baht gegen Dollar verkauft in der Hoffnung, sie in zwei Tagen, wenn sein Kassageschäft fällig wird - er also die Dollar erhält und die Baht liefern muß -, zu einem niedrigeren Kurs als dem vereinbarten am Markt beschaffen zu können. Nach zwei Tagen stellt er jedoch fest, daß die erhoffte Kursentwicklung noch nicht eingetreten ist, und er seine Baht eigentlich noch eine Woche behalten möchte, weil der Baht seiner Ansicht nach weiter sinken und der Dollar weiter steigen wird. Aus dem Kassageschäft hat er aber die Verpflichtung, die Baht jetzt zu liefern. Was kann er tun?

Der Händler schließt ein Swapgeschäft ab, mit dem er Baht per Kasse kauft und per 1 Woche gleichzeitig und zu einem fest vereinbarten Kurs gegen Dollar wieder verkauft. Mit den Kassa-Baht, die er aus dem Swapgeschäft erhält, begleicht er sein vorheriges Kassageschäft, bei dem er jetzt Baht liefern muß und Dollar erhält (diese Dollar muß er im Kassateil des Swapgeschäftes hingeben). Damit ist jenes erste Geschäft kompensiert. Was übrig bleibt ist der "lange" Teil des Swapgeschäftes: Nach einer Woche erhält er daraus Dollar und muß dafür Baht liefern. Ist der Kurs des Baht wie erwartet zwischenzeitlich gesunken, kann er die Baht mit den Dollar jetzt günstiger auf dem Kassamarkt beschaffen und die Differenz zu dem im Swapgeschäft vereinbarten Preis einstreichen. Ist seine Erwartung dagegen immer noch nicht eingetreten, kann er ein neues Swapgeschäft abschließen, mit dem er seine Position in Baht neu etabliert.

Diese Art Aktivitäten garantiert den Marktteilnehmern eine hohe Flexibilität. Sie bietet zumindest eine, wenn nicht sogar die wichtigste Erklärung dafür, warum der Handel mit Swaps weltweit in einer Zeit starker Währungsturbulenzen so sehr zugenommen hat und mittlerweile sogar den Kassahandel übertrifft. Die Fristen sind dabei in der Regel sehr viel kürzer als in dem gewählten Beispiel. Ein Großteil der Geschäfte hat eine Laufzeit von weniger als einer Woche – die kleinste Zeitspanne, die die Statistik ausweist. Besondere Bedeutung kommt hier beispielsweise den Tagesswaps, auch Tomorrow Next oder Tom Next genannt, zu, mit denen sich eine offene Position für einen Tag verlängern läßt. Die Flexibilität in den Reaktionen auf Marktentwicklungen ist ein Aspekt, den auch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) im Zusammenhang mit diesen Geschäften betont: '...foreign exchange swaps are often initiated to move the delivery date of foreign currency originating from spot or outright forward transactions to a more optimal point in time. By keeping maturities to less than a week and renewing swaps continuously, market participants maximise their flexibility in reacting to market events.'²

Welches sind nun die Hauptakteure auf den Märkten, die sich dieser Instrumente bedienen? Nicht die Hedgefonds, wie eine BIZ-Statistik zeigt, die alle drei Jahre Handelsvolumen und -zusammensetzung nach Geschäftsarten und Marktteilnehmern ermittelt. Danach entfallen in London, dem mit Abstand größten Devisenhandelszentrum weltweit, gerade einmal neun Prozent auf Geschäfte mit Nichtbanken-Finanzinstituten, wozu neben den Hedgefonds beispielsweise auch Pensionsfonds zählen. Der weitaus überwiegende Teil sind Interbankgeschäfte. Sie machten im vergangenen Jahr 83 Prozent des Handels aus.

² Bank for International Settlements: Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1995, Basle 1996, S. 18.

Banken sind es also, die das Währungsgeschehen maßgeblich beeinflussen. Dabei ist die Zahl der Beteiligten, denen in einer regionalen Krise Gewicht zukommt, durchaus überschaubar. Im Devisenhandel ist die Marktkonzentration generell hoch. Weltweit gibt es schätzungsweise dreißig bis vierzig Banken, die in größerem Umfang ständig international aktiv sind. In London beispielsweise haben die zehn führenden Institute einen Marktanteil von 50 Prozent. Nur wenige unter ihnen sind auf Emerging-Markets-Währungen spezialisiert. Nach Angaben der US Federal Reserve gibt es in dem Land mit dem nach London zweitgrößten Devisenmarkt der Welt - auf New York entfielen 1998 etwa 18 Prozent des Gesamthandels - nur 15 Händler, die größere Beträge in thailändischen Baht handeln, 14 in brasilianischen Real, fünf in koreanischen Won und in Rußlands Währung sogar nur zwei. Die Währungsgewinne, die sie für ihre Institute erwirtschaften, dürften erheblich sein, auch wenn hierzu kaum Zahlen vorliegen. Für 1997, das Jahr, in dem die Asienkrise ausbrach, berichteten amerikanische Banken wie die Chase Manhattan, Bank of America und Merrill Lynch von einer Steigerung ihrer Währungsgewinne insgesamt um 60 bis 70 Prozent. Diese Institute waren, so hieß es, keine Ausnahme (vgl. Tabelle 1).

Der Kreis der Banken an der Spitze ist von Währung zu Währung fast immer gleich. Nach Umfragen der Zeitschrift Euromoney steht beispielsweise im Handel

Tabelle 1: Währungsgewinne im Jahr der Asienkrise¹

	1997	1996	Veränderung in %
Citibank ²	1,043.0	640.0	63
Chase ²	572.0	341.0	68
Bank of America ²	312.0	269.0	16
JP Morgan ²	302.0	206.0	47
State Street	170.0	91.0	87
Bank of New York ³	87.0	43.0	102
Republic National	86.3	73.9	17
Northern Trust	77.8	42.7	82
Bank Boston	57.0	37.0	54

¹ Währungsgewinne für 1996 u. 1997 bis zum jeweiligen Ende des dritten Quartals in Millionen US-\$.
² Einschließlich Zinseinkommen.
³ Einschließlich Einkommen aus anderen Handelsgeschäften.
Quelle: Financial Times, 28.10.1997.

mit asiatischen Währungen die Citibank auf Platz Eins, gefolgt von der HSBC und der Standard Chartered Bank, während sich die Deutsche Bank und die Chase Manhattan Platz Vier teilen. Für Lateinamerika sind die ersten drei Plätze von der Citibank, der Chase Manhattan und der Bank of America belegt, danach kommen die Deutsche Bank und JP Morgan. Bei den osteuropäischen Währungen nimmt die Deutsche Bank nach der Citibank den zweiten Platz ein, gefolgt von Chase Manhattan, JP Morgan und ABN Amro (Tabelle 2). Auf diese und andere führende Institute richtet sich das Hauptinteresse, sie gilt es einzubinden, wenn es darum geht, dem freien Fall der Währungen in einer Krise vorzubeugen.

Wie könnte eine entsprechende Regelung aussehen? Vielleicht so, wie es sich der Vertreter der Weltbank Wolfgang Reinicke vorstellt, der seine Ideen jüngst in einem bemerkenswerten Buch zu einer Global Public Policy³ dargelegt hat: Ein weltweites Informationsnetz, das zwischen Politik, Wirtschaft und Gesellschaft aufgespannt wird, legt in einem Konsens, der in Diskussionen laufend überprüft wird, eine Art minimaler Verhaltensstandards fest. Neben IWF, Weltbank und Nichtregierungsorganisationen (NGOs) könnten die Banken selbst an diesem Prozeß direkt beteiligt sein. Dabei könnte etwa, wie Reinicke jüngst in einem Zeitungsinterview vorschlug, in den Instituten ein "moral intelligence officer" angestellt sein, der über die Einhaltung der Standards wacht und aufpaßt, "daß nicht gezockt wird". Käme es dennoch zu groben Verfehlungen, würden die Betreffenden öffentlich an den Pranger gestellt oder in anderer Weise unter Druck gesetzt.

³ Wolfgang Reinicke: Global Public Policy Governing without Government?, Washington, D.C. 1998.

Tabelle 2: Führende Banken im Handel in Emerging-Market-Währungen

Asiatische Währungen	Osteuropäische Währungen	Lateinamerikanische Währungen
1 Citibank	1 Citibank	1 Citibank
2 HSBC	2 Deutsche Bank	2 Chase Manhattan
3 Standard Chartered Bank	3 Chase Manhattan	3 Bank of America
4 = Chase Manhattan	4 JP Morgan	4 = Deutsche Bank
4 = Deutsche Bank	5 ABN Amro	4 = JP Morgan
6 ABN Amro	6 ING Barings	6 ABN Amro
7 = Crédit Agricole Indosuez	7 Merrill Lynch	7 Bank of Boston
7 = Bank of America	8 Société Générale	8 HSBC
9 Barclays Capital	9 HSBC	9 ING Barings
10 SBC Warburg Dillon Read	10 Bayerische Vereinsbank	10 Merrill Lynch

Quelle: Euromoney, Mai 1998.

Finanzministerien, Zentralbanken und Aufsichtsbehörden in den großen Industriestaaten verfügen im allgemeinen über eine reichhaltige Palette formeller und vor allem informeller Methoden, die sich zu diesem Zweck einsetzen ließen. Zu betonen ist, daß es mit diesen Vorstellungen nicht darum geht, ein mechanisches Schema von Regeln zu entwickeln, das sich im Zweifelsfall doch nur als starr und ineffizient erweisen würde, sondern darum, die informellen Spielräume zu nutzen, die sich aus dem tagtäglichen Umgang zwischen Institutionen, Aufsichtsbehörden, Politik und Banken ergeben, und nach einem eindeutigen Katalog von Verhaltensrichtlinien flexibel auf Konstellationsänderungen zu reagieren. Die Erfahrung nicht nur in der jüngsten Asienkrise sondern auch bei anderen Gelegenheiten wie im Fall Barings oder LTCM - hat gezeigt, daß es schon lange bevor sich eine Situation zuspitzt, viele Zeichen für "Anomalitäten" oder "Schieflagen" im Markt gibt, und Gerüchte und Vermutungen sowie erste Anzeichen von Nervosität bei einer wachsenden Zahl von Akteuren auftreten. Dies ist der Moment, den Hauptbeteiligten entschieden Zurückhaltung zu signalisieren. Ein international abgestimmtes Vorgehen ist hierbei notwendig, um gleiche Bedingungen für alle Institute sicherzustellen und nicht in einen Aufsichtswettbewerb der Nationen zu geraten.

Wenn sich dieser Weg nicht bewährt und sich die Banken dem Diktat der internationalen Gemeinschaft nicht unterwerfen, könnte auch über Alternativen nachgedacht werden. Denkbar wäre zum Beispiel eine Einigung auf eine Meldepflicht und Begrenzung bestimmter, wohldefinierter Aktivitäten im Eigenhandel nach internationalen Vorgaben. Doch die Erfahrung zeigt, daß es dazu nicht kommen muß. Banken sind im allgemeinen durchaus bereit, sich freiwilliger Selbstbeschränkung zu unterwerfen, um eine offizielle Regelung zu verhindern. Und hier geht es letztlich ja nicht darum, das freie Spiel der Marktkräfte und die Ertragsmöglichkeiten der Institute willkürlich zu beschneiden, sondern eher darum, einzelne unter ihnen zu einem verantwortungsvolleren Umgang mit diesen Möglichkeiten anzuhalten und zu verhindern, daß die Weltwirtschaft in einer Krise durch ihre Unbesonnenheit und Gier zusätzlich Schaden nimmt. Eine klare Position der Aufsichtsbehörden in diesem Punkt könnte der nächsten Krise viel von ihrer Dynamik nehmen.

Regulierung angebotsdominierter Finanzmärkte

von Jörg Hufschmid

Der Beitrag thematisiert den Zusammenhang zwischen Industrie- und Entwicklungsländern, da er den Hintergrund für den massiven Kapitalzufluß in die Entwicklungsländer in den Metropolen sieht und insofern auch eine Änderung der Politik in diesen für erforderlich hält.

Was sind angebotsdominierte Märkte und welche Rolle haben sie in den letzten Jahren gespielt ?

Angebotsdominierte Finanzmärkte sind durch einen Kapitalüberschuß gekennzeichnet, der am Ort seiner Entstehung keine produktive oder investive Verwendung findet. Es ist also die umgekehrte Situation der Kapitalknappheit, die üblicherweise in der Theorie unterstellt wird: In der Standardsituation machen Haushalte Nettoersparnisse, die über den Bankenapparat in den Unternehmenssektor als kapitalsuchenden Sektor geleitet werden. Bei Angebotsdominanz suchen die Unternehmen aber kein Kapital, sondern machen selbst über ihre Investitionsbedürfnisse hinaus Überschüsse, die sie auf den Finanzmärkten anbieten. Nicht der potentielle Schuldner (Kreditnehmer) sucht Gläubiger (Kreditgeber), sondern alle suchen willige Schuldner.

Hintergrund:¹

- Wachstumsrückgang und zunehmende Eigenfinanzierung: die Investitionsdynamik nimmt ab, und die Investitionen werden zunehmend aus eigenen Mitteln finanziert (insbesondere in Europa)
- Umverteilung zugunsten der Profite, so daß einer relativ gesunkenen Investitionsdynamik eine dynamische Profitentwicklung gegenübersteht, was die Disproportion vertieft (insbesondere in den USA)
- Einzelwirtschaftliches Wachstum erfolgt – vor allem in den USA – zunehmend nicht über Nettoinvestitionen, sondern über Fusionen oder Beteiligungen, bei denen Aktien getauscht werden (also keine zusätzlichen Finanzierungsmittel gebraucht werden)

¹ Vgl. auch BIZ Jahresbericht 1997/98.

- Die massive Politik zur Verminderung der staatlichen Neuverschuldung in den USA und in Europa (Maastricht-Kriterien) führt zum Ausfall eines wesentlichen Absorptionskanals für Liquidität: In dem Maße, wie die Neuverschuldung in den USA und der EU seit 1994 abnimmt, kommt es zu massiven Kapitalzuflüssen nach Lateinamerika und – vor allem – Asien.

Damit das Kapital allerdings wirklich ins Ausland geht, müssen dort attraktive Bedingungen herrschen: die Zinsen müssen höher als im Inland, und das Wechselkursrisiko muß weitgehend ausgeschaltet sein. Das war in den asiatischen und lateinamerikanischen Ländern der Fall: die Zinsen lagen doppelt so hoch wie in Europa und das pegging schien das Wechselkursrisiko auszuschalten. Zur weiteren Sicherheit wurden Bankkredite überwiegend (80%) kurzfristig vergeben.

Dies war die Konstellation, in der es zu massiven Kapitalzuflüssen in die Entwicklungsländer kam, die diese nicht verkraften konnten.

Regulierungsmöglichkeiten

Die Regulierungsmöglichkeiten können auf der Empfängerseite oder auf der Herkunftsseite ansetzen:

- Empfängerseite (also Abwehr exzessiver Kapitalzuflüsse). Das ist im wesentlichen in anderen Beiträgen behandelt.
 - Bardepot à la Chile
 - Administrative Kapitalverkehrsbeschränkungen (Registrierung, Genehmigung, Quotierung Verbot u.a.m.)
 - Kreditaufnahmebeschränkung (zur Abwehr von Währungsspekulation)
- Herkunftsseite
 - *Kreditsektor*: Eigenkapitalvorschriften für kurzfristige (Auslands)kredite verschärfen (z.B. Risikogewichtung von 200% für kurzfristige Kredite, Verbot von Krediten an Institute an offshore-Plätzen, Beschränkung von Krediten ohne Projektspezifizierung)
 - *Wertpapiersektor*: Entschleunigung durch Diskriminierung von Sekundär gegenüber Primärmärkten; Besteuerung des Wertpapierhandels, Steuerfreiheit bei Emission für den Ersterwerber; evtl. nach Haltedauer gestaffelte Umsatzsteuer, Verbot von Geldmarktfonds für Nichtbanken; starke Beschränkung und Isolierung des unregulierten (OTC) Derivathandels

- *Währungssystem*: Die Tobinsteuer ist auf der Herkunftslandseite ein geeignetes Mittel um in ruhigen Zeiten Arbitrage und den Aufbau technisch bedingten Spekulationspotentials zu verhindern. Sie ist nicht geeignet gegen Fundamentalspekulation, gegen die wohl nur auf der Empfängerseite etwas unternommen werden kann. Im übrigen wäre ein globales Festkurssystem das Optimum, das aber auf absehbare Zeit nicht zu erreichen ist. Daher empfiehlt sich der Aufbau regionaler Währungsverbünde mit gegenseitiger Kooperation.

Was die Akteure angeht, so ist ein globales Vorgehen natürlich am besten, aber relativ unwahrscheinlich. Daher sollte besonderes Gewicht auf eine europäische Initiative gelegt werden. Sie kann nicht einfach weggefeht werden, weil die europäischen Kapitalmärkte so wichtig sind, daß bei einer sinnvollen Regulierung die Ausweichmöglichkeit durch völlige Kapitalflucht ein äußerst verlustreicher und daher unwahrscheinlicher Weg wäre.

Längerfristige Regulierungsperspektive:

Verhinderung der Entstehung von Kapitalüberschüssen

Die bisher genannten Maßnahmen stellen Möglichkeiten dar, mit bereits bestehenden Kapitalüberschüssen umzugehen und das in ihnen enthaltene Krisenpotential temporär zu entschärfen. Allerdings ist zu erwarten, daß die Kapitalüberschüsse, wenn sie daran gehindert werden, sich auf den Finanzmärkten auszutoben, andere Möglichkeiten suchen und finden, sich zu verwerten. Die Geschichte der Regulierung und politischen Kontrolle ist zugleich die Geschichte ihrer Umgehung und Aushebelung durch allerlei „Innovationen“. Daher kommt es in einer längerfristigen Perspektive darauf an, die *Entstehung* derartiger Überschüsse zu verhindern. Das erfordert eine andere Wirtschaftspolitik in den Industrieländern, durch die ein Gleichklang zwischen Aufbau von Kapazitäten (durch Investitionen) und Auslastung von Kapazitäten (durch privaten oder gesellschaftlichen Konsum) hergestellt wird. Dabei kann es sich nicht um blindes Wachstum handeln, sondern erforderlich ist ein ökologisch kontrolliertes und verträgliches Wachstum von Einkommen und Beschäftigung durch einen Umbau der Produktionsstruktur zu mehr – privaten und öffentlichen – Dienstleistungen.² Zur Finanzierung einer solchen Wirtschaftspolitik ist u.a. eine Umverteilung des Volkseinkommens

² Null-Wachstum unter Beibehaltung der gegenwärtigen Produktions- und Konsumstruktur ist ökologisch schädlicher als ein Wachstums des Sozialproduktes um 5% bei gleichzeitigem ökologischen Umbau.

zugunsten der Löhne und Gehälter (aus denen die private Konsumnachfrage finanziert wird) und der Staatseinnahmen (aus denen die öffentlichen Dienstleistungen gespeist werden) erforderlich.

Die Stärkung der binnenwirtschaftlichen Nachfrage bedeutet keineswegs Verzicht auf internationale Wirtschaftsbeziehungen, allerdings sehr wohl den Verzicht auf ungleichgewichtige internationale Wirtschaftsbeziehungen. Mittel- und langfristig ist ein Ausgleich der Leistungsbilanz anzustreben: Bei anhaltenden Leistungsbilanzdefiziten ist internationale Hilfe geboten, und anhaltende Leistungsbilanzüberschüsse sollten durch Sanktionsmechanismen verhindert werden (ein alter Keynes-Gedanke). Unter solchen Bedingungen wird es nicht zu massivem Kapitalüberschüssen in den Industrieländern und folglich auch nicht zum run auf die Entwicklungsländer kommen. Andererseits stehen den Industrieländern durch höheres Wachstum mehr Mittel zur Verfügung, die sie auch zur Unterstützung der Entwicklungsländer nutzen können.

Nach der Asienkrise: Können Kapitalverkehrsbeschränkungen Teil einer sinnvollen Entwicklungsstrategie sein?

von Heribert Dieter

Einleitung

Nach der Asienkrise hat eine intensive Debatte über eine Re-Regulierung der internationalen Finanzmärkte, aber auch über Vor- und Nachteile von Kapitalverkehrsbeschränkungen eingesetzt. In diesem Papier sollen einige Aspekte dieser Debatte vorgestellt werden.

Es kann allerdings kein Zweifel daran bestehen, daß Kapitalverkehrsbeschränkungen keine besonders eleganten Instrumente der Wirtschaftspolitik sind. Sie verursachen relativ hohe administrative Kosten, werden von den Akteuren auf nationalen und internationalen Finanzmärkten gerne umgangen und bedeuten einen Effizienzverlust, da inländische Schuldner und Gläubiger nicht auf das umfangreiche Angebot auf internationalen Finanzmärkten zurückgreifen können, sondern auf die nationalen Märkte beschränkt sind. Nach den Krisen der vergangenen Jahre steht aber fest, daß eine Integration der Finanzmärkte von Entwicklungs- und Schwellenländern in die Weltfinanzmärkte nicht ohne erhebliche Probleme möglich ist. Kleinere, weniger entwickelte Ökonomien unterscheiden sich strukturell von den großen OECD-Ökonomien und sind sehr rasch von Paniken auf den Finanzmärkten betroffen, wie die Asienkrise sehr deutlich zeigte (vgl. z.B. Dieter 1998; Eichengreen 1998; Massad 1998).

Entwicklungs- und Schwellenländer werden künftig vor der Entscheidung stehen, entweder ihre Finanzmärkte stark zu öffnen und damit hohe, aber möglicherweise nur kurzfristige Effizienzgewinne zu erzielen, oder mit gezielten Beschränkungen vor allem der *Einfuhr* von Kapital einen Pfad des langsameren, aber stetigeren Wachstums zu wählen.

Währungspolitik

Die Krisen der vergangenen drei Jahre, also die Asien-, Brasilien- und in geringerem Maße die Rußlandkrise, haben zum erneuten Nachdenken über einen zentralen

Bereich der Außenwirtschaft angeregt: Die Frage nach dem angemessenen Währungsregime.

Die Wirtschaftskrisen der letzten Jahre in Entwicklungs- und Schwellenländern waren sowohl Währungs- als auch Finanzkrisen. Am Anfang stand vor allem in der Asienkrise die Währungskrise, die Kreditkrisen folgten. Man könnte daher die Asienkrise zunächst als Währungskrise charakterisieren und damit auf den ersten Blick relativ leicht mit dem "trilemma of international finance" erklären. Nobelpreisträger Robert Mundell hat in den 60er Jahren auf dieses Problem aufmerksam gemacht. Die Geldpolitik nationaler Notenbanken steht vor dem Problem, daß gleichzeitig drei verschiedene Ziele angestrebt werden:

- Erstens streben Volkswirtschaften nach einer unabhängigen Geldpolitik, die eine Reaktion auf Phasen der wirtschaftlichen Schwäche wie auch der Überhitzung der Ökonomie ermöglichen sollte. Die Notenbank einer Volkswirtschaft sollte also in die Lage versetzt werden, auf eine Rezession mit einer deutlichen Zinssenkung reagieren zu können. Umgekehrt sollte eine Notenbank auf Überhitzungserscheinungen in einer Ökonomie mit Zinserhöhungen reagieren können.
- Zweitens streben Volkswirtschaften nach stabilen Wechselkursen ihrer Währung. Stabile Wechselkurse erleichtern nicht nur den internationalen Handel, sondern auch internationale Finanztransaktionen, da die Wirtschaftssubjekte über eine stabilere Kalkulationsbasis verfügen. Umgekehrt stellen stark schwankende Wechselkurse für international operierende Unternehmen entweder ein Risiko, oder, bei Wechselkurssicherung durch Derivate, Kosten dar.
- Drittens schließlich streben Volkswirtschaften nach voller Konvertibilität ihrer Währung, d.h. nach der Abschaffung von Kapitalverkehrsbeschränkungen: Sowohl die Ein- als auch die Ausfuhr der Währung sollte uneingeschränkt möglich sein (vgl. auch Krugman 1999, S. 60).

Das Problem ist nun, daß maximal zwei der drei oben genannten Ziele gleichzeitig erreicht werden können. Die wirtschaftspolitischen Akteure müssen sich entscheiden zwischen

- flexiblen Wechselkursen, verbunden mit phasenweise erratisch schwankenden Kursen,
- oder festen Kursen, die eine unabhängige Geldpolitik der Zentralbank, d.h. eine konjunkturabhängige Zinspolitik, unmöglich machen. Die zinspolitischen Entscheidungen der Zentralbank zielen dann nur auf die Verteidigung des Wechselkurses,

- oder Kapitalverkehrskontrollen, die eine Verbindung von festen Wechselkursen und flexibler Zinspolitik ermöglichen, aber eine Reihe von anderen Nachteilen aufweisen (vgl. auch Krugman 1999, S.60f; Tietmeyer 1999a, S. 1).

Berücksichtigt man also diese Erkenntnisse, könnte man zu dem Schluß kommen, insbesondere die Krisenländer Ostasiens und Lateinamerikas hätten grundlegende Erkenntnisse der Volkswirtschaftslehre nicht berücksichtigt und wären deshalb in eine Krise geraten. Doch damit macht man es sich zu einfach: Richtig ist, daß es in den späteren Krisenländern wirtschaftspolitische Fehleinschätzungen gab. Richtig ist auch, daß eine gewisse Anpassung der Wechselkurse angemessen erschien, da die Währungen der späteren Krisenländer an den Dollar gekoppelt waren und dieser insbesondere gegenüber dem Yen im Wert gestiegen war. Falsch ist es indessen, nur auf das Problem des Wechselkursregimes zu achten. Selbst wenn feste Wechselkurse auf Dauer bestimmte Nachteile aufweisen, so ist unstrittig, daß völlig flexible Wechselkurse für Entwicklungs- und Schwellenländer erhebliche Nachteile aufweisen.

Es ist zudem nicht zutreffend, von einem einheitlichen Währungsregime in den asiatischen Krisenländern auszugehen. Beispielsweise hatte Indonesien den Kurs der Rupie regelmäßig an die unterschiedliche Inflationsratenentwicklung in den USA und Indonesien angepaßt (crawling peg"). Die Rupie wurde gegenüber dem US-Dollar zwischen 1990 und 1997 jedes Jahr um 3% 5% abgewertet. Während der Wechselkurs des thailändischen Baht im gleichen Zeitraum stabil war, entwickelte sich der koreanische Won gegenüber dem US-Dollar uneinheitlich: Der leichten Abwertung zwischen 1990 und 1994 folgte eine nominelle Aufwertung von 6% von 1994 bis zum Sommer 1995, an die sich eine Abwertung um etwa 11% bis Anfang 1997 anschloß (vgl. DIW 1998, S. 454).

Von größerer Bedeutung ist hingegen, daß die Kombination von festen Wechselkursen, boomender Ökonomie und offenen Kapitalmärkten für die Zentralbanken ein neues Dilemma repräsentiert. Zur Dämpfung der Konjunktur wäre in diesem Fall eine Anhebung des inländischen Zinsniveaus angemessen. Dies führt bei offenen Kapitalmärkten aber nicht zu einer Reduzierung der Kreditaufnahmen, sondern verlagert diese ins Ausland. Unternehmen greifen auf billigere Kredite auf internationalen Finanzmärkten zurück. Das Ergebnis sind Kapitalzuflüsse und ein Aufwertungsdruck auf die Währung des betroffenen Landes. Zur Reduzierung der Kapitalzuflüsse müßte die Notenbank also eine Senkung des inländischen Zinsniveaus anstreben, was im Ergebnis aber eine weitere Verstärkung der Überhitzungstendenzen zur Folge hätte. In dieser Konstellation, d.h. bei deregulierten Kapitalmärkten, festen Wechselkursen und

boomenden Ökonomien, haben Zentralbanken nur die Wahl zwischen hohen Kapitalimporten, die eine Quelle der Instabilität sein können, und einem durch den Boom induzierten hohen Inflationsrisiko.

Maßnahmen der nationalen Wirtschaftspolitik zur Stabilisierung von Kapitalströmen

Maßnahmen der nationalen Wirtschaftspolitik können nur einen Teil der negativen Konsequenzen volatiler Kapitalströme verhindern. Eine umfassende Stabilisierung der internationalen Finanzmärkte ist mit Maßnahmen der nationalen Wirtschaftspolitik nicht zu erreichen. Sie haben dennoch ihre Berechtigung, da mit einer umfassenden Re-Regulierung und Stabilisierung der Weltfinanzmärkte, wie noch zu zeigen ist, gegenwärtig nicht zu rechnen ist.

Das wichtigste Ziel von auf nationaler Ebene ansetzenden Maßnahmen zur Stabilisierung von Kapitalströmen ist die Reduzierung des Anteils nur kurzfristig gebundener Kredite aus dem Ausland. Sowohl ausländische Direktkredite mit langer Laufzeit als auch ausländische Direktinvestitionen haben sich als relativ unproblematisch erwiesen. Schwer zu handhaben und potentiell gefährlich sind hingegen ausländische Direktkredite mit kurzer Laufzeit. Grundsätzlich solvente Volkswirtschaften können Liquiditätsprobleme bei einem hohen Anteil von Krediten mit kurzen Laufzeiten bekommen. Bei einem Wandel der Erwartungen kann es plötzlich sehr schwierig werden, Kredite umzuschulden.

Prinzipiell möglich sind auch heute Maßnahmen zur Regulierung des Kapitalverkehrs.¹ Eine Erfahrung der jüngeren Vergangenheit ist, daß Ökonomien mit umfassenden Beschränkungen des Kapitalverkehrs weniger verwundbar sind als Ökonomien mit liberalisiertem Kapitalverkehr: China ist von der Asienkrise vor allem deshalb verschont geblieben, weil ein panikartiger Abzug von Kapital nicht möglich war und weil eine Spekulation gegen die chinesische Währung durch die Kapitalverkehrskontrollen effektiv unterbunden wurde.

Nach den Finanzkrisen der letzten Jahre ist die Debatte um Kapitalverkehrsbeschränkungen, sowohl präventiv als auch zur Eindämmung von Krisen, neu ent-

¹ Die Begriffe Kapitalverkehrsbeschränkungen und Kapitalverkehrskontrollen sind synonym verwendbar. Bezeichnet werden damit sämtliche Maßnahmen der staatlichen Wirtschaftspolitik, die den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr einschränken. Dies kann auf unterschiedliche Art und Weise erfolgen.

facht worden. Barry Eichengreen betrachtet Kapitalverkehrsbeschränkungen zur Verhinderung von Finanzkrisen dann als angemessen, wenn

- Finanzmärkte nur wenig entwickelt sind,
- das Risikomanagement des privaten Sektors nur wenig ausgebildet ist,
- die Fähigkeit der Überwachungsbehörden, insbesondere die Bankenaufsicht, ebenfalls begrenzt ist (vgl. Eichengreen 1998, S. 8).

In der Praxis treffe dies für die Mehrheit der Entwicklungs- und Schwellenländer zu, weshalb dort Kapitalverkehrsbeschränkungen die Regel sein sollten: "In practice, these last three preconditions, and therefore the argument for capital-inflow taxes or controls, apply to the vast majority of developing countries. For emerging markets, an open capital account should be the exception, not the rule" (Eichengreen 1998, S. 8; vgl. auch Massad 1998, S. 38).

Die chilenische Regierung hat mit der Einführung einer Bardepotpflicht im Jahr 1991 den Versuch unternommen, Einfluß zu nehmen auf Kapitalzuflüsse, ohne umfassende Kapitalverkehrsbeschränkungen zu erlassen. Dies bedeutete, daß ein Teil sowohl ausländischer Kredite als auch im Ausland aufgenommener Anleihen einer Bardepotpflicht unterlagen, d.h. zinslos bei der chilenischen Zentralbank hinterlegt werden mußten. Nach Ablauf eines Jahres wurde das Bardepot erstattet. Anfangs belief sich das Bardepot auf 20% der Kreditsumme und wurde 1992 auf 30% erhöht. Im Juni 1998 erfolgte eine Senkung auf 10%, im September 1998 wurde die Bardepotpflicht auf 0% reduziert (vgl. Nadal-De Simone/Sorsa 1999). Die Bardepotpflicht erfasst allerdings nur etwa 40% der Kapitalimporte nach Chile. Dies ist zum einen das Ergebnis von politischen Entscheidungen, bestimmte Formen von Kapitalimporten, z.B. Direktinvestitionen, von der Bardepotpflicht zu befreien, zum anderen reflektiert es Lücken in der Regulierung (vgl. Massad 1998, S. 44).

Die Reduzierung der Bardepotpflicht war die Reaktion auf den Rückgang der Neukredite: In einer Atmosphäre des Rückzugs aus "emerging markets" war die Verhinderung des Kapitalzuflusses kein Problem mehr.

Trotz dieser gegenwärtigen Reduzierung der Bardepotpflicht auf 0% ist dieser Ansatz nicht als gescheitert zu betrachten. Die flexible Handhabung des Instruments ist eine durchaus angemessene Reaktion auf das sich verändernde Umfeld, d.h. das sinkende Interesse an "emerging markets". Die Wirtschaftspolitik von Schwellenländern ist erfahrungsgemäß immer wieder mit dem Problem konfrontiert, daß privates Kapital immer dann nach (kurzfristiger) Anlage sucht, wenn es

in den Schwellenländern am wenigsten benötigt wird. Umgekehrt gilt, daß Kapitalmangel insbesondere dann zu verzeichnen ist, wenn das wirtschaftliche Umfeld für Entwicklungs- und Schwellenländer besonders problematisch ist. Die Bardepotpflicht nach chilenischen Vorbild liefert ein Instrument zur Beeinflussung volatiler Kapitalströme.² Die chilenische Zentralbank zieht nach nahezu zehn Jahren ein positives Resümee: Die Bardepotpflicht wird als den Bedingungen von Entwicklungs- und Schwellenländern angemessenes Instrument betrachtet. Der Anteil von Nettokapitalzuflüssen am BIP lag 1990-95 mit sechs Prozent deutlich unter dem Vergleichswert von Thailand und Malaysia, wo Nettokapitalzuflüsse etwa 10 Prozent des BIP ausmachten (vgl. Massad 1998, S. 43).

Neben präventiven Maßnahmen zur Beschränkung des Kapitalzuflusses können auch Maßnahmen zur Eindämmung einer bereits eingetretenen Krise angebracht sein. Die Wiedereinführung von Kapitalverkehrsbeschränkungen ist allerdings ungleich schwieriger als die Beibehaltung und Modifizierung eines existierenden Regimes zur Steuerung von Kapitalströmen. Verantwortlich dafür sind zwei Gründe. Zum einen kann die administrative Kompetenz zur Durchführung von Kapitalverkehrsbeschränkungen fehlen und kurzfristig nicht ohne weiteres (wieder-) hergestellt werden. Zum anderen verstärkt diese Wiedereinführung die in einer Krise ohnehin regelmäßig zu verzeichnende Panik von Investoren und kann dadurch zur Vertiefung der Krise beitragen. Zudem besteht die Möglichkeit, daß notwendige Reformen des inländischen Finanzsektors gestreckt bzw. völlig ausgesetzt werden (vgl. Eichengreen 1998, S. 9). In Einzelfällen kann die Wiedereinführung von Kapitalverkehrskontrollen sinnvoll sein, wenn damit die nationale Wirtschaftspolitik Handlungsspielräume zurückgewinnen kann. Bei offenen Kapitalmärkten kann nämlich eine angemessene Fiskal- und Geldpolitik, insbesondere eine Politik niedrigerer Zinsen, zu einem weiteren Kapitalabfluß und damit zu einer Schwächung von Währungen führen.

Von einigen Beobachtern wird daher auch der Einsatz von Kapitalverkehrskontrollen zur Bewältigung von Finanzkrisen als sinnvoll betrachtet. Martin Khor verweist auf die Erfahrungen Malaysias: Dort wurden am 1. September 1998, also mehr als ein Jahr nach Beginn der Krise, Maßnahmen zur Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung einschließlich vergleichsweise umfassender Kapitalverkehrskontrollen realisiert. Dazu gehörten unter anderem:

- die Festsetzung des Wechselkurses bei 3,80 Ringgit pro US-Dollar,

² Auch in Deutschland galt 1972 und 1973 eine Bardepotpflicht, die aber in der Wirtschaftskrise des Jahres 1974 bereits wieder abgeschafft wurde (vgl. Hufschmid 1999, Tabelle 22, S. 222).

- die Begrenzung des Aktienhandels auf die Börse in Kuala Lumpur bei gleichzeitiger Mindestanlagefrist von einem Jahr für ausländische Erwerber von Aktien,
- die Beendigung des internationalen Handels in Ringgit durch Nicht-Akzeptanz von in Ringgit denominierten Aktiva nach einer Übergangsfrist von einem Monat,
- die Beschränkung der Ausfuhr von Ringgit für malaysische Staatsbürger auf 1000 Ringgit (vgl. Khor 1999, S. 1f).

Für eine abschliessende Bewertung der Maßnahmen Malaysias ist es gewiß zu früh. Auch Khor räumt ein, daß es sich bei den Maßnahmen der malaysischen Regierung um Notfallmaßnahmen gehandelt habe. Zu fragen ist, ob die Politik Malaysias im Ergebnis erfolgreicher war als die Politik des Nachbarlandes Thailand, wo man auf die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen zur Krisenbewältigung verzichtete. Aus heutiger Sicht ist auffällig, daß beide Länder die Krise relativ rasch zu überwinden scheinen, also Kapitalverkehrskontrollen zumindest in diesem Fall nicht wesentlich bessere Resultate erbracht haben.

Nach den Finanzkrisen in Asien, Rußland und Brasilien werden Kapitalverkehrskontrollen unterschiedlicher Reichweite und Ausgestaltung wahrscheinlich an Bedeutung gewinnen. Eichengreen hat auf die besonderen Charakteristika von Entwicklungs- und Schwellenländern und deren spezifische Probleme hingewiesen: "Developing countries have special financial problems. Their monetary and fiscal institutions lack credibility. Their regulators lack administrative capacity. Their financial markets are shallow. They cannot borrow abroad in domestic currency. However much one tries to assume away these problems, the fact of the matter is that these are the defining features of an underdeveloped economy. And as long as they are present, they are arguments for special measures, including capital controls, to limit the risks to the financial system and to free up the use (of) monetary and fiscal policies in a slump" (Eichengreen 1998, S. 12f).

Ein neuer Vorschlag zur Stabilisierung der internationalen Kapitalströme stammt von zwei britischen Ökonomen, William Buiter und Anne Siebert. Sie schlugen die Einführung einer "universal debt-rollover option with a penalty", abgekürzt UDROP, vor. Dabei handelt es sich um eine einseitig von Schuldnerseite auszuübende Option: Sämtliche Fremdwährungskredite sollten mit dieser Option versehen werden. Bei Fälligkeit eines Kredits sollte eine automatische Umschuldung möglich sein, wenn der Schuldner es wünscht. Buiter und Siebert schlagen eine Laufzeit der Option von etwa drei bis sechs Monaten vor. Die Ausübung der Option hätte einen bei Aufnahme des Kredits festzulegenden Preis, der wie eine Steuer auf

Kreditaufnahmen im Ausland wirken würde. Die Höhe des Preises der Option würde aber von Marktteilnehmern, nicht von staatlicher Seite festgelegt. Regierungen müßten allerdings dafür Sorge tragen, daß keine Fremdwährungskredite ohne Rollover-Option aufgenommen werden dürfen. Auf internationaler Ebene könnte der IWF Beistandskredite verweigern, wenn Kreditverträge ohne Rollover-Option vereinbart wurden (vgl. The Economist, 1.5.1999, S. 76).

Im Kern trifft der Vorschlag von Buitert und Siebert einen zentralen Punkt: Die Liquiditätsprobleme, die sich im Zuge einer Panik an den Finanzmärkten ergeben können. Mit der Ausnutzung der Option würden die Schuldner Zeit gewinnen, ein erheblicher Vorteil in einer Krise. Zudem könnte die Notwendigkeit, einen Preis für die Option zu finden, die Bereitschaft, Kreditrisiken rechtzeitig zu berücksichtigen, erheblich verbessern. Schließlich ist für die Implementierung dieses Vorschlages kein globaler Konsens notwendig, sondern er kann auch im nationalen Alleingang durchgesetzt werden. Denkbar wäre auch, daß es zu einer regionalen Anwendung kommt. Regionale Integrationsprojekte, beispielsweise die Länder des Mercosur, könnten gemeinsam die Verwendung von UDROP beschließen und würden damit auch ihre Position im Krisenfall stärken.

Der Vorschlag von Buitert und Siebert ist insgesamt sehr reizvoll, weist aber auch Schwachstellen auf. Die Verschiebung der Fälligkeit eines Kredits ist nur dann hilfreich, wenn es sich auf Schuldnerseite um ein Liquiditätsproblem, nicht um ein Solvenzproblem handelt. Mit anderen Worten: Nur bei kurzfristigen Liquiditätsproblemen helfen UDROP. Zudem belasten UDROP die Schuldner, da sie für die Kosten der Option aufkommen müssen. Kreditaufnahmen im Ausland verlieren also gegenüber der Verschuldung im Inland an Attraktivität, ähnlich wie bei der Bardepotpflicht à la Chile. Diese Nachteile wiegen aber nicht schwer gegenüber den Vorteilen, die UDROP versprechen. Zudem würde auch der Wechselkurs entlastet: Es würde verhindert, daß im Falle einer Panik gleichzeitig zahlreiche Schuldner einheimische Währung in Fremdwährung umtauschen müssen, um ihre Kredite zurückzuzahlen. Auch dies wäre ein sehr erwünschter Nebeneffekt von UDROP.

Schlußbemerkungen

Maßnahmen der staatlichen Wirtschaftspolitik zur Beschränkungen des Kapitalverkehrs sind, wie eingangs erwähnt, problematische Instrumente der Wirtschaftspolitik. Vor dem Hintergrund der heutigen Struktur des internationalen Finanzsystems haben insbesondere Entwicklungs- und Schwellenländer aber kaum

andere Möglichkeiten, sich vor den negativen Konsequenzen von dereguliertem Kapitalverkehr zu schützen. Im Krisenfall, dies haben neben der Asienkrise auch andere Finanzkrisen in den 80er und 90er Jahren deutlich gezeigt, sind die Gläubiger in der Lage, ihre Interessen durchzusetzen, während dies Schuldern kaum gelingt. Der Internationale Währungsfonds fungiert bis auf weiteres als Gläubigertkartell und nicht als Anwalt des Südens. Solange sich diese Situation nicht ändert, wird die ungebremsste Öffnung der Kapitalmärkte von weniger entwickelten Ländern regelmäßig in Finanzkrisen enden (vgl. Garber 1998).

Eine neue Chance für die Länder des Südens bietet die Entwicklung eines monetären Regionalismus". Regionen könnten nicht nur wie bisher in Handelsfragen zusammenarbeiten, sondern in Hinblick auf die Schaffung von regionalen Finanzmärkten und regionalen Währungsräumen kooperieren. Ansätze dazu sind vor allem in Ostasien zu erkennen. Einen "East Asian Financial Caucus" dürfte es aber frühestens zu Beginn der nächsten Dekade geben.

Regionale Währungs- und Finanzräume dürften aber, vor dem Hintergrund der Erfahrungen der vergangenen Jahre, deutlich an Bedeutung gewinnen. Sinnvoll konzipiert und erfolgreich implementiert könnten sie sowohl Schutz vor schnell flüchtigem, nur kurzfristig gebundenem Kapital ("hot money") als auch Schutz vor dem IWF bieten. Dies wäre bereits ein wesentlicher Fortschritt gegenüber der heutigen Situation zahlreicher Entwicklungs- und Schwellenländer. Innerhalb eines Projektes des monetären Regionalismus wären maßvolle Beschränkungen des Kapitalverkehrs ein nützlicher Baustein einer Entwicklungsstrategie. Für Entwicklungs- und Schwellenländer außerhalb von regionalen Integrationsprojekten sind präventive Maßnahmen zur Dämpfung des Zuflusses von Kapital ebenfalls sinnvoll und sollten außerhalb der OECD den Regelfall darstellen.

Literatur

- Bhagwati, Jagdish (1998): The Capital Myth. The Difference between Trade in Widgets and Dollars. *Foreign Affairs*, Vol. 77, No. 3 (May-June 1998), S. 7-12.
- Council on Foreign Relations (1999): Safeguarding Prosperity in a Global Financial System. The Future International Financial Architecture. Report of an Independent Task Force sponsored by the Council on Foreign Relations. New York.
- Dieter, Heribert (1998): Die Asienkrise: Ursachen, Konsequenzen und die Rolle des Internationalen Währungsfonds. Marburg.
- DIW (1998): Finanzkrise in Asien: Realistische Währungspolitik erforderlich. *Wochenbericht* 26/1998, S. 453-462.

- Eichengreen, Barry (1998): Capital Controls: Capital Idea or Capital Folly? Mimeo, November 1998.
- Feldstein, Martin (1999): A Self-Help Guide for Emerging Markets. Foreign Affairs, Vol. 78, No. 2 (March/April 1999), S. 93-109.
- Frankel, Jeffrey A. (1999): The International Financial Architecture. Brookings Policy Brief No. 51, June 1999.
- Garber, Peter M. (1998): Buttressing Capital-Account Liberalization with Prudential Regulation and Foreign Entry. Essays in International Finance, No. 207, May 1998, Princeton University, S. 28-33.
- Garten, Jeffrey E. (1999): Lessons for the Next Financial Crisis. Foreign Affairs, Vol. 78, No. 2 (March/April 1999), S. 76-92.
- Herr, Hansjörg (1999): Finanzströme und Verschuldung. In: Hauchler, Ingomar, Messner, Dirk; Nuscheler, Franz (Hrsg.): Globale Trends 2000. Frankfurt/Main, S. 219-243.
- Hufschmid, Jörg (1999): Politische Ökonomie der Finanzmärkte. Hamburg: VSA-Verlag.
- Khor, Martin (1999): Why Capital Controls and International Debt Restructuring Mechanisms are Necessary to Prevent and Manage Financial Crisis. Paper presented at the conference "Economic Sovereignty in a Globalising World", Bangkok, 23.-26. März 1999.
- Krugman, Paul (1999): The Return of Depression Economics. Foreign Affairs, Vol. 78, No. 1 (January/February 1999), S. 56-74.
- Massad, Carlos (1998): The Liberalization of the Capital Account: Chile in the 1990s. Essays in International Finance, No. 207, May 1998, Princeton University, S. 34-46.
- Nadal-De Simone, Francisco; Sorsa, Piritta (1999): A Review of Capital Account Restrictions in the 1990s. IMF Working Paper 99/52 (April 1999).
- Stiglitz, Joseph (1998a): Sound Finance and Sustainable Development in Asia. Address to the Asia Development Forum. Manila, 12.3.1998.
- Stiglitz, Joseph (1998b): Towards a New Paradigm for Development: Strategies, Policies, and Processes. Prebisch Lecture given at UNCTAD, 19.10.1998.
- Tietmeyer, Hans (1999a): Chancen und Grenzen für die internationale Kooperation im Bereich von Währung und Finanzmärkten. Vortrag in der Reihe "Rheingauer Finanzforum" der European Business School in Oestrich-Winkel am 29.4.1999.
- Tietmeyer, Hans (1999b): Luncheon Speech at the Conference "Systemic Risk and Lender of Last Resort Facilities", Frankfurt, 11.6.1999.
- van Scherpenberg, Jens (1999): Re-Regulierung der internationalen Finanzmärkte? Aus Politik und Zeitgeschichte, B 49/99, S. 19-24.

Einführung

Nach dem Zusammenbruch des Festkurssystems von Bretton Woods im März 1973 befindet sich die Weltwirtschaft in einem währungspolitischen Naturzustand. Dies bedeutet zum einen, dass jedes Land eine Währungspolitik verfolgen kann, die seinen nationalen Interessen am besten entspricht, auch wenn sich dies nachteilig auf andere Währungsräume und die Weltwirtschaft insgesamt auswirkt. Ob eine egoistische Währungspolitik gelingt, ist fraglich, aber es ist naheliegend, dass ein grosses Land hierbei erfolgreicher ist als ein kleines. Somit ist es nicht überraschend, dass die Vereinigten Staaten zu den besonders engagierten Verteidigern des Status quo zählen. Zum anderen kann heute ein Land, das in eine Währungskrise gerät, nicht mit der Unterstützung durch Interventionen anderer Notenbanken rechnen. Unter der gegenwärtigen Anarchie ist Währungsstabilität also ein privates (d.h. nationalstaatlich zu produzierendes) und kein öffentliches (d.h. von der internationalen Staatengemeinschaft herzustellendes) Gut.

Der Versuch, anstelle dieses Naturzustandes wieder ein allgemein verbindliches System von Rechten und Pflichten zu setzen, dürfte auf absehbare Zeit daran scheitern, dass sich einzelne große Akteure nur schwer von einer ungezügelten nationalen Währungspolitik abbringen lassen werden. Damit steht aber auch außer Zweifel, dass es kaum angemessen ist, das Wort “Finanzmarktarchitektur” zur Beschreibung der derzeitigen Währungsverhältnisse zu verwenden.

Im folgenden werde ich mich daher auf die spezifischen Probleme von weniger entwickelten Volkswirtschaften konzentrieren. Nach den Währungskrisen der letzten Jahre ist es offensichtlich, dass diese Länder eine bessere Währungspolitik als bisher benötigen. Ein zentraler Ausgangspunkt hierfür wäre sicherlich ein stabileres System zwischen den drei großen Leitwährungen. Da eine solche “große Lösung” jedoch kaum zu erwarten ist, werde ich mich im Folgenden auf pragmatischere Konzeptionen beschränken.

Die Sicht der herrschenden Meinung

Für Entwicklungsländer und “emerging market economies” wird von den meisten Ökonomen heute eine “two corner solution” vorgeschlagen. Sie läßt nur noch eine Wahlmöglichkeit zwischen einem “floating” des Wechselkurses und absolut festen Wechselkursen. Die zweite Alternative soll in der Form eines Currency Board oder aber der direkten Übernahme einer fremden Währung (“Dollarisierung”) umgesetzt werden und bedingt somit einen völligen Verzicht auf eine eigenständige Geld- und Währungspolitik. In der Regel werden für die weniger entwickelten Länder außerdem Kontrollen für den kurzfristigen Kapitalverkehr empfohlen.

Diese Dichotomie deckt sich mit dem gängigen Paradigma des *Mundell-Fleming Modells*. Dieses kennt ebenfalls nur die Alternativen “flexible Wechselkurse” und “feste Wechselkurse” und es kommt zu dem eindeutigen Ergebnis, dass eine autonome nationale Geldpolitik nur bei flexiblen Wechselkursen möglich ist. Eine umfassendere Form dieses Ansatzes bietet das sogenannte “*Inkonsistenz-Dreieck*”.¹ Es fügt den Polen “feste versus flexible Kurse” und “Autonomie versus Abhängigkeit in der Geldpolitik” den zusätzlichen Eckpunkt “Kapitalverkehrsfreiheit versus Kapitalverkehrskontrollen” hinzu. Die zentrale Aussage dieses Modells besteht darin, dass es nur mit Kapitalverkehrskontrollen möglich ist, feste Wechselkurse mit autonomer Geldpolitik zu kombinieren. Freier Kapitalverkehr und eine eigenständige Geldpolitik bedingen jedoch – analog zum Mundell-Fleming-Modell – flexible Wechselkurse. Vor diesem Hintergrund ist es schon auf den ersten Blick erstaunlich, wenn jene Ökonomen, die nur die beiden Ecklösungen “flexible Kurse” und “feste Wechselkurse mit völligem Verzicht auf eine eigenständige Geldpolitik” für gangbar halten, sehr oft im gleichen Atemzug für die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen plädieren.

Da der vollständige Verzicht auf eine eigenständige Geldpolitik für viele Länder nicht akzeptabel erscheint, bleiben ihnen nach den Vorstellungen der “Mainstream-Ökonomen” eigentlich nur die flexiblen Wechselkurse. Damit stellt sich die Frage, ob es mit diesem Bauelement möglich sein wird, eine stabile Finanzmarktarchitektur für das 21. Jahrhundert zu gestalten.

¹ Siehe dazu Padoa-Schioppa und Emerson (1988).

Erfahrungen mit flexiblen Wechselkursen

Nach dem Zusammenbruch des weltweiten Festkurssystems von Bretton Woods im März 1973 konnten intensive Erfahrungen mit dem System flexibler Wechselkurse gesammelt werden. Dabei ist es wichtig, dieses Währungssystem daran zu messen, wie es aus der Sicht der Währungstheorie hätte funktionieren sollen. Die Anhänger flexibler Wechselkurse hatten in den sechziger Jahren geglaubt, dass ein rein marktdeterminierter Wechselkurs vor allem von den Unterschieden in den nationalen Inflationsraten bestimmt würde (Johnson 1972). Diese auf der Kaufkraftparitätentheorie basierende Vorstellung hatte die attraktive Eigenschaft, dass sich dann jedes Land seine optimale Inflationsrate aussuchen kann, ohne dass dabei Kapitalverkehrskontrollen erforderlich wären. Das Vertrauen auf die ausgleichende Funktion eines System flexibler Wechselkurse hat sich bis in die heutige Zeit gehalten. Für die Ökonomen der "herrschenden Meinung" steht außer Zweifel, dass die zu beobachtende Instabilität flexibler Wechselkurs allein durch instabile Entwicklungen auf der nationalen Ebene zurückzuführen sei. Deshalb liege der Schlüssel zu stabilen Wechselkursen nicht in einer neuen Währungsordnung, sondern in der Empfehlung an alle Länder: "Stability begins at home".

So überzeugend die Argumentation zugunsten flexibler Wechselkurse auch klingt, sie deckt sich in keiner Weise mit den Erfahrungen der letzten 27 Jahre. Eine Fülle von ökonometrischen Studien hat sich darum bemüht, die Determinanten von flexiblen Wechselkursen zu ergründen. Das Ergebnis ist ernüchternd: Es gibt für die politikrelevanten Zeiträume von bis zu vier oder fünf Jahren überhaupt kein befriedigendes Modell zur Erklärung flexibler Wechselkurse. Fundamentale makroökonomische Faktoren (z.B. Inflationsraten, reales Wachstum, Leistungsbilanzsalden) haben keine systematischen Auswirkungen auf flexible Wechselkurse. Am besten schneidet noch der sogenannte "Random-Walk-Ansatz" ab. Er besagt, dass man den Wechselkurs von morgen (oder von einem Jahr) ganz einfach mit dem Wechselkurs von heute prognostizieren soll.²

Dieser Befund bedeutet vor allem, dass flexible Wechselkurse nicht die ausgleichende Funktion wahrnehmen, die ihnen von ihren Befürwortern zugesprochen wurde. Sie sind vielmehr als eine eigenständige makroökonomische Störgröße anzusehen. Das beste Beispiel hierfür bietet die japanische Wirtschaft. Diese war Ende der achtziger Jahre bereits durch einen Zusammenbruch der Immobilienpreise deutlich geschwächt worden. Im Jahr 1990 setzte dann eine massive Aufwertung des Yen gegenüber dem Dollar (und damit auch vielen asiatischen Währungen) ein,

² Siehe dazu ausführlich Isard (1995).

die bis April 1995 anhielt. Das Ergebnis war eine drastische Verringerung der Profitmargen japanischer Unternehmen, die das bereits von der Immobilienkrise lädierte Bankensystem zusätzlich beeinträchtigte. Wenn es bis heute nicht zu einer durchgreifenden Wende im Investitionsverhalten japanischer Unternehmen gekommen ist, so liegt das vor allen daran, dass die Instabilität des Yen-Dollar-Kurses und der Kursrelationen im asiatischen Raum sehr hoch geblieben ist.³

Vor diesem Hintergrund ist das weit verbreitete Plädoyer für flexible Wechselkurse eigentlich nur schwer nachvollziehbar.⁴ Eine hierauf basierende Finanzarchitektur ist im Grunde auf Sand gebaut. Dies gilt um so mehr, wenn man dieses Modell für Entwicklungsländer und “emerging market economies” vorschlägt. Im Vergleich zu den großen Währungsblöcken stellt sich hier das zusätzliche Problem, dass solche Länder in der Regel eine sehr hohe Außenhandelsverflechtung aufweisen, so dass sich Wechselkursschwankungen noch sehr viel stärker auf das inländische Preisniveau und reale Sozialprodukt aufweisen. Außerdem sind die Devisenmärkte für die Währungen kleinerer Länder deutlich weniger liquide, so dass schon einzelne größere Transaktionen zu erheblichen Wechselkursschwankungen führen können.

Würden die Entwicklungsländer und “emerging market economies” also blind dem Rat führenden Ökonomen folgen, wäre das ein sicheres Rezept für wirtschaftliche Instabilität und damit auch geringes reales Wachstum. Mit anderen Worten: Ein völlig dem Devisenmarkt überlassener Wechselkurs wäre für diese Länder eine höchst problematische Lösung.

Wechselkurspolitik in “emerging market economies”

Da diese Zusammenhänge recht evident sind, findet man – mit Ausnahme der Wechselkursrelationen zwischen den drei großen Leitwährungen – kaum Notenbanken und Regierungen, die ihren Wechselkurs völlig den Launen des Devisenmarktes überlassen. In seinen International Financial Statistics weist der Internationale Währungsfonds zwar viele Länder auf, die er als “Floater” einstuft. In der Praxis zeigt sich jedoch, dass es kaum ein Land gibt, das auf Devisenmarktinterventionen völlig verzichtet. Die Messlatte hierfür sind die Währungsreserven, die

³ So auch McKinnon (1999).

⁴ Siehe dazu Tietmeyer (1999) und Duisenberg (1999).

bei einem konsequenten "Floating" über die Zeit hinweg nahezu konstant bleiben müssten. Dies ist jedoch nur sehr selten zu beobachten.

Damit gelangt man zu dem erstaunlichen Befund, dass die heute allgemein empfohlene Lösung des "Floating" von den betroffenen Ländern ganz anders interpretiert wurde und wird als von den meisten Ökonomen des "mainstream":

- Aus Sicht der Notenbanken in Entwicklungsländern und "emerging market economies" bedeutet "floating" in erster Linie ein "*managed floating*", d.h. eine gezielte Steuerung des Wechselkurses durch Devisenmarktinterventionen, wobei jedoch darauf verzichtet wird, die eigenen Zielvorstellungen für den Wechselkurs öffentlich bekannt zu geben.
- Für die Ökonomen des "mainstream" handelt es sich beim "floating" primär um ein "*free floating*", d.h. der Pfad des Devisenkurses soll in der Regel allein durch den Markt bestimmt werden. Eigenständige Wechselkursziele der Notenbanken sind damit nicht kompatibel.

Dieses Auseinanderklaffen von Theorie und Praxis des "floating" hat nun den großen Nachteil, dass sich die Wissenschaft bisher kaum mit dem tatsächlich praktizierten Floating befaßt und deshalb auch keine klaren Handlungsanweisungen anzubieten hat.

Ein solcher Handlungsrahmen soll im Folgenden in groben Zügen beschrieben werden. Grundsätzlich muss es für eine Notenbank in einer offenen Volkswirtschaft darum gehen, dass sie eine Zielvorstellung für das heimische Zinsniveau *und* den Pfad ihres Wechselkurses gegenüber einer Leitwährung (oder einem Währungskorb) entwickelt. Da sowohl über den Zins als auch über den Wechselkurspfad stimulierende bzw. dämpfende Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung ausgehen, hat die gewählte Zielkombination der aktuellen konjunkturellen Lage und den angestrebten Werten für das reale Wachstum und die Inflationsrate zu entsprechen. Ob sich eine Notenbank in ihrer Geldpolitik mehr auf den Wechselkurs- oder den Zinskanal stützt, dürfte vor allem vom Offenheitsgrad einer Volkswirtschaft abhängen. Bei sehr offenen Volkswirtschaften kann es genügen, dass die makroökonomische Stabilisierung allein über den Wechselkurs erreicht wird. Für solche Länder wäre dann ein Currency Board die optimale Lösung.

Das von einer Notenbank im Rahmen einer Politik des "managed floating" angestrebte Wechselkursziel muss nicht veröffentlicht werden. Dann ist es aber erforderlich, ein *Inflationsziel* anzukündigen, damit auf diese Weise ein "nomineller

Anker“ für die Erwartungsbildung der Privaten bereitgestellt wird.

Wichtig ist nun, dass das Wechselkursziel – gemäß der Zinsparitätentheorie – dem Unterschied zwischen dem angestrebten heimischen Zinsniveau und dem Zinsniveau im Leitwährungsland entspricht. Wenn dies gewährleistet ist, kann man von vornherein davon ausgehen, dass sich spekulative Kapitalzuflüsse in engen Grenzen halten. Die Marktteilnehmer werden alsbald erkennen, dass sich durch das Halten dieser Währung keine risikolosen Gewinne erzielen lassen. Wenn es in den neunziger Jahren immer wieder zu exzessiven Kapitalzuflüssen gekommen ist, so lag das vor allem darin, dass diese grundlegende Konsistenzbedingung massiv verletzt worden ist. In Mexiko, der Tschechischen Republik, in Thailand, Malaysia und Korea waren die Wechselkurse über Jahre hinweg nahezu stabil gegenüber dem Dollar geblieben, obwohl die Zinsen in diesen Ländern deutlich höher waren als das Zinsniveau des Leitwährungslandes. Die Lösung für das Problem exzessiver Kapitalzuflüsse liegt also nicht in der Einführung von Kapitalverkehrskontrollen, sondern in einer nationalen Geld- und Währungspolitik, die dafür sorgt, dass eine konsistente Zins- und Wechselkurspolitik betrieben wird.

Wenn dies gewährleistet ist, kann eine Notenbank auch ohne Probleme mit dann eventuell immer noch auftretenden Kapitalzuflüssen umgehen. Sie ist jederzeit in der Lage, diese gegen die eigene Währung anzukaufen. Sie muss dann die erworbenen Devisen auf dem Geldmarkt des Leitwährungslandes anlegen. Damit ihre binnenwirtschaftlich ausgerichtete Zinspolitik nicht unterlaufen wird, muss sie für die durch Interventionen geschaffene Liquidität eine Anlage zum inländischen Geldmarktsatz bieten. Eine solche *Sterilisation* kann durch die Emission von kurzfristigen Papieren geschehen oder aber durch die Errichtung einer Einlagenfazilität, wie sie für die EZB neu geschaffen worden ist. In der Regel dürfte der heimische Zinssatz über dem Niveau der Zinsen im Leitwährungsland liegen, so dass sich aus der Sterilisation Verluste für die Notenbank ergeben. Diesen steht jedoch der Wertzuwachs der erworbenen Auslandsaktiva gegenüber. Wenn die Bedingung eingehalten wird, dass die Zinsdifferenz genau der angestrebten Wechselkursänderung entspricht, kann eine Sterilisation also mit Kosten von Null durchgeführt werden.

Bedarf an internationaler Solidarität

Während Kapitalzuflüsse im Rahmen einer Politik des “managed floating” im Prinzip gut bewältigt werden können, gibt es für die Gefahr plötzlicher Kapital-

abflüsse kein Patentrezept. Man kann zwar als allgemeine Regel noch festhalten, dass eine stabile Geld- und Fiskalpolitik und eine konsistente Wechselkurs- und Zinspolitik, die spekulative Kapitalzuflüsse vermeidet, auch die Gefahr von Abflüssen gering hält, doch bietet dies keine absolute Sicherheit. Wichtige Beispiele hierfür sind die Krise des Franc in den Jahren 1992/93 und die Abwertung der indonesischen Rupiah im Jahr 1997⁵. Beide Länder zeichneten sich dadurch aus, dass sie vor der Krise eine konsistente Wechselkurs- und Zinspolitik und eine insgesamt stabilitätsorientierte makroökonomische Politik betrieben haben. Gleichwohl sind sie durch die Krisen in Nachbarländern erheblich in Mitleidenschaft gezogen worden. Indonesien wurde sogar noch stärker von der Krise erschüttert als andere asiatische Länder, die erhebliche makroökonomische Steuerungsfehler begangen hatten.

Bei einer Politik des “managed floating” stellt sich selbst bei einer stabilitätsorientierten Geld- und Fiskalpolitik das grundsätzliche Risiko plötzlich auftretender Abwertungserwartungen. Hiergegen kann eine Notenbank nur mit einer sehr starken Anhebung der inländischen Zinssätze vorgehen. Aus binnenwirtschaftlicher Sicht kann eine rein außenwirtschaftlich bedingte Hochzinspolitik in der Regel jedoch nicht sehr lange durchgehalten werden. Da die Marktteilnehmer dies antizipieren, kann es so leicht zu einer sich selbst verstärkenden Abwertungswelle kommen. Der völlig unkontrollierte Zusammenbruch der Rupiah ist hierfür ein besonders drastisches Beispiel.

Wenn man also anstelle eines realitätsfremden “reinen Floating” den Entwicklungsländern und den “emerging market economies” eine Politik des “managed floating” empfiehlt, dann zeigt sich hier eine klare Schwachstelle eines solchen Ansatzes. Kein Land kann sich aus eigener Kraft gegen eine allein vom Markt induzierte Abwertungswelle stellen. Es kann zwar durch eine solide makroökonomische Politik und eine konsistente Zins- und Währungspolitik dazu beitragen, dass diese Gefahr begrenzt bleibt, es kann sie jedoch nicht ausschließen.

An dieser Stelle wäre dann eine wichtige Funktion des Internationalen Währungsfonds festzumachen. Für Länder, die ohne eigenes Verschulden in eine Währungskrise geraten, hätte die internationale Staatengemeinschaft zur Verteidigung des Wechselkurses einzutreten. Dies sollte grundsätzlich unbegrenzt und ohne eine Rückzahlungsverpflichtung des betreffenden Landes geschehen. Die neue Aufgabe des Währungsfonds bestünde vor allem darin, dass er fortlaufend zu überprüfen hat, ob ein Land noch eine Politik verfolgt, die im Krisenfall eine solche Unterstüt-

⁵ Siehe dazu Radelet und Sachs (1998).

zung rechtfertigt.

Bedarf an Kapitalverkehrskontrollen

Bei der hier vorgenommenen Analyse wird deutlich, dass es grundsätzlich keine Notwendigkeit gibt, die Kapitalzuflüsse in ein Land zu regulieren. Die beste Strategie gegen unerwünschte kurzfristige Zuflüsse ist eine konsistente Wechselkurs- und Zinspolitik, wie sie oben beschrieben worden ist. Ist dies nicht der Fall, dann helfen auch Regulierungen wenig. Alle Verfechter von Kapitalimportkontrollen⁶ sollten sich einmal die Probleme der Deutschen Bundesbank in der Zeit von 1970 bis März 1973 vergegenwärtigen. Trotz immer komplexerer Regulierungen ist es der deutschen Notenbank damals nicht gelungen, den Zufluss spekulativer Gelder zu bremsen. Der Anreiz, bei einem Zinsvorsprung der D-Mark gegenüber dem Dollar auch noch eine Aufwertung der deutschen Währung zu erhalten, war einfach unwiderstehlich.⁷

Zu bedenken sind allerdings Maßnahmen gegen kurzfristige Kapitalabflüsse. In einer Situation mit einem plötzlich auftretenden Abwertungserwartung kann es sich also sinnvoll erweisen,

- für *Ausländer* die Aufnahme kurzfristiger Kredite bei inländischen Banken in der heimischen Währung zu begrenzen. Damit würde ein wichtiges Einfallstor für spekulative Attacken geschlossen.
- für *Inländer* den Erwerb von ausländischen Wertpapieren und Überweisungen auf ausländische Konten zeitweise zu untersagen.

Ähnlich wie bei Massnahmen gegen Kapitalzuflüsse darf man sich von solchen Regulierungen nicht allzu viel erhoffen. Bei der hoch entwickelten Finanztechnologie ist es grundsätzlich sehr schwierig, einen nationalen Finanzmarkt durch Kontrollen nach außen hin abzuschotten. Sie stellen jedenfalls kein Substitut für die im Krisenfall erforderlich werdende internationale Unterstützung dar.

Zusammenfassung

Nach den Erfahrungen seit 1973 spricht wenig dafür, dass "emerging market

⁶ So zum Beispiel Council on Foreign Relation (1999).

⁷ Sehr eindrucksvoll wird dies geschildert von Emminger (1976).

economies" ihre Wechselkurse völlig dem Devisenmarkt überlassen. Anstelle eines "free floating" sollten diese Länder eine Politik des "managed floating" verfolgen. Diese ist dadurch gekennzeichnet, dass sich die Notenbank Wechselkurs- und Zinsziele setzen, die zu einer stabilitätsorientierten binnenwirtschaftlichen Entwicklung führen. Wichtig ist dabei, dass beide Zielwerte der Zinsparitätentheorie entsprechen, so dass keine Anreize für spekulative Kapitalzuflüsse geschaffen werden. Kapitalimportkontrollen sind dann nicht erforderlich. Die Achillesferse einer solchen Strategie sind spekulative Kapitalabflüsse, insbesondere aufgrund von Ansteckungseffekten. Kapitalexportkontrollen (insbesondere Beschränkungen für die Aufnahme kurzfristiger Kredite durch Ausländer im Inland) bieten hierfür eine gewisse Abhilfe. Im Prinzip würden solche Störungen jedoch eine Unterstützung durch die internationale Staatengemeinschaft erfordern. Die Durchführung solcher Stützungsinterventionen und die Abgrenzung der Situationen, in denen diese zu rechtfertigen sind, wäre eine wichtige neue Aufgabe des Internationalen Währungsfonds.

Literatur

- Council on Foreign Relation (1999), Safeguarding prosperity in a global financial system. The future international financial architecture report by an independent task force.
Internet: www.foreignrelations.org/public/pubs/IFATaskForce.html
- Emminger, Otmar (1976), Deutsche Geld- und Währungspolitik im Spannungsfeld zwischen innerem und äußerem Gleichgewicht, in: Währung und Wirtschaft in Deutschland (1876-1976), Hrsg.: Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main, S. 485-554.
- Duisenberg, Willem (1999), The euro, the dollar and national economic policies: what room for manoeuvre?; speech at the Euro, J+80 conference on 25 March 1999 in Paris. Internet: www.ecb.int
- Isard, Peter (1995), Exchange Rate Economics, Cambridge Surveys of Economic Literature, Cambridge.
- Johnson, Harry (1972), The Case for Flexible Exchange Rates 1969, in: Further Essays in Monetary Economics, Cambridge, pp. 198-228.
- McKinnon, Ronald (1999), Wading in the yen trap, Economist, July 24, 1999, p. 77-79.
- Padoa-Schioppa, Tomaso und Michel Emerson (1988), Effizienz, Stabilität und Verteilungsgerechtigkeit, Wiesbaden.
- Radelet, Steven and Jeffrey Sachs (1998), The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects, Brookings Papers on Economic Activity, 1:1998, pp. 1- 74.

Tietmeyer, Hans (1999), The Euro: the New Common Currency; Address on the occasion of the 7th Europe Lecture sponsored by VSB Foundation, Utrecht's Nieuwsblad/Amersfoorts Courant and Hogeschool van Utrecht in Utrecht on March 29, 1999.

Der Vorschlag eines Internationalen Insolvenzrechtes

von Kunibert Raffer

Die Idee einer internationalen Insolvenz als beste Lösung souveräner Überschuldung ist keinesfalls neu. Schon 1776 empfahl dies ein schottischer Professor für Moraltheologie, ein Vorschlag der - wie so oft, wenn Theologen Lösungen für Wirtschaftsprobleme anbieten - offenbar als aus wirtschaftlicher Perspektive gesehen unangebracht ignoriert wurde: "When it becomes necessary for a state to declare itself bankrupt, in the same manner as when it becomes necessary for an individual to do so, a fair, open, and avowed bankruptcy is always the measure which is both least dishonourable to the debtor, and least hurtful to the creditor." (Smith 1979, S.930)

Dieser kurze Artikel wird zeigen, daß dieser Vorschlag sehr wohl wirtschaftlich sinnvoll ist. Ökonomisch ist eine internationale Anwendung des Instruments des Vergleichs nicht nur möglich, sondern - wie historische Fakten beweisen (cf. Malagardis 1990) - ebenso sinnvoll wie Insolvenzverfahren innerhalb eines Landes. Ökonomische Gesetze lassen sich nicht per Dekret außer Kraft setzen. Daher hat es schon oft einseitige Zahlungseinstellungen, ja sogar de facto Vergleiche gegeben - auch wenn die heutigen Gläubiger gerne behaupten, man dürfe diese nicht als Präzedenzfälle verstehen. Nicht wenige Gläubigerstaaten von heute haben selbst bereits von einem internationalen de facto Vergleich profitiert, bzw. sich einfach ohne jedes Verfahren geweigert, ihre Schulden ordnungsgemäß zu zahlen. Schließlich untermauert das bislang wenig erfolgreiche "Schuldenmanagement" seit den Siebzigerjahren - schon kurz nach 1973 begann der IWF in Afrika mit "Strukturanpassungsmaßnahmen" - sehr klar, daß Smith recht hatte. Allerdings war die Nichtbefolgung seines Rates nicht so sehr für die Gläubiger als vielmehr für die Schuldner, vor allem für die Ärmsten in den Schuldnerländern, schmerzhaft, während die Verweigerung grundlegender Prinzipien der Rechtstaatlichkeit den Gläubigern wohl kaum zur Ehre gereichen kann.

Schon bald nach dem offiziellen Beginn der Schuldenkrise im August 1982 schlug der britische Bankier David Suratgar (1984) ein dem Vergleich von Firmen nachgebildeten Vergleich von Staaten vor. Dies wurde von mehreren Autoren aufgegrif-

fen, beispielsweise von Jeffrey Sachs, UNCTAD, bzw. in Deutschland von Thomas Kampffmeyer (1987), der in seiner Arbeit erstmals in der Debatte auf das deutsche Beispiel einer de facto Insolvenz, den Londoner Schuldenerlaß von 1953, verwies. Auch der deutsche Bankier Alfred Herrhausen sprach sich des öfteren sehr klar und engagiert für eine insolvenzartige Verhandlungslösung aus. Demgegenüber stemmten sich vor allem die offiziellen Gläubiger - also Regierungen und der internationale, öffentliche und geschützte Sektor - gegen diese Lösung.

Gegen ein dem Firmenvergleich nachgebildetes internationales Verfahren wurde richtigerweise eingewandt, daß dessen Anwendung auf Staaten wegen deren Souveränität nicht möglich sei. Dies mag zwar sehr formalistisch sein, ist aber juristisch stichhaltig. Doch kann dieser Einwand einfach durch den Vorschlag entkräftet werden, nicht den Vergleich von Firmen (Chapter 11, Title 11 des US Codices) sondern Kapitel 9 des US Insolvenzrechtes (Chapter 9, Title 11) zu internationalisieren, der erstmals 1987 gemacht wurde (Raffer 1989). Dieses Verfahren regelt die Insolvenz von *municipalities*, Schuldnern mit Hoheitsgewalt, wie etwa Stadtgemeinden. Die Hoheitsrechte der *municipality* werden geschützt. Es eignet sich daher bestens für souveräne Schuldner, wo sich genau dasselbe Problem, die Frage des Eingriffs in die Hoheitsrechte, stellt.

Phantomschulden - der ökonomische Grund für eine schnelle und faire Lösung

Innerstaatlich hat sich die Insolvenz keinesfalls nur aus humanitären Gründen, sondern zumindest auch - wenn nicht überwiegend - aufgrund rein wirtschaftlicher Logik durchgesetzt. Ökonomisch läßt das Hinauszögern einer Lösung die Schulden

Tabelle 1: Anwachsen unbezahlbarer Schuldenlast

	Schulden- stand	Fälliger Schuldendienst	Geleisteter Schuldendienst	Schulden- zuwachs
Jahr 1	1000	50	25	25
Jahr 2	1025	51,25	26,25	25
Jahr 3	1050	52,5	26,5	26
Jahr 4	1076	53,8	27,8	26
Jahr 5	1102	55,1	28,1	27
Jahr 6	1129	56,45	28,45	28
Jahr 7	1157	57,85	28,85	29
Jahr 8	1186	59,3	29,3	30
Jahr 9	1216	60,8	29,8	31
Jahr 10	1247	62,35	30,35	32

in den Büchern der Gläubiger weiter anwachsen und somit die Situation immer verfahrenener, die einzig sinnvolle Lösung fälschlicherweise immer teurer erscheinen. Es entstehen Phantomschulden - Schulden, die nur auf geduldigem Papier bestehen, aber jeder realen Grundlage im Sinne tatsächlicher Einbringlichkeit entbehren. Das durch Verzögerung und somit durch die Gläubiger verursachte Anwachsen der Phantomschulden läßt sich mit Hilfe eines sehr einfachen Beispiels mit einem Zinssatz von 5 Prozent zeigen (cf. Raffer 1998, Justitia et Pax 1999).

Das Beispiel kann beliebig kompliziert werden, der grundlegende Mechanismus bleibt gleich. Kapitalisierte Rückstände erhöhen immer den Schuldenstand und schließlich auch die Phantomschulden. Gläubiger, die eine Insolvenzlösung verhindern, treiben selbst ihre Forderungen in den Büchern in immer unrealistischere Dimensionen. Sinnvolle Schuldenreduktionen erscheinen auf dem Papier immer teurer. Ein Vergleich mit einer Entschuldung von DM 520 am Ende des zweiten Jahres hätte das Problem beseitigt. Schließlich müssen am Ende des zehnten Jahres DM 672 abgeschrieben werden, damit Restschulden von DM 607 mit DM 30,35 bedient werden können. Dies obwohl der Schuldner zu einer recht eindrucksvollen Erhöhung der Leistungen gezwungen wurde, von der anzunehmen ist, daß sie zum Schaden der langfristigen Wirtschaftsentwicklung erfolgte. Der Unterschied von DM 152 ist gänzlich durch die Gläubiger verursacht, da diese eine ökonomisch sinnvolle, schnelle und humane Lösung zu Lasten des Schuldners hinauszögerten. Kurzfristig haben die Gläubiger hierdurch zwar Verluste auf dem Papier vermieden - im Falle öffentlicher Gläubiger ihr Budget geschont - aber langfristig erhöhen sie ihre eigenen Verluste. Dies ist der ökonomische Grund, warum alle Rechtssysteme Insolvenzordnungen kennen.

Es handelt sich bei diesen DM 152 um reine Phantomschulden, Luftbuchungen, da ja schon im ersten Jahr ein Teil der noch geringeren Forderungen uneinbringlich war. Diese Phantomschulden belasten den Schuldner, da sein Schuldenüberhang vergrößert wird. Streicht man diese durch die Uneinsichtigkeit der Gläubiger verursachten DM 152, so handelt es sich formal um Schuldennachlaß. Aber rein logisch kann man auf Geld, das man weder hat noch je bekommen wird, nicht verzichten. Phantomschulden aus den Büchern zu beseitigen kann somit als Menschlichkeit zum Nulltarif bezeichnet werden.

Aufgrund ihrer Buchungssusancen, die kameralistischen und nicht den üblichen, wirtschaftlichen Kriterien folgen, scheinen Phantomschulden in den Büchern öffentlicher Gläubiger als reale, weil unberichtigte Forderungen auf. Sie zu streichen belastet den Gläubiger und hat damit reale Auswirkungen. Da öffentliche Haushalte Wertberichtigungen und Risikovorsorge nicht kennen, muß ex post ein

äquivalenter Weg gefunden werden, die Beseitigung von Phantomschulden "verdaubar" zu machen. Dies ginge relativ einfach in Form eines Fonds, der jene Schulden des Schuldnerlandes übernimmt, die diesem erlassen werden müssen - Phantomschulden, aber auch Schulden, die nur zu Lasten der wirtschaftlichen Zukunft und auf Kosten einer Minimalversorgung der Armen bedient werden können. Gegenüber diesen Fonds halten öffentliche Gläubiger weiterhin ihre Forderungen auf dem Papier aufrecht, um diese nicht auf ein Mal sondern jeweils bei Fälligkeit zu streichen. Dies entlastet die Schuldnerwirtschaft und erlaubt dem Gläubiger die Streckung des realökonomisch schon eingetretenen Verlusts über mehrere Jahre, verhindert somit einen "Budgetschock". Es handelt sich bei dieser Form des Abbau von Phantomschulden, wohlgemerkt, nur um eine Form der Aufarbeitung des wirtschaftlich schon eingetretenen Verlustes, nicht tatsächlich um ein Streichen einbringlicher Forderungen. Im Vergleich zur Risikovorsorge ex ante, wie sie Banken und private Firmen betreiben, ist es die schlechtere, weil etwas artifizielle Lösung, die allerdings aufgrund der ökonomisch rückständigen Buchungspraxis öffentlicher Hände notwendig wird. Diese antiquierte Buchungspraxis ist zweifellos ein Grund, warum Regierungen als Gläubiger eine Insolvenz stärker ablehnen als kommerziell geführte Banken, die Insolvenzen zwar verständlicherweise nicht schätzen, aber als Bestandteil des Bankgeschäfts akzeptieren.

Da oft behauptet wurde, die Risikovorsorge der Banken sei auf Kosten der Steuerzahler(innen) betrieben worden, sollte kurz gezeigt werden, warum dies nicht stimmt. Rücklagen und Rückstellungen für Forderungsverluste sind ökonomisch nichts anders als eine Methode, die Nominalwerte an die verringerten, wahren Werte der Forderungen anzupassen, eine sinnvolle Maßnahme, die öffentliche Hände unterlassen. Entspricht die Risikovorsorge den tatsächlichen Wertverlusten der Kredite, so bedeutet steuerliche Absetzbarkeit lediglich, daß das zu versteuernde Einkommen mit dem tatsächlichen, wirtschaftlichen Einkommen übereinstimmt. Eine Besteuerung real nicht angefallener Gewinne wird korrekterweise vermieden. Ist die steuerabzugsfähige Risikovorsorge größer als der tatsächliche Wertverlust, so entstehen dem Budget tatsächlich Kosten - ein zinsenloser Kredit wird bis zu ihrer Auflösung oder bis zur Erreichung der tatsächlichen Wertminderung der Forderung gewährt. Die jährlichen Kosten für den Staat wären dann der Differenzbetrag zwischen tatsächlichem Wertverlust und Rücklagen mal dem Steuersatz des Unternehmens mal dem Zinssatz zu dem die Finanzministerin selbst Kredite aufnimmt. Nimmt man eine effizient gemanagte Bankenaufsicht und Finanzverwaltung an, so dürfte diese Differenz und damit die wahren Kosten für das Budget recht klein ausfallen. Der Stabilitätsgewinn ist aber umgekehrt recht groß. Die größere Flexibilität europäischer Banken gegenüber Schuldnerregierungen geht nicht zuletzt auf den adäquaten Aufbau von Risikovorsorge zurück.

Letztlich muß irgendwann die Uneinbringlichkeit anerkannt werden, die Frage ist nur wie schnell, in welcher Weise und mit welchen Opfern des Schuldners. Auch im Falle insolventer, souveräner Schuldner bleibt nur die Wahl zwischen einem schnellen, fairen und rechtsstaatlichen Verfahren und einem der Schuldknechtschaft ähnlichen Zustand der Dominanz der Gläubiger, der allerdings die Schulden - wie die Daten seit 1982 zeigen - nur weiter steigen läßt und das Problem vor allem zu Lasten der Schuldnerwirtschaften verschärft. Die durch Verzögerung wachsenden Phantomschulden dürften wohl auch der Grund sein, warum private Banken einer fairen Insolvenzlösung weniger ablehnend gegenüber stehen als offizielle Gläubiger. Nicht zuletzt verursacht das Verwalten der Krise Kosten, die private Unternehmen auch unter Marktbedingungen verdienen müssen. Demgegenüber gewinnen internationale Finanzinstitutionen durch Krisen an Bedeutung, und es werden ihnen neue Dienstposten zugestanden.

Insolvenz nach dem US Kapitel 9

In den USA können Schuldner mit Hoheitsgewalt (z.B. Steuerhoheit) wie private Firmen Vergleich anmelden. Praktisch sind solche *municipalities* Stadtgemeinden, Bezirke, aber auch Versorgungsbezirke (etwa für Wasser). Verfahren nach Kapitel 9 werden seit Jahrzehnten durchgeführt und führen zu "normalen" Vergleichsverfahren ähnlichen Schuldenreduktionen.

Nach US Recht kann eine *municipality* bei Gericht um Schutz unter Kapitel 9 einreichen, wenn sie insolvent oder unfähig ist, ihre Schulden zeitgerecht zu bedienen. Danach können Gläubigerforderungen nur noch im Rahmen des Vergleichs befriedigt werden. Die endgültige Lösung muß in einem fairen und offenen Verfahren erreicht werden, ohne Übervorteilung, wie subtil auch immer. Bei der Festlegung der Quote werden die Einnahmen und Ausgaben des Schuldners betrachtet, wobei die Möglichkeiten Steuern bzw. Abgaben einzuheben und das Ausmaß, in dem Steuererhöhungen sowohl notwendig als auch durchführbar sind, berücksichtigt werden. Die Gläubiger, deren Interessen im Verfahren fair zu berücksichtigen sind, sollen jene Quoten erhalten, die unter den gegebenen Umständen *vernünftigerweise* erwartet werden können.

§ 904 verbietet dem Gericht, zu entscheiden, welche Dienstleistungen und Vergünstigungen der Schuldner seinen Bürgerinnen und Bürgern bereitstellen darf. Erst dieses Verbot jeder Einmischung in die hoheitlichen, politischen und steuerlichen Angelegenheiten führte übrigens dazu, daß der US Kongreß in den Dreißigerjahren

diesen Gesetzesvorschlag akzeptierte. Gläubigerinterventionen, unter denen Entwicklungsländer und ihre Bevölkerungen leiden, erschienen dem US-Gesetzgeber für amerikanische öffentliche Schuldner inakzeptabel.

Andererseits muß der Schuldner den Gläubigern natürlich eine realistische Vergleichsquote anbieten, um eine Lösung seines Überschuldungsproblems erreichen zu können. Laut US-Gesetz muß die Lösung auch im besten Interesse der Gläubiger sein. Es ist sehr wichtig, dies zu betonen, da ein von allen akzeptierter Lösungsmechanismus nicht zu Lasten einer Seite konstruiert sein darf. Auch ein internationales Verfahren muß daher diese Grundprinzipien befolgen, es muß absolut fair sein und darf weder Schuldner noch Gläubiger einseitig bevorzugen.

Kapitel 9 hat eine weitere Besonderheit, die es als internationalen Lösungsmechanismus besonders geeignet erscheinen läßt: das *Anhörungsrecht* der vom Vergleichsverfahren betroffenen Bevölkerung. Sogenannte "spezielle Steuerzahler" - speziell, weil man ihnen höhere Abgaben aufbürden möchte - können gegen die geplante Lösung Einwendungen vorbringen. Ebenso haben die Dienstnehmer (Beamtinnen und Beamten) der *municipality* das Recht, sich zur Sinnhaftigkeit und Durchführbarkeit der ins Auge gefaßten Vergleichsregelung zu äußern. Hierbei können sie von ihren Gewerkschaften bzw. Standesvertretungen vor Gericht vertreten werden. Schließlich kann das Gericht *jeder* interessierten Partei zur Gesamtlösung bzw. zu Einzelaspekten Äußerungen zu erlauben. Eine zur Verelendung führende Austeritätspolitik, wie sie Schuldnerländern aufgezwungen wird, wäre schon deshalb im Falle einer *municipality* undenkbar.

Ein internationales Kapitel 9-Verfahren

Es ist der Grundpfeiler jeder Rechtsstaatlichkeit schlechthin, daß niemand Richter in eigener Sache sein darf. Dies wird derzeit durch die öffentlichen Gläubiger aufs gröblichste verletzt, da diese, namentlich die Bretton Woods Institutionen, nicht nur die Rolle des Richters, sondern auch die des Gerichtsvollziehers, der Gerichtsgutachter, ja sogar die Rolle der "Verteidiger" des Schuldners übernehmen. Die Rolle der internationalen Finanzinstitutionen als federführende "Schuldenmanager" ist besonders bedenklich. Selbst öffentliche Gläubiger beanspruchen sie für sich eine Vorzugsbehandlung und Schutz vor jedweder finanziellen Verantwortlichkeit für ihre eigenen Entscheidungen. Ihr Entscheiden über die eigenen Forderungen wirkt sich nicht nur zu Lasten des Schuldners sondern auch zu Lasten der legitimen Interessen anderer Gläubiger aus. So mußten im Rahmen der Miyazawa/Brady

Initiative nur private Banken Schuldennachlaß gewähren, während öffentliche Gläubiger sogar neue Kredite vergaben. Im Falle Mexikos führte ein Nachlaß von 35 Prozent durch Privatbanken deshalb zu keiner merkbaren Entschuldung. Auch der Fall Ekuador zeigt, daß selbst großzügige Prozentsätze an Schuldennachlaß durch nur einer einzigen Gläubigergruppe unter diesen Umständen nicht ausreichen, um ein Land wirtschaftlich zu sanieren. Trotz erheblicher Schuldenreduktion seitens privater Banken wurde die Krise in beiden Fällen prolongiert.

Kürzlich kritisierte die Publikation *Emerging Markets this Week* der Commerzbank (No.26/1999, vom 15. Oktober) die Ungleichbehandlung öffentlicher und privater Forderungen und die Befangenheit von IWF und "Weltbank" als Schuldenmanager, die ihre eigenen Forderungen bevorzugen. Weiters wird ausgeführt, daß in jenen Fällen extremen Schuldendrucks, in denen die Verschuldung untragbar geworden sei, die Privatgläubiger sich nicht gegen eine unabhängige und faire Schiedsgerichtsbarkeit als Lösungsmechanismus aussprächen, aber ein faires "burden sharing" im Sinne der Einbeziehung der öffentlichen Gläubiger, namentlich der Bank und des IWF, verlangen. Diese Institutionen müßten endlich die finanzielle Verantwortung für die eigene Kreditvergabe übernehmen. "Weltbank" und IWF seien auch aus Gläubigerperspektive - so wird völlig korrekt dargelegt - aufgrund ihrer Befangenheit weder als Schiedsrichter noch als objektive Regulatoren souveräner Insolvenzen geeignet.

Rechtsstaatlich gesehen kommt nur eine völlig unabhängige Instanz für jene Rolle in Frage, die in den USA vom Gericht wahrgenommen wird. Wie im Völkerrecht üblich - und beispielsweise auch durch das Londoner Abkommen für eventuelle Meinungsverschiedenheiten zwischen der Bundesrepublik und ihren Gläubigern vorgesehen - müßte ein unparteiisches, von den Gläubigern und dem Schuldner besetztes Schiedsgericht gebildet werden. Jede Seite nominert die gleiche Anzahl von Schiedsrichtern, diese wiederum wählen eine weitere Person für den Vorsitz, sodaß eine ungerade Anzahl von Stimmen erreicht wird. Dieses Gremium müßte die Rolle des inländischen Gerichts übernehmen, zwischen Gläubiger- und Schuldnerseite vermitteln, beraten und wenn nötig entscheiden, sowie der von der Vergleichsregelung betroffenen Bevölkerung adäquate Möglichkeiten bieten, sich zu äußern. Wie im inländischen Recht müßten Vereinbarungen zwischen Gläubiger- und Schuldnerseite vom (Schieds)Gericht bestätigt werden, um Rechtskraft zu erlangen.

Die betroffene Bevölkerung muß natürlich vertreten werden. Organisationen und Institutionen, wie z.B. Gewerkschaften, Arbeitgeber- und Arbeitnehmervertretungen, NRO, Basisgruppen oder internationale Organisationen wie UNICEF können

dies wahrnehmen. Die Schiedsrichter müßten besonders darauf achten, daß ein Minimum an Menschenwürde für die Armen gewährleistet bleibt - eine Forderung, die in jedem nationalen Insolvenzrecht selbstverständlich ist und durch Schutzbestimmungen für den Schuldner durchgesetzt wird. Allein die Möglichkeit, die zu erwartenden Auswirkungen auf die Armen im Schuldnerland in einem öffentlichen Verfahren beschreiben zu können, würde das Schlimmste verhüten und zu einer Anpassung mit menschlichem Antlitz beitragen. Es ist sicher kein Zufall daß die üblichen "Verhandlungen" mit dem IWF und der "Weltbank" hinter verschlossenen Türen geführt werden.

Ein internationales Kapitel 9 sollte folgende weitere Elemente enthalten (für eine detailliertere Darstellung cf. Raffer 1990):

- *Schuldenfeststellung*: Alle Ansprüche müssen angemeldet und verifiziert werden, wie bei Insolvenzen grundsätzlich üblich.
- *Sozialisierte Schulden müssen null und nichtig erklärt werden*, d.h. ehemals private Schulden zu deren Ex-post-Übernahme Staaten gezwungen wurden, müssen wieder "privatisiert" werden. Dieses Problem zeigt übrigens sehr klar, wie notwendig eine Insolvenz für souveräne Schuldner ist, da dann der Anreiz für diese Form der Sozialisierung erheblich vermindert würde.
- *Kapitalflucht*: Sowohl Gläubiger- als auch Schuldnerländer sollten Maßnahmen zur Verhinderung der Kapitalflucht ergreifen, wie es von Wilhelm Nölling (1986) vorgeschlagen wurde. Geld, das durch kriminelle Akte, wie Korruption, Diebstahl oder Unterschlagung erlangt wurde, sollte nicht durch das Bankgeheimnis geschützt, sondern an die Geschädigten zurückgegeben werden. Jean-Loup Dherse, der Vorsitzende des Genfer Observatoire de la Finance, machte in der Zeitschrift The Banker (Mai 1999, S.14) einen besonders innovativen Vorschlag: Der Pariser Club oder seine Mitglieder sollten sich von den Schuldnerländern alle Ansprüche auf von vorigen Regierungen illegal ins Ausland verbrachte Gelder zedieren lassen. Dies würde den oft von den Gläubigerregierungen vorgebrachten moralischen Bedenken bezüglich Korruption Rechnung tragen. Wegen der größeren Durchsetzungskraft dieser Regierungen fiel das Eintreiben dieser Gelder leichter, und Schuldenreduktionen könnten sich teilweise selbst finanzieren. Auch würde dies die Gebarung in den Schuldnerländern in Zukunft verbessern. Nach ihrer Rhetorik urteilend darf man erwarten, daß die OECD Regierungen diesen Vorschlag gerne aufnehmen werden.
- *Wirtschaftliche Anpassung*: Wirtschaftsreformen innerhalb der Schuldnerländer sind zweifellos notwendig, aber die Last der Anpassung sollte nicht zur Gänze den Schuldnern auferlegt werden. Wie im nationalen Recht, oder etwa im Falle Mexikos in der Zwischenkriegszeit, Deutschlands und Indonesiens,

sollten Schuldendienst und wirtschaftliche Leistungsfähigkeit in Einklang gebracht werden. Das weitere Ansteigen der Verschuldung seit 1982 geht nicht zuletzt darauf zurück, daß dies bisher nicht erfolgte.

Im Gegensatz zur bisherigen Praxis muß es einen Ausgleich zwischen Protektionismus und Zahlungsverpflichtungen geben: je protektionistischer die Gläubigernationen sein wollen - d.h. je weniger Möglichkeiten sie dem Schuldner bieten, Devisen zu verdienen - desto größere Schuldenreduktionen müssen sie zugestehen. Eine realistische Politik müßte die Schuldnerwirtschaften an die tatsächlichen Bedingungen des Weltmarkts anpassen, nicht an die Lehrbuchillusion des "freien Marktes". Neben der Nutzung existierender Exportmöglichkeiten würde sie auch sinnvolle Importsubstitution betreiben, da wirtschaftliche Diversifikation für eine realistische Anpassung unerlässlich ist. Es wäre Aufgabe des Schiedsgerichts, ein Versteinern der Interventionen zu verhindern.

Schließlich sollte festgehalten werden, daß Deutschland mit der sozialen Marktwirtschaft eine Wirtschaftspolitik verfolgte, die nicht nur erfolgreich war, sondern sich auch diametral von der Wirtschaftspolitik unterscheidet, die derzeit Schuldnerländern aufgezwungen wird. Man darf sich fragen ob Deutschland, hätte man es einer "Strukturanpassung" à la IWF und "Weltbank" unterzogen, ebenfalls ein Wirtschaftswunder erlebt hätte. Fraglos läßt sich nachweisen, daß eine sich rapide verbessernde Schuldenbelastung, die überdies weit unter der nach Köln für die ärmsten Länder als zumutbar angesehenen Schuldenbürde lag, für ein europäisches Land als offensichtlich untragbar angesehen wurde.

- *Symmetrische Behandlung der Gläubiger:* Im Gegensatz zu bisher müssen alle Gläubiger, privat oder öffentlich, gleich behandelt werden, wie dies auch schon Abs im Falle Indonesiens verlangt hatte. Das bereits erwähnte Privileg einer vorrangigen Berücksichtigung der Forderungen multilateraler Finanzierungsinstitutionen ist völlig ungerechtfertigt. Derzeit bestehen diese Institutionen auf vollständiger Rückzahlung obwohl sie die Entscheidungen ihrer Schuldner massivst (bis zur Ebene der Mikroökonomie) beeinflussen und den Fortgang ihrer Projekte und Programme streng überwachen, selbst wenn durch Fehler ihrer Experten Schaden entsteht. Dies sei an einem Beispiel verdeutlicht. Time (12. Dezember 1988) berichtete über die Rolle der "Weltbank" im brasilianischen Polonoroeste Projekt. \$240 Mio. wurden in ein Projekt gesteckt, das bedeutende Umweltschäden verursachte. Die Bank gesteht mittlerweile "sich geirrt zu haben" und gab Brasilien einen neuen Kredit (\$200 Mio) mit dessen Hilfe die durch den ersten Kredit verursachten Schäden behoben werden sollten. Die Effekte des Irrtums waren somit für die Bank erhöhte Zinseinkommen und für Brasilien, das auch den Fehler der Bank zu bezahlen hat, höhere Verschuldung. Dieser Schutz vor den Ergebnissen der

eigenen Entscheidungen und das Verdienen an eigenen Fehlern steht nicht nur in krassestem Widerspruch zur Marktideologie, die diese Institutionen anderen empfehlen, sondern auch zu den Erfordernissen der tatsächlich praktizierten Marktwirtschaft, für deren Funktionieren es unabdingbar ist, daß Entscheidungen immer mit Risiko verbunden sind. In einer Zeit, in der die Marktwirtschaft im Osten populär wurde, gibt es keinen Grund ihre Vorzüge und Effizienzgewinne den Bretton Woods Institutionen vorzuenthalten. Schon wegen ihrer starken Einflußnahme darauf, wie ihre Gelder verwendet werden, ist eine Bevorzugung multilateraler Institutionen gegenüber privaten Banken und anderen Gläubigern als sehr unfair abzulehnen. Die Kritik der Commerzbankpublikation wäre auch aus diesem Grund völlig berechtigt.

- *Fonds zur Finanzierung sozialer Mindeststandards*: Ein gewichtiger Einwand ist, daß sicher gestellt werden müsse, daß das für medizinische Grundversorgung, Primärschulbildung etc. zugunsten der Armen gewidmete Geld auch tatsächlich den Armen zugute kommt. Dies ist ein sehr wichtiger Punkt, da es sich hier um Mittel handelt, die den Gläubigerzugriff aufgrund des Prinzips des Schuldnerschutzes entzogen werden. Eine Insolvenzordnung ist ja nichts anderes als eine Kollisionsnorm, die trotz prinzipieller Rechtmäßigkeit der Forderung ein Minimum an Ressourcen zugunsten des Schuldners, seiner Gesundheit und seines Überlebens, letztlich seiner Menschenwürde dem Gläubigerzugriff entzieht, obwohl diese Ressourcen rein ökonomisch durchaus einbringlich wären. Wie die berühmte UNICEF-Studie von Cornia, Jolly und Stewart (1987) nachwies, wurde dieser elementare Schuldnerschutz den Armen im Süden konsequent verweigert. Im Hinblick auf die nachgewiesenen Auswirkungen auf sogenannte "verwundbare Gruppen", die Ärmsten in den Schuldnerländern, kann man wohl von einer Verletzung der Menschenrechte durch jene sprechen, die als Entwicklungshilfegeber derzeit so laut und gerne die Wichtigkeit der Menschenrechte, aber auch der Rechtstaatlichkeit predigen, diese aber in eigener Sache nicht anwenden.

Durch einen Fonds, der vom Schuldnerland in Inlandswährung gespeist wird - Ann Pettifor (1999) nannte ihn "Poverty Reduction Fund" - transparent geführt wird und in dessen Beirat Vertreter des Schuldnerlandes (auch der Regierung) und Personen aus den Gläubigerländern sitzen, läßt sich erreichen, daß das unter dem Titel des Schuldnerschutzes bereit gestellte Geld auch seinem Verwendungszweck zugute kommt. Durch diese Ausgliederung wäre Transparenz und Überprüfbarkeit der Gebarung erreicht, ohne daß dies oder allfällige Diskussionen über die Verwendung dieser Gelder das Budget und damit einen zentralen Teil der Souveränität betreffen. Allenfalls könnte auch bilaterale Entwicklungshilfe über diesen Fonds abgewickelt werden, was den Charakter der reinen Budgetausgliederung weiter zugunsten eines Fonds für die ärmsten Bevölkerungsschichten abschwächen könnte.

Conclusio

Die schon von Adam Smith, aber auch von Vertretern der Privatwirtschaft nach 1982 vorgeschlagene Lösung einer internationalen Insolvenz für Staaten ist wirtschaftlich sinnvoll, juristisch und ökonomisch durchführbar und vom Standpunkt der Rechtsstaatlichkeit und der Menschenrechte unabdingbar. Nach einer zu langen Zeit der Verschleppung durch die Gläubiger, lassen sich mittlerweile Tendenzen in Richtung Insolvenz und Spurenelemente eines Insolvenzverfahrens erkennen, doch verhindert die Dominanz der öffentlichen Gläubiger weiterhin eine sinnvolle und notwendige Lösung, die sich durch eine Internationalisierung einer Insolvenz nach den Prinzipien des US Kapitels 9 sofort umsetzen ließe. Der Rat Adam Smiths könnte in ökonomisch effizienter, gerechter und menschlicher Weise befolgt werden.

Literatur

- Cornia, G.A., R. Jolly & F. Stewart (eds) (1987) *Adjustment with a Human Face*, 2 Bände, Oxford University Press, Oxford
- Justitia et Pax (1999): "Neue Wege zur Lösung der internationalen Schuldenfrage, Stellungnahme der Deutschen Kommission Justitia et Pax zur Internationalen Schuldenfrage", Bonn (7. Mai 1999)
- Kampffmeyer, Thomas (1987) *Die Verschuldungskrise der Entwicklungsländer, Probleme und Ansatzpunkte für eine Lösung auf dem Vergleichswege*, DIE, Berlin
- Malagardis, Antonis (1990) *Ein "Konkursrecht" für Staaten? Zur Regelung von Insolvenzen souveräner Schuldner in Vergangenheit und Gegenwart*, Nomos, Baden-Baden
- Nölling, Wilhelm (1986) "Combating Capital Flight from Developing Countries", *Intereconomics* 21, S.117ff
- Pettifor, Ann (1999) *Concordats for debt cancellation, a contribution to the debate. Jubilee 2000 Coalition UK*, 18 March 1999 (Manuskriptskopie)
- Raffer, Kunibert (1989) "International Debts: A Crisis for Whom?" in: H.W. Singer & Soumitra Sharma (eds) *Economic Development and World Debt (Selected Papers of a Conference, held at Zagreb in September 1987)* Macmillan, London & Basingstoke, pp.51ff
- Raffer, Kunibert (1990) "Applying Chapter 9 Insolvency to International Debts: An Economically Efficient Solution with a Human Face", *World Development* (18, 2) pp.301ff

Raffer, Kunibert (1998) "The Necessity of International Chapter 9 Insolvency Procedures", in: Eurodad (ed.): Taking Stock of Debt, Creditor Policy in the Face of Debtor Poverty, Brussels, pp.25ff

Smith, Adam (1979) An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, vol.II, Glasgow edition von R.H. Campell/A.S. Skinner/W.B. Todd, Oxford etc. (Erstpublikation 1776)

Suratgar, David (1984) "The International Financial System and the Management of the International Debt Crisis", in: Ders. (ed) Default and Rescheduling Corporate and Sovereign Borrowers, Washington DC, pp.1ff

Entwicklungsfianzierung, Mikrofinance und Bankenregulierung

von Reinhard H. Schmidt*

Ein wesentlicher Teil der internationalen Finanzbeziehungen und speziell derer zu den sogenannten Entwicklungsländern ist im Rahmen dieser Tagung erstaunlicherweise überhaupt nicht zur Sprache gekommen, nämlich diejenigen Aktivitäten im Rahmen der Entwicklungshilfe, die man unter dem Schlagwort "Entwicklungsfianzierung" zusammenfaßt. Vor nicht allzu langer Zeit waren die Kapitalströme aus der offiziellen Entwicklungshilfe noch größer als die privaten (IMF, 1998, S. 60), und man kann nicht ausschließen, daß sie sozial- und entwicklungspolitisch wichtiger sind als die privaten Kapitalströme. Der vorliegende, als Teil der Abschlusßdiskussion vorgesehene Beitrag soll wenigstens auf diese Lücke hinweisen. Er beginnt mit einer Einordnung der Entwicklungsfianzierung und geht dann auf ein aktuelles Problem der Regulierung von "microfinance institutions" ein.

Entwicklungsfianzierung

– ein wesentliches Element der internationalen Finanzbeziehungen

Entwicklungsfianzierung ist ein Sammelname für die vielfältigen Bemühungen, im Rahmen der Entwicklungshilfe "das Finanzwesen" der sogenannten

* Der Verfasser, Wilhelm-Merton-Professor für internationales Bank- und Finanzwesen der Goethe-Universität Frankfurt, ist Aufsichtsratsvorsitzender einer Beteiligungsgesellschaft, die an den meisten der im Text genannten Finanzinstitutionen beteiligt ist oder sich demnächst beteiligen wird. Er dankt Herrn Dr. Adlabert Winkler herzlich für wertvolle Hinweise und Verbesserungsvorschläge sowie für die Möglichkeit, Ergebnisse einer gemeinsamen Arbeit zu verwenden.

Entwicklungsländer zu fördern. Bemühungen auf diesem Gebiet gibt es schon lange.¹ In den letzten Jahren ist die Förderung des Finanzwesens der ehemals sozialistischen Länder, der sogenannten Transformationsländer, zu einem mindestens ebenso wichtigen Anwendungsfall der Entwicklungsfinanzierung geworden wie die der traditionellen Entwicklungsländer.

Unter den Begriff der Entwicklungsfinanzierung wurden und werden sehr vielfältige Aktivitäten subsumiert, die sich schwerpunktmäßig auch verschiedenen Phasen der Entwicklungspolitik zuordnen lassen (Krahen/Schmidt, 1994, Kap B).

In den 60er und 70er Jahren und teilweise bis in die 80er Jahre verstand man unter Entwicklungsfinanzierung die externe "Finanzierung von Wachstum und Entwicklung" durch Kapitaltransfer in die Empfängerländer. Diese Mittel wurden zur Finanzierung des Imports von Maschinen und anderen Investitionsgütern aus den Industrieländern in die Entwicklungsländer in der Form langfristiger Devisenkredite bereitgestellt. Der typische Entwicklungshilfekredit wurde von einer multilateralen Finanzinstitution wie der Weltbank oder einer entsprechenden Institution der einzelnen Geberländer wie der deutschen Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) an eine lokale staatliche Entwicklungsbank wie die Industrial Development Bank of Kenya vergeben, die die Mittel an Kreditnehmer im Empfängerland weiterleitete. Bei der Entwicklungsfinanzierung jener Zeit ging es vor allem darum, Kapital in die Empfängerländer zu kanalisieren und damit die vermutete Spar- und Devisenlücke dieser Länder, die man als das entscheidende Entwicklungshemmnis ansah, zu schließen.² Hinter dieser Politik stand aber auch die sozialpolitisch motivierte Vorstellung, daß die massive externe Finanzierung von typischerweise großen Industrie- und Infrastrukturprojekten zu einem allgemeinen Entwicklungsschub in den Empfängerländern führen würde, der über den sogenannten "trickle down-Effekt" auch die wirtschaftliche und soziale Situation breiter Bevölkerungskreise verbessern würde. Von wenigen Ausnahmen abgesehen hat sich diese Erwartung aber nicht erfüllt. Es kam eher zu einer dualistischen Entwicklung, in deren Verlauf zwar moderne Wirtschaftssektoren gefördert wurden, sich gleichzeitig aber die Lage der großen Masse der Bevölkerung eher verschlechterte. Nicht zuletzt deshalb ist diese Art der Entwicklungsfinanzierung in den letzten Jahren auch deutlich zurückgefahren worden.

¹ Vgl. zum Überblick Weltbank (1989) und aus heutiger Sicht Long (1999).

² Diese Überlegung werden allerdings immer noch vertreten, vgl. die Nachweise in Easterly (1997).

Die Entwicklungsfinanzierung der nächsten, die 70er und vor allem die 80er Jahre umfassenden Phase reagierte auf das Versagen der bis dahin praktizierten Politik, indem sie darauf abzielte, die Menschen, denen die Entwicklungspolitik letztlich nützen sollte, auch unmittelbar zu erreichen. Deshalb war die Entwicklungsfinanzierung der zweiten Phase dezidiert "zielgruppenorientiert". Engagierten Entwicklungspolitikern war es in dieser Phase vor allem wichtig sicherzustellen, daß die Kapitalströme aus den Industrieländern - aufgeteilt in kleine und kleinste Kredite - auch wirklich bei ärmeren, aber wirtschaftlich aktiven Bevölkerungskreisen der Entwicklungsländer ankamen. Um die Zielgruppen erreichen zu können, wurden spezielle Institutionen als Kreditverteiler gebraucht, die diesen Bevölkerungskreisen besonders nahe standen. Weder staatliche Stellen noch Banken erfüllten diese Bedingung, und damit wurden in den 80er Jahren "non-governmental organisations" (NGOs) als Kreditgeber einerseits und Unternehmer bzw. Unternehmerinnen des sogenannten informellen Sektors als Kreditnehmer andererseits zum Traumpaar auf der entwicklungspolitischen Bühne.

Die Politik der zielgruppenorientierten Kreditvergabe hatte allerdings auch ihre Schattenseiten. Die wichtigste davon war, daß sich die NGOs als ungeeignete Institutionen für die Durchleitung der Entwicklungshilfemittel an die intendierten Zielgruppen erwiesen und die Förderungspolitik dadurch keine Breitenwirkung erzielen konnte. Eine umfassende empirische Untersuchung aus den frühen 90er Jahren ergab, daß die Verwaltungs- und Risikokosten pro einem Dollar ausstehendem Kredit selbst bei den *besten* kreditvergebenden NGOs in Lateinamerika fast einen Dollar pro Jahr betrugen (Schmidt/Zeitinger, 1996). Wegen der enormen Kosten und weil sie der naheliegenden Meinung waren, daß es wirtschaftlich und politisch nicht vertretbar ist, so hohe Kosten an die Kunden, die "armen Leute", weiterzugeben, brachen die meisten dieser Kreditprogramme über kurz oder lang unter der Last ihrer Verluste zusammen. Zudem hatten ihre Probleme eine Tendenz zur Selbstverstärkung: Die Kreditnehmer konnten darauf spekulieren, daß die kreditvergebenden Institutionen schnell wieder aus dem Markt verschwinden würden, und damit fehlte ihnen jeder Anreiz, ihre Kredite zu verzinsen und zu tilgen, wodurch wiederum die Kreditkosten für die Kreditgeber untragbar hoch wurden, was die NGOs um so schneller zusammenbrechen ließ.

Das System der Kreditvergabe über zielgruppennahe, aber ineffiziente NGOs erfüllte daher nicht das Kriterium der Nachhaltigkeit. Deshalb begann Anfang der 90er Jahre die Suche nach Möglichkeiten, die Kreditvergabe zu rationalisieren, die Kosten zu senken und dauerhaft lebensfähige zielgruppenorientierte Finanzinstitutionen zu finden bzw. zu schaffen. Diese Ausrichtung kennzeichnet die dritte und

aktuelle Phase der Entwicklungsfinanzierung, in der nicht der Kapitaltransfer, sondern das "Institution Building" im Vordergrund steht (Otero/ Rhyne, 1994).

Neue Methoden der sozial angepaßten Kreditvergabe und neue Förderungskonzepte, die den Aufbau von Institutionen als zentral ansehen und eine Politik der konsequenten Kostendeckung befürworten, haben sich in einigen geradezu spektakulären Fällen als erfolgreich erwiesen. Was noch vor wenigen Jahren unmöglich erschien, ist heute erreichbar: Man kann mit - im Vergleich zu früheren nicht erfolgreichen Versuchen - geringem Finanzierungsaufwand der Gebergemeinschaft und in relativ kurzer Zeit zielgruppenorientierte "microfinance institutions" aufbauen, die rechtlich und organisatorisch wie professionelle Banken ausgestaltet sind, profitabel arbeiten und deshalb stabil sind – bzw. umgekehrt: die profitabel sind, weil ihre Kunden sie als stabil ansehen und deshalb auch ihre Kredite zurückzahlen, um sich so für die Zukunft den Zugang zu kleinen und kleinsten Krediten zu erhalten. Die Zinsmargen, die diese Institutionen brauchen, um die bei Kleinstkrediten unvermeidlich hohen Verwaltungskosten und die bei geschicktem Vorgehen keineswegs hohen Risikokosten abzudecken, liegen bei 20%. Solche "micro finance banks" sind auch in der Lage, zu wachsen und damit einen größeren Kundenkreis mit den für ihre wirtschaftlichen Aktivitäten wahrlich nötigen Klein- und Kleinstkrediten zu versorgen. Sie verbinden "sustainability" und "outreach" (Von Pischke 1991, Kimenyi 1998). Die Praxis der letzten Jahre zeigt zudem, daß sich die Erfahrungen, die man beim Aufbau einer solchen Institution in einem Land gemacht hat, in andere Länder und sogar in andere Erdteile übertragen lassen. Die Musterbeispiele von derzeit etwa einem Dutzend sehr erfolgreicher "micro finance banks" wie BancoSol in Bolivien oder Financiera Calpía in El Salvador, die zusammen Hunderttausende von Kunden mit Bankleistungen versorgen, zeigen nicht nur, was erreichbar ist; sie legen auch nahe, was entwicklungspolitisch zu fordern ist: mehr BancoSols und Calpías in vielen Ländern entstehen zu lassen. Aber beim Transfer dieser sozial höchst wichtigen institutionellen Innovation in andere Länder und Regionen gibt es unerwartete und sachlich völlig unnötige Probleme. Eines dieser Probleme ist die Regulierung und Lizenzierung dieser zielgruppenorientierten Banken.

Bankenregulierung als Hindernis für "Micro Banking"

Angesichts der gravierenden Probleme und manifesten Krisen in zahlreichen nationalen Finanzsystemen haben die Weltbank, der IWF und einige andere Entwicklungsagenturen in jüngster Zeit ihre traditionell eher liberalen Auffassungen

hinsichtlich der wünschenswerten Ausgestaltung von Finanzsystemen aufgegeben. Nachdem sie jahrelang vor allem für eine konsequente Deregulierung eingetreten waren (Hermes, 1994), plädieren sie inzwischen für eine deutliche Verschärfung der Bankenregulierung.³ Strukturanpassungs- und makroökonomische Stabilisierungsprogramme enthalten daher in der Regel Vorgaben an die nationalen Regierungen, ihre Bankenregulierung zu verschärfen⁴, und auch unabhängig von solchen Programmen üben die multinationalen Finanzinstitutionen diesbezüglich Druck auf nationale Regierungen aus.⁵ Auf den ersten Blick erscheint dies uneingeschränkt sinnvoll, denn es gibt starke empirische Belege dafür, daß der Entwicklungsstand des Finanzsystems einer der wichtigsten Faktoren ist, die Wachstum und Entwicklung fördern (King/Levine, 1993), und ohne Zweifel gehört zu einem guten Finanzsystem auch eine stringente und möglicherweise auch strikte Bankenregulierung und Bankenaufsicht.⁶

Doch wie jede andere Regulierung kann auch Bankenregulierung mehr Schaden anrichten als Nutzen stiften, wenn sie nicht sachgerecht ist. Die sich weltweit verbreitende Politik der restriktiveren Bankenregulierung behindert, ja erstickt, die aussichtsreichsten Ansätze auf dem Gebiet des "microfinance"; und daß es ein bedarfsgerechtes Angebot an Klein- und Kleinstkrediten und anderen Finanzdienstleistungen für "kleine Leute", möglicherweise den produktiven und kreativen Mittelstand kommender Jahrzehnte, gibt, stellt auch ein wichtiges Qualitätsmerkmal eines Finanzsystems dar, dem gerade in Entwicklungs- und Transformationsländern eine besondere Beachtung gebührt.

Zwei Arten von Eigenkapitalvorschriften

Immer schon war ein Kernbereich der Bankenregulierung die Forderung, daß Banken genügend Eigenkapital haben. Mindestkapitalanforderungen dienen mehreren Zwecken. Sie sollen Einleger oder Sparer vor Verlusten aus Bankzusammenbrüchen schützen; sie sollen die einzelnen Banken stabilisieren; und sie sollen das gesamte Finanzsystem vor sogenannten systemischen Risiken schützen.

³ Vgl. insb. Galbis 1994; Barth/Caprio/Levine 1999

⁴ Vgl. am Beispiel Asiens, IMF (1998), S. 105. Im Verlauf des Third Annual Seminar on New Development Finance in Frankfurt (27.-9.-1.10.1999) wurde von zahlreichen Teilnehmern aus betroffenen Ländern bestätigt, daß dies ein allgemeiner Trend ist.

⁵ Einen solchen Druck gibt es auch von Seiten der EU gegenüber potentiellen Beitrittskandidaten in Mittel- und Osteuropa, wofür allerdings weniger Vorstellungen finanzpolitischer Art als das Interesse der EU an einer weitgehenden Vorweg-Anpassung ausschlaggebend sein dürften.

⁶ Vgl. Demirgüç-Kunt/Detragniache 1998; Caprio 1998.

Es ist wichtig, zwei Arten der Kapitalanforderungen zu unterscheiden: *relative* Kapitalanforderungen, die von Banken einen Mindestbestand an Eigenkapital oder anderem risikotragendem Kapital in Höhe eines bestimmten Prozentsatzes der – möglicherweise mit Risikofaktoren gewichteten – Vermögensgüter verlangen, und *absolute* Kapitalanforderungen, die einen Mindestbetrag an Eigenkapital als Voraussetzung für die Gewährung einer Banklizenz festlegen. Die Forderung nach einem relativen Mindestkapital ist spätestens seit Verabschiedung des sogenannten „Basle-Accord“ im Prinzip unumstritten und dient – wenngleich mit Einschränkungen (Dziobek/Frecaut/Nieto 1995) - auch als Richtschnur für Entwicklungs- und Transformationsökonomien (Weltbank 1989, S. 113f.). Hingegen ist die Forderung nach einem absoluten Mindestkapital sachlich nicht leicht zu verstehen. Zwei Interpretationen bieten sich an: Zum einen kann man sie als eine sehr wenig subtile Methode verstehen sicherzustellen, daß auch und gerade für neue Banken das eigentlich relevante relative Mindestkapital nicht zu gering ist. Dies dürfte insbesondere im Kontext der mittel- und osteuropäischen Reformländer ein Grund für den zum Teil erheblichen Anstieg der Mindestkapitalanforderungen (IWH 1999) sein, nachdem zu Beginn des Reformprozesses, zumindest in einigen Ländern Summen von wenigen Tausend US-Dollar ausreichten, um eine Bank zu gründen und zu lizensieren (EBRD 1993, S. 13). Nach zahlreichen Finanzkrisen in diesen Ländern herrscht mittlerweile Einigkeit darüber, daß dies die Transformation des Finanzsystems behindert und nicht gefördert hat (EBRD 1998, S. 129). Als wirtschaftspolitisches Ziel wird daher nun der Aufbau eines Bankensektors mit einigen wenigen soliden Banken bezeichnet (Weltbank 1996, S. 103). Mit einer hohen Mindestkapitalanforderung wird zumindest der quantitative Teil dieses Ziels leichter erreicht.

Zum anderen dient eine absolute Mindestkapitalanforderung auch dazu, die Verantwortung und die Arbeitsbelastung der Bankenaufsicht gering zu halten; und deshalb bietet sich diese eher primitive Art der Bankenregulierung besonders dann an, wenn in einem Land die Bankenaufsicht institutionell schlecht entwickelt ist. Auch dies ist in vielen Entwicklungs- und Transformationsländern der Fall.⁷

Microfinance als Regelungsproblem

In den meisten Entwicklungs- und Transformationsländern bekommen Handwerker, Händler mit kleinen Geschäften oder Marktständen, Kleinbauern und andere wirt-

⁷ Vgl. Galbis 1995, S. 10; EBRD 1998, S. 112; Long 1999.

schaftlich selbständige "kleine Leute" von den Banken sehr selten Kredite. Etablierte Banken wissen nicht, wie sie an diese Kunden Kredite so vergeben können, daß sie das Geld auch zurückbekommen. Oft sind sie auch nicht daran interessiert, die entsprechenden Kredittechnologien zu erlernen, da sie auf andere Kundengruppen ausgerichtet sind (Schmidt/Winkler, 1999). Genau deshalb ist es so wichtig, daß es in diesen Ländern die oben schon beschriebenen "microfinance institutions" gibt; und wenn es sie nicht gibt, was oft der Fall ist, ist es um so wichtiger, daß sie geschaffen werden können.

Die Erfahrung der letzten Jahre, insbesondere die mit nicht überlebensfähigen NGOs, legt es dringend nahe, daß auch zielgruppenorientierte Finanzinstitutionen nicht außerhalb des geregelten und beaufsichtigten formellen Finanzsektors operieren. Dies bedeutet jedoch umgekehrt, daß Bankenregulierung so zu gestalten ist, daß die Entstehung von *formellen* "micro banks" gefördert, zumindest aber nicht behindert wird.

Das spezifische Regulierungsproblem ergibt sich daraus, daß diese Banken zumindest zu Beginn ihrer Tätigkeit klein sind, gleichzeitig aber sehr spezialisiert sein müssen, um eine Kredittechnologie anwenden zu können, die den besonderen Umständen Rechnung trägt, derentwegen die etablierten - auch internationalen - Banken mit den "kleinen Leuten" nicht umgehen können und wollen.

Wie groß können und müssen solche Banken in einem typischen Entwicklungsland sein? Financiera Calpía aus El Salvador hat ein Eigenkapital von etwa 10 Mio. DM und ein Kreditportefeuille von etwa 40 Mio. DM, das auf 30.000 kleine und kleinste Kredite aufgeteilt ist, knapp 100 Kreditsachbearbeiter und einen gesamten Personalstamm von etwa 200 Personen. Calpía ist in El Salvador der Marktführer für Klein- und Kleinstkredite und deckt mehr als die Hälfte der gesamten Nachfrage nach solchen Krediten in dem Land ab. Seit 1994 ist Calpía eine formelle Finanzinstitution unter der Aufsicht der Zentralbank, und sie ist nicht nur entwicklungspolitisch, sondern auch kommerziell sehr erfolgreich. Die Eigenkapitalrendite liegt weit höher als die deutscher Banken.

Auf Erfahrungen aufbauend, wie sie im Falle von Calpía oder von Caja los Andes in Bolivien gesammelt worden sind, läßt sich die Mindestgröße einer dauerhaft kostendeckenden und damit stabilen Kleinstkreditbank abschätzen: Notwendig, aber auch hinreichend sind dafür heute ein Eigenkapital von 2 bis 3 Mio. US\$, ein Kreditportefeuille von 10 Mio. US\$ oder 5000 bis 10.000 Kleinstkredite und ein

Stab von 20 gut ausgebildeten "loan officers". Ein Eigenkapital von nur 3 Mio. US\$ hat zusätzlich den Vorteil, so niedrig zu sein, daß relativ leicht lokale Investoren als Gesellschafter gewonnen werden können. Dies ist besonders dann entwicklungspolitisch wünschenswert, wenn diese Gesellschafter lokale Banken sind, die erst einmal in das Kleinstkreditgeschäft "hineinschnuppern" wollen, ohne – aus ihrer Sicht - ein allzu großes Risiko und eine zu hohe finanzielle Verpflichtung einzugehen.

Die aktuelle Re-Regulierungswelle ist in diesem Zusammenhang in zwei Punkten von besonderer Bedeutung. Zum einen ist in der Praxis das wichtigste Element der neuen Regulierung in vielen Ländern eine beträchtliche Erhöhung des geforderten *absoluten* Mindestkapitals.⁸ Zum anderen gelten seit kurzem Mindestkapitalanforderungen oft gleichermaßen für alle Finanzinstitutionen, also für "micro enterprise banks" genauso wie für etablierte Geschäftsbanken. Beispielsweise fordert die Bankenaufsicht in Mazedonien neuerdings ein Mindestkapital von 10 Mio. Euro. Es ist aufschlußreich, sich die Folgen einer solchen Politik in der Praxis der Entwicklungsfinanzierung anzuschauen.

Wie "micro credit banks" entstehen

Wie entstehen kleine, dem Modell von Calpía nachgebildete zielgruppenorientierte formelle Finanzinstitutionen wie die "Georgia Microcredit Bank", die im Mai 1999 eröffnet wurde, oder die "Micro Enterprise Bank" in Bosnien-Herzegowina, die nach erst 18-monatiger Geschäftstätigkeit bereits heute, im Oktober 1999, ihre laufenden Kosten deckt und am Ende des zweiten Geschäftsjahrs voraussichtlich ihre Anlaufverluste weitgehend hereingeholt haben wird? Offensichtlich müssen solche Institutionen klein beginnen und schnell wachsen, um die ökonomisch nötige Mindestgröße zu erreichen, ab der Kostendeckung möglich ist. Dies ist nach zwei Jahren erreichbar – vorausgesetzt freilich, daß der Prozeß des "Institution Building" sehr kompetent betrieben wird. Spätestens dann ist es nötig und sinnvoll, daß die Institution den Status einer formellen Bank erhält, denn nur dann kann und darf sie auch Einlagen des Publikums entgegennehmen, was einerseits eine Quelle der Refinanzierung und andererseits eine wichtige Dienstleistung für die Kunden darstellt.

⁸ Im mittel- und osteuropäischen Kontext vgl. Dittus (1994, S. 51) sowie Winkler (1994).

In der Sprache der Finanzierungstheorie würde man den Aufbau einer "micro enterprise bank" als eine Projektfinanzierung bezeichnen. Damit das Projekt schnell vorangeht und erfolgreich ist, sind fünf Bausteine erforderlich.

- Der *erste Baustein* ist ein Team von zwei bis vier erfahrenen, typischerweise ausländischen Beratern, die schon an anderer Stelle am Aufbau einer Finanzinstitution mitgearbeitet haben und deshalb wissen, wie man in einem komplizierten und fremden Umfeld die auftretenden Probleme bei der Schaffung und dem Betrieb einer kleinen Bank lösen kann. Diesen Beratern fällt auch die Aufgabe zu, lokale Kräfte als Kreditsachbearbeiter und als spätere Manager auszuwählen und auszubilden.
- Der *zweite Baustein* ist eine Gruppe von Investoren, die das Vorhaben sinnvoll finden und das Konzept unterstützen und zusammen das erforderliche Mindesteigenkapital von 2 bis 3 Mio. US\$ aufbringen. Einer oder mehrere von ihnen müssen der aufzubauenden Institution auch als Zuschuß oder Kredit die Mittel zur Verfügung stellen, die über das Eigenkapital hinaus erforderlich sind, um sofort bei der Aufnahme des Geschäftsbetriebs als Kredite an Kunden verliehen zu werden. In der Praxis sind an solchen Projekten vier oder fünf Investoren beteiligt, darunter mindestens drei kommerziell ausgerichtete Entwicklungshilfeinstitutionen wie die niederländische FMO, die deutsche KfW oder die DEG, die sogenannte Osteuropabank (EBRD) aus London und die International Finance Corporation (IFC).
- Der *dritte Baustein* ist eine – oder auch mehrere – Entwicklungshilfeinstitution, die die Mittel aufbringt, aus denen die Berater und die Erstausrüstung der Bank mit Büromöbeln, Computern etc. finanziert werden. Natürlich kann der Financier dieser sogenannten "technical assistance" einer der Investoren sein, oder einer von ihnen unterstützt das Vorhaben, indem er die erforderlichen Mittel aus anderen Quellen, etwa von nationalen Gebern oder von der EU beschafft und mit seinem Renommee für eine entwicklungspolitisch sinnvolle Verwendung dieser Mittel "bürgt".
- Der *vierte Baustein* ist eine nationale Bankenaufsichtsbehörde, die zusagt, der neuen Institution eine Lizenz zu geben, wenn bestimmte sachgerechte Bedingungen erfüllt sind, und die sich später auch wirklich an diese Zusage hält. Voraussetzung dafür ist in aller Regel, daß diese Behörde das Vorhaben als sowohl kommerziell aussichtsreich wie auch als entwicklungspolitisch sinnvoll anerkennt.
- Der *fünfte und letzte Baustein* ist, wie er in der Sprache der Projektfinanzierung genannt wird, ein "Sponsor". Damit ist ein Partner gemeint, der das Konzept erarbeitet, die anderen Beteiligten zusammenführt und – in aller Regel – auch als Arbeitgeber der ausländischen Berater fungiert. Es stellt eines der Hauptprobleme der praktischen Entwicklungsfinanzierung dar, daß hinreichend

qualifizierte Sponsoren schwer zu finden sind, denn sie müssen nicht nur umfassende Erfahrung im Aufbau von Finanzinstitutionen in Entwicklungs- und Transformationsländern aufweisen, sondern auch eine starke Motivation haben, ihre komplizierte Aufgabe gut zu erfüllen und sich im Falle eines Mißerfolges nicht darauf hinauszureden, daß die Verhältnisse in Haiti, in Georgien, in Ghana oder in Bosnien so schwierig sind, daß sie nicht erfolgreich sein konnten. Im Prinzip könnte auch eine der als Investoren fungierenden internationalen oder einzelstaatlichen Entwicklungshilfeinstitutionen die Rolle des Sponsors übernehmen. Die Praxis zeigt allerdings, daß es eine bessere Alternative dazu gibt. In den bisher erfolgreichen Fällen haben auf das Gebiet der Entwicklungsfinanzierung spezialisierte private Beratungsfirmen wie die Frankfurter IPC, die Calpía aufgebaut hat, oder Non-Profit-Organisationen wie die amerikanische Gruppe ACCION, unter deren Institution-Building-Projekten BancoSol das Flaggschiff darstellt, die Rolle des Sponsors gespielt.

Mindesteigenkapitalanforderungen sind wirklich ein Problem

In vielen praktischen Fällen ist die IFC, die Beteiligungsgesellschaft der Weltbankgruppe, einer der Investoren. Nach der Auffassung der IFC, die andere in solche Projekte involvierte Investoren inzwischen übernommen haben, ist es erforderlich, daß sich der "Sponsor" auch am Eigenkapital der zu schaffenden Bank beteiligt, um sich dadurch finanziell wirksam zu einer erfolgreichen Projektentwicklung und -durchführung zu verpflichten. Ohne eine solche Beteiligung ist nach dieser gewiß nicht falschen Auffassung die Versuchung zu groß, sich im Falle eines Mißerfolgs auf die schwierigen Verhältnisse "herauszureden". Es ist dringend zu empfehlen, daß ein Sponsor nicht nur ein Projekt betreibt, sondern zugleich mehrere, denn nur dadurch läßt sich der Erfahrungstransfer von Land zu Land sicherstellen, was die Kosten und Risiken für alle Beteiligten reduziert. Aus Steuergründen muß der Anteil an einem Projekt, den ein Gesellschafter - und damit auch der Sponsor - übernimmt, mindestens 10% betragen. Wenn nun das erforderliche Mindesteigenkapital in jedem Einzelfall hoch ist, dann muß ein Sponsor außer einem sehr speziellen Know-How und einem sehr spezialisierten Mitarbeiterstab auch eine beträchtliche Kapitalkraft aufweisen. Nun gibt es aber ohnehin nur sehr wenige Institutionen, die als Sponsoren in Betracht kommen und die nötigen Voraussetzungen erfüllen, und deshalb macht es die derzeit zu beobachtende Verschärfung der absoluten Mindestkapitalanforderungen nicht nur viel schwerer, sondern möglicherweise einfach unmöglich, alle fünf Bausteine für die Schaffung einer "micro enterprise bank" zusammenzutragen.

Es wäre beispielsweise kaum möglich, in Mazedonien eine Institution wie Calpía in kleinerem Maßstab nachzubauen, nachdem in diesem Land das vorgeschriebene Mindestkapital für alle Finanzinstitutionen massiv erhöht worden ist, obwohl dies in der aktuellen Situation sehr wichtig wäre. Sogar Calpía selbst würde heute nicht mehr die Mindestkapitalanforderungen erfüllen, die kürzlich in El Salvador drastisch erhöht worden sind.⁹ Zum Glück wurde Calpía bei der Einführung der neuen Vorschriften eine großzügige Übergangsregelung zur Anpassung gewährt. Wäre dies nicht geschehen, müßte dieses Institut, weltweit eines der erfolgreichsten seiner Art, sofort seine Tore schließen, denn mit seiner Kundengruppe, seinem Aktionärskreis und seinem Personalstamm und vor allem mit seinem Marktanteil von bereits heute über 50% könnte Calpía einfach nicht in kurzer Zeit seine Größe verdoppeln, ohne seine eindeutige Zielgruppeorientierung und seine finanzielle Solidität zu verlieren, die zusammen die wesentliche Grundlage für ihren entwicklungs- und geschäftspolitischen Erfolg bilden.

Politische Implikationen

Vorsicht ist im Bankgewerbe unverzichtbar. Dies spricht dafür, daß es auch für "microfinance institutions" Mindestkapitalanforderungen gibt, auch wenn sich diese von den Anforderungen unterscheiden sollten, die für normale Geschäftsbanken gelten. Alle Finanzinstitutionen über einen Kamm zu scheren ist nicht sachgerecht. Es führt nur dazu, daß entwicklungspolitisch anspruchsvolle und sinnvolle Finanzinstitutionen der unsachgemäßen Regulierung ausweichen und außerhalb des formellen, geregelten Finanzsektors bleiben, wie es in der Vergangenheit weitgehend üblich war (Weltbank 1989, S. 137ff.). Dies würde aber ihre Möglichkeiten zur Ausweitung ihres Kundenstammes und zur Verbreiterung ihrer Produktpalette - und damit ihre entwicklungspolitische Wirkung - beschränken und ihre Stabilität reduzieren. Deshalb ist es höchste Zeit, die undifferenzierte Politik der Erhöhung von absoluten Eigenkapitalanforderungen zu überdenken und aufzugeben.

⁹ Calpía hat die Rechtsform einer Finanzierungsgesellschaft. Im Vergleich zu einer Geschäftsbanken ist bei der Lizenz zum Betreiben einer "Financiera" der Kreis der erlaubten Bankgeschäfte eingeschränkt und - bis vor kurzem - ein geringeres absolutes Eigenkapital erforderlich. In El Salvador gab es neben Calpía bis vor kurzem nur eine weitere "Financiera" von ökonomischem Gewicht, die allerdings nie das mindeste mit Mikrofinanzierung zu tun hatte. Diese "Financiera" ist zusammengebrochen, und daraufhin wurde die Sonderregelung hinsichtlich des Mindestkapitals für Institute in dieser Rechtsform aufgehoben.

Micro-Finanzinstitutionen, die sich einer Regulierung unterwerfen wollen, brauchen eine Regulierung, die ihren Problemen angemessen ist. Für sie sollte zugleich ein geringeres *absolutes* Mindestkapital und ein höheres *relatives* Mindestkapital vorgeschrieben sein als für normale Banken. Zugleich sollten strenge – und auch wirklich kontrollierte und durchgesetzte – Beschränkungen hinsichtlich der zugelassenen Geschäfte gelten. IWF und Weltbank sollten eine solche sachgerechte Regulierung fordern und fördern - und die EU sollte sie in ihrem Einflußbereich nicht behindern - und dafür noch mehr als bisher die Qualifizierung von Bankenaufsichtsbehörden unterstützen. Denn letztlich müssen diese in der Lage sein, eine entsprechend differenzierte Regulierung zu verstehen und umzusetzen.

Literatur

- Barth, R.J., G. Caprio und R. Levine (1999), Financial Regulation and Performance, World Bank Policy Research Working Paper No. 2037, Washington, DC
- Caprio, G. (1997), Safe and Sound Banking in Developing Countries - We're Not in Kansas Anymore, The World Bank, Working Paper No. 1739, Washington, DC
- Caprio, G. (1998), Banking on Crises, Expensive Lessons from Recent Financial Crises, The World Bank, Working Paper No. 1979, Washington, DC
- Demirgüç-Kunt, A. und D. Detragiache (1998), Financial Liberalization and Financial Fragility, IMF Working Paper No. 98/83, Washington, DC
- Dittus, P. (1994), Corporate Governance in Central Europe: The Role of Banks, BIS Economic Papers No. 42, Basle
- Dziobek, C., O. Frecuat und M. Nieto (1995), Non-G-10 Countries and the Basle Capital Rules: How Tough a Challenge is it to Join the Basle Club? IMF Paper on Policy Analysis and Assessment No. 95/5, Washington DC
- Easterly, W. (1997), The Ghost of Financing Gap. How the Harrod-Domar Growth Model still haunts Development Economics, World Bank Policy Research Working Paper, No. 1807, Washington DC.
- EBRD (1993), Current Economic Issues – EBRD Economic Review, London
- EBRD (1998), Transition Report, London
- Galbis, V. (1994), Sequencing of Financial Sector Reforms: A Review, IMF Working Paper No. 94/101, Washington, DC
- Galbis, V. (1995), Financial Sector Reforms in Eight Countries: Issues and Results, IMF Working Paper No. 95/141, Washington, DC.
- Hermes, N. (1994), Financial Development and Economic Growth: A Survey of the Literature, in: International Journal of Development Banking, Vol. 12, No. 1, S. 3 - 22
- IMF (1998), World Economic Outlook, October 1998, Washington, DC
- IWH (1999), Leistungsbilanzentwicklung in mittel- und osteuropäischen Ländern – Ursachen, Übertragungsmechanismen und wirtschaftspolitische Konsequenzen, Halle (Veröffentlichung in Vorbereitung)
- King, R.G. und R. Levine (1993), Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 107, S. 717 – 737
- Krahn, J-P. und R.H. Schmidt (1994), Development Finance as Institution Building, Boulder, Col.

- Long, M. (1999), A 1999 Perspective on Finance and Development: World Development Report 1989, Paper presented at the Third Annual Seminar on New Development Finance: Frankfurt, Germany, 27 September 1999
- Kimenyi, M. S., R.C. Wieland und J.D. Von Pischke (Hrsg.) (1998), Strategic Issues in Micro-finance, Avebury (UK)
- Otero, M. und E. Rhyne (Hrsg.) (1994), The New World of Microenterprise Finance - Building Healthy Financial Institutions for the Poor, West-Hartford, Ct
- Schmidt, R.H. und A. Winkler (1999), Financial Institution Building in Developing Countries, Finance & Accounting Working Paper No. 45, University of Frankfurt
- Schmidt, R.H. und C.-P. Zeitinger (1996), The Efficiency of Credit-Granting NGOs in Latin America, in: Savings and Development, Vol. 20, S. 353 - 384
- Von Pischke, J.D. (1991), Finance at the Frontier, Washington DC
- Weltbank (1989), Finanzierung und Entwicklung, Weltentwicklungsbericht 1989, Washington DC
- Winkler, A. (1994), The Monetary Situation in Russia Since the Start of the Pilot Phase of the "Russia Small Business Fund", IPC Working paper No. 4, Frankfurt
- World Bank (1996), From Plan to Market, World Development Report 1996, Washington DC

Programm der fünften Fachkonferenz (7./8. Oktober 1999)

Integration der Entwicklungsländer in die internationalen Finanzmärkte:

Zum Stand der Debatte nach Ausbruch der Asienkrise

Dr. Andreas Hauskrecht, Freie Universität Berlin

Kapitalströme in Entwicklungsländer - ein Entwicklungshemmnis?

Dr. Rainer Schweickert, Institut für Weltwirtschaft, Kiel

Was bleibt vom »Washington consensus«?

Prof. Dr. Lukas Menkhoff, RWTH Aachen, Fakultät Wirtschaftswissenschaften

Der Zusammenhang zwischen dem Entwicklungsniveau eines Landes und seiner angemessenen Integration in die internationalen Finanzmärkte

Prof. Dr. Hansjörg Herr, Fachhochschule für Wirtschaft, Berlin

Reale und monetäre Entwicklungstheorien. Theoretische Grundlagen und empirische Erfahrungen

Bausteine einer neuen internationalen Finanzarchitektur

1. Beschränkung kurzfristiger Finanzanlagen?

Dr. Thomas Plümper, Universität Konstanz, Verwaltungswissenschaftliche Fakultät

Der Einfluß kurzfristiger Kapitalimporte auf das Wirtschaftswachstum in Entwicklungsländern

Dr. Heribert Dieter, Institut für Entwicklung und Frieden, Universität GH Duisburg:

Kapitalverkehrskontrollen - ein Schutz der Entwicklungsländer gegen Finanzkrisen?

Bausteine einer neuen internationalen Finanzarchitektur

2. Einschränkungen für Geschäftsbanken und andere institutionelle Investoren?

PD Dr. Hans-Michael Trautwein, Universität Stuttgart Hohenheim

Geldschöpfung auf internationalen Finanzmärkten. Probleme ihrer Erfassung und Kontrolle

Prof. Dr. Jörg Huffscheid, Universität Bremen, Fachbereich Wirtschaft

Die Regulierung angebotsdominierter internationaler Finanzmärkte

Bausteine einer neuen internationalen Finanzarchitektur

3. Neuordnung der Devisenmärkte?

Dr. Beate Reszat, HWWA-Institut, Hamburg

Währungsgeschäfte als Krisenmotor

Prof. Dr. Peter Bofinger, Universität Würzburg

Der Beitrag der Zentralbanken in den Industrieländern zur Stabilisierung der Wechselkurse

Bausteine einer neuen internationalen Finanzarchitektur

4. Ein internationales Insolvenzrecht?

Prof. Dr. Kunibert Raffer, Universität Wien, Institut für Wirtschaftswissenschaften

Der Vorschlag eines internationalen Insolvenzrechtes

Abschlußdiskussion: »Eine neue internationale Finanzarchitektur

- welche Bausteine dienen welchen Interessen?«

Dr. Thomas Kampffmeyer, Deutsches Institut für Entwicklungspolitik, Berlin

Prof. Dr. Reinhard H. Schmidt, Merton-Professur der Universität Frankfurt

Bernhard Emunds, Nell-Breuning-Institut der Hochschule St. Georgen, Frankfurt

Teilnehmerinnen und Teilnehmer

Judith Behnen, Dr. Johannes Bickel, Prof. Dr. Peter Bofinger, Wolfgang Bürgstein, Dr. Heribert Dieter, Jochen Dittmar, Claudia Döpfner, Dr. Harald Eggerstedt, Bernhard Emunds, Dr. Ulrich Grosch, Dr. Andreas Hauskrech, Paul Hell, Prof. Dr. Friedhelm Hengsbach SJ, Peter Herkenhoff, Prof. Dr. Hansjörg Herr, Prof. Dr. Jörg Huffscheid, Martin Kachelrieß, Dr. Thomas Kampffmeyer, Christian Kellermann, Luc van Liedekerke, Konrad Melchers, Prof. Dr. Lukas Menkhoff, Dr. Matthias Möhring-Hesse, Carsten Muysers, Anja Osterhaus, Prof. Dr. Hans-Balz Peter, Dr. Thomas Plümper, Prof. Dr. Kunibert Raffer, Dr. Beate Reszat, Dr. Burkard Ruppert, Dr. Thomas Sablowski, Prof. Dr. Reinhard H. Schmidt, Dr. Rainer Schweickert, Yves Soudan OFM, Prof. Dr. Paul Bernd Spahn, Christian von Strachwitz, Prof. Dr.

Rainer Stöttner, PD Dr. Hans-Michael Trautwein, Marcel Tyrell, Dr. Dr. Johannes Wallacher, Prof. Dr. Joachim Wiemeyer, Dr. Adalbert Winkler, Thomas Wollenzien