

Jörg Huffschmid (1997)

"Dominanz globalisierter Finanzmärkte": Politische Kapitulation statt ökonomisches Gesetz

Wer von Finanzmärkten redet, handelt vom Gipfel der Globalisierung. Diese ist als überwältigende Entwicklung der Welt seit Beginn der 80er Jahre ins Bewußtsein der Öffentlichkeit gehämmert und mit Hinweisen auf offensichtliche Entwicklungen belegt worden: Der internationale Handel mit Gütern und Dienstleistungen ist schneller gewachsen als die Weltproduktion; die ausländischen Direktinvestitionen haben stärker zugenommen als der Außenhandel; transnationale Konzerne produzieren zunehmend in international vernetzten Zusammenhängen. Die Transaktionen auf den internationalen Finanzmärkten aber sind geradezu explodiert und haben schwindelerregende Höhen erreicht. Unvorstellbare Geldmengen und Unvorstellbare Geschwindigkeit: Das ist der Stoff, aus dem die Finanzmärkte sind. Jeder kennt die 1,3 Billionen Dollar, die 1995 täglich an den Devisenmärkten umgesetzt wurden. Jeder ahnt die power jener zehn Mrd. Dollar, die von New York nach Tokio geschoben werden und innerhalb einer Stunde nach New York zurückkommen und von diesem roundtrip zehn Millionen Dollar Profit mitbringen. Kein Wunder, daß gegen diese Macht der Finanzmärkte kein Kraut gewachsen scheint. Wer sich den Finanzmärkten zu widersetzen versucht, den bestrafen sie blitzschnell durch Kapitalflucht mit ruinösen Folgen für Währung, Wachstum und Wohlstand.

Hinsichtlich Außenhandel, Direktinvestitionen und internationaler Produktion ist die Globalisierungsdiskussion mittlerweile in nüchternere Bahnen eingemündet.(1) Sie stellt die Zunahme des Internationalisierungsgrades der Wirtschaft während der letzten 20 Jahre nicht in Frage, relativiert aber ihren Stellenwert und ihren Neuigkeitscharakter. Der große Schub beim internationalen Handel erfolgte nicht erst ab 1980, sondern schon in den 60ern und 70er Jahren, kann also nicht als neue Qualität der Globalisierung herhalten. Die ausländischen Direktinvestitionen entwickelten sich seit Mitte der 80er Jahre besonders dynamisch, machten aber im Weltdurchschnitt in der ersten Hälfte der 90er Jahre doch nicht mehr als 4,2% aller Investitionen auf der Welt und 5,5% aller Investitionen der entwickelten Länder aus.(2) Wie der internationale Handel sind auch die internationalen Direktinvestitionen nicht global: Zum einen finden beide hauptsächlich zwischen den entwickelten OECDLändern statt, der größte Teil der Menschheit, nämlich die Menschen der Dritten Welt, sind weitgehend von ihnen ausgeschlossen. Zum anderen bilden sich innerhalb der OECD in den 90er Jahren verstärkt (drei) regionale Zentren die sog. Triade heraus, die intraregionale Verflechtung wächst viel schneller als die interregionale. Die Verlagerung der Produktion in Niedriglohnländer findet in Einzelfällen statt, ist aber eher ein Randphänomen.(3) "Alles in allem kann man trotz der Öffnung Osteuropas nicht pauschal davon sprechen, daß es in den letzten Jahren einen Globalisierungsschub gegeben hätte."(4) Auch bei den Finanzmärkten ist ein nüchterner Blick angebracht. Er wird das Phänomen ihrer rasanten Entwicklung nicht bestreiten. Er soll aber genauer untersuchen, um welche Märkte und Teilmärkte es eigentlich geht (1), welches der ökonomische und vor allem politische Hintergrund für ihre schnelle Entwicklung ist (2), welche Probleme sich heute ähnlich wie oder anders als früher stellen (3) und schlagwortartig wo die politischen Handlungsperspektiven liegen (4).

1. Finanzmärkte: Abteilungen und Entwicklungen

Finanzmärkte lassen sich schematisch in vier unterschiedliche Teilmärkte aufgliedern, die unterschiedliche ökonomische Funktionen haben und für die unterschiedliche Ablaufmuster bestehen, die allerdings nicht ohne gegenseitige Rück- und Wechselwirkungen sind:

1. Die *Finanzierungsmärkte* oder *Primärmärkte* dienen traditionellerweise der *Finanzierung* von Unternehmensinvestitionen oder von Staatsausgaben (gelegentlich auch von Konsumgüterkäufen): Geldeinkommen, die von Haushalten nicht für den Verbrauch oder von Unternehmen nicht für Investitionen oder den laufenden Betrieb ausgegeben werden, also die Ersparnis einer Volkswirtschaft, sollen über die Institutionen der Finanzmärkte an (andere) Unternehmen oder an die öffentliche Hand weitergeleitet und dort zu privaten oder öffentlichen Investitionen verwendet werden und somit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage aufrechterhalten. Zur Ankurbelung des *Wirtschaftswachstums* ist ferner *zusätzliche* monetäre Nachfrage erforderlich, die durch Kreditschöpfung geschaffen wird. Diese Finanzierung von Investitionen und Staatsausgaben über die Finanzmärkte erfolgt auf drei Hauptwegen (und zahlreichen weiteren Pfaden, die diese Wege kreuzen, verbinden und mit einer Unzahl von Finanzinnovationen ausgestalten): die Gewährung von Bankkrediten, die Ausgabe von Unternehmensanteilen (i.d.R. Aktien), und die Auflage von Anleihen. Für die Unternehmen sind die beiden ersten Wege die Regel, die Verschuldung von Regierungen erfolgt üblicherweise über Anleihen. Dabei kann es natürlich zu Fehlkalkulationen und Schwindelgeschäften kommen, die mit Konkursen, Bankenkrach und Gläubigerverlusten enden. Die Vermittlung von Defizitsektor (der Geld braucht) und Überschussektor (der Geld übrig hat) ist in einer wachsenden Wirtschaft kein Problem, in der die Ersparnisse voll absorbiert werden. Prinzipiell problematisch wird es erst, wenn der Überschussektor dauerhaft mehr Finanzmittel bereitstellt, als die Unternehmen nachfragen und wenn die öffentliche Hand daran gehindert wird, dieses Geld aufzunehmen und auszugeben.

Der Umfang dieser güterwirtschaftlich relevanten externen Finanzierungsvorgänge kommt im Wert der zu einem bestimmten Zeitpunkt ausstehenden Bankkredite bzw. der Ausgabekurse von Anleihen und Aktien zum Ausdruck. Dieser Wert hat sich weltweit von 1982 bis 1992 von 15,0 Billionen auf 43,8 Billionen Dollar fast verdreifacht.(5) Sein Wachstum ist hoch, aber nicht so hoch wie das der Direktinvestitionen, die in der gleichen Zeit auf mehr als das Dreifache gestiegen sind. Der Umfang der Finanzierungen entsprach 1982 knapp dem Doppelten des OECD-Bruttoinlandsproduktes (8,8 Billionen Dollar), 1992 gut dem zweieinhalbfachen des OECD-BIP (17,3 Billionen Dollar).(6) Zwischen 1982 hat sich die Struktur des Finanzierungsmarktes zu Lasten des Bankensektors verschoben: Während sein Anteil an den Finanzierungen der Welt von 59,2% auf 44,9% zurückging, nahm der Anteil des Kapitalmarktes entsprechend von 40,8% auf 55,1% zu, darunter Aktien von 18,2% auf 25,6%, Anleihen von 22,6% auf 29,7%. Interessant ist, daß in diesen zehn Jahren der Internationalisierungsgrad neuer Finanzierungen nicht gestiegen, sondern leicht gesunken ist: Lag er 1982 bei 19,5% (wobei 17,8% auf internationale Bankkredite entfielen), so war dieser Anteil 1992 auf 18,1% gesunken (14,0% Bankkredite), während sich der Anteil der international aufgelegten Anleihen von 1,7% auf 3,9% verdoppelte, aber immer noch relativ gering blieb.(7)

Nach wie vor werden Anleihen überwiegend von öffentlichen Körperschaften aufgenommen: Vom Weltbestand aller Anleihen in Höhe von 26,9 Billionen Dollar waren Ende 1995 rund 61% von öffentlichen Stellen aufgelegt worden, und dies zu 94% im jeweiligen Inland. Auch für 1995 neu aufgelegte Anleihen lag der Inlandsanteil bei 92,3%.⁽⁸⁾

2. Die Sekundärmärkte, auf denen bereits bestehende Finanzierungsinstrumente gehandelt werden, also Aktien und Anleihen sowie in sehr viel geringerem Umfang bereits bestehende Kredite (die zu diesem Zweck allerdings erst in handelbare Titel verwandelt d.h. "verbrieft" werden müssen). Hinweise auf die Größe und Entwicklung dieser Märkte geben die Umsätze an den Börsen. Sie untertreiben den wirklichen Umfang allerdings deshalb, weil ein erheblicher Teil des Wertpapierhandels unmittelbar, ohne Dazwischenschalten einer Börse (OTC=over the counter), stattfindet. Der börsentägliche Umsatz mit Aktien betrug 1992 rund 30 Mrd. Dollar, bei Anleihen belief er sich auf rund 200 Mrd. Dollar. Bei 250 Börsentagen ist das ein Jahresumsatz von 7,5 Billionen bei Aktien und 50,0 Billionen Dollar bei Anleihen. Die Wachstumsrate des Umsatzes zwischen 1980 und 1992 betrug jahresdurchschnittlich für Aktien und Anleihen jeweils zehn Prozent und lag damit weit über der von Exporten und Produktion.⁽⁹⁾ Interessant ist für die aktuelle Diskussion, daß die Umschlaghäufigkeit von Wertpapieren in diesem Jahrzehnt nicht zugenommen, sondern abgenommen hat: 1982 wurde im Weltdurchschnitt jede Aktie alle 11 Monate gehandelt, zehn Jahre später nur noch alle 17 Monate. Bei Anleihen war das Umschlagstempo erheblich höher, ist aber auch zurückgegangen: Jede Anleihe wechselte 1982 im Durchschnitt jeden zweiten, zehn Jahre später jeden dritten Monat die Hand.

Traditionellerweise fördert der Handel mit Aktien die Konzentration und Zentralisation von Kapital und erleichtert insgesamt die Umstrukturierung des Unternehmenssektors: Unternehmen kaufen die Aktien ihrer Konkurrenten an den Börsen oder im Pakethandel auf, gliedern sich neue Unternehmen an, stoßen andere ab und bereinigen so ihre Unternehmensstruktur. Daß alle derartigen Prozesse in der Regel mit "Durchforstungen" der neuerworbenen oder abgestoßenen Unternehmensteile verbunden sind, gehört mit zu den beabsichtigten Begleitumständen derartiger Transaktionen. Die großen Konzentrationswellen nach dem zweiten Weltkrieg sind im wesentlichen über die Börse abgewickelt worden, in zunehmendem Maße ist das auch in Deutschland der Fall, wo bislang die Tradition des Pakethandels direkt von Käufer zu Verkäufer oder durch Vermittlung der Hausbanken vorherrschte.

Darüber hinaus führt die Existenz von Sekundärmärkten zur Flexibilisierung der Geldgeberseite auf den Primärmärkten: Sie verwandeln die bei Unternehmen und Staat längerfristig gebundenen Finanzierungsmittel in für die Gläubiger jederzeit liquidierbare Mittel, die entsprechend nach jeweilig wechselnden Stimmungen und Erwartungen hin und hergeschoben werden können. Das erleichtert und fördert die Spekulation und die Instabilität der Finanzungsverhältnisse. Bei Börsenkrisen und Finanzmarktcrashes erleiden zunächst nur die Finanzanleger Verluste. Für die Schuldner haben die Kursbewegungen ihrer Aktien oder Anleihen an den Finanzmärkten zunächst keine unmittelbare Bedeutung, weil mit der erfolgreichen Emission von Aktien und Anleihen der Finanzierungsvorgang zunächst abgeschlossen ist und der Gegenwert der ausgegebenen Finalisierungsinstrumente für Investitionen oder öffentliche Ausgaben zur Verfügung steht. Die mittelbaren

Folgen eines Kursverfalls sind allerdings nachhaltig: Die Möglichkeiten, neue Finanzmittel über den Kapitalmarkt aufzunehmen, sinken und die Finanzierung wird entsprechend teurer. Daher bemühen sich Unternehmen und Regierungen zunehmend darum, ihre Papiere attraktiv für Anleger zu machen. Bei Unternehmen wird der "shareholdervalue" gepflegt, für die Attraktivität öffentlicher Anleihen soll die "Verschlankung" des Staates sorgen.

Im Zuge der Erweiterung und Diversifizierung der Wertpapiermärkte hat auch der Handel mit kurzfristigen, dem jederzeit liquiden Geld immer ähnlicheren, Papieren (daher Geldmarktpapiere) enorm zugenommen. Der Geldmarkt war bis vor wenigen Jahren der Öffentlichkeit nicht zugänglich und diente nur dem kurzfristigen Kreditverkehr zwischen Banken untereinander und mit der jeweiligen Zentralbank. Hierdurch haben sowohl der Umfang als auch die Instabilität der nationalen und internationalen Finanzmärkte zugenommen.

Schließlich ist auch darauf hinzuweisen, daß das Wachstum des Wertpapierhandels auch die Bedeutung und den Einfluß hierauf spezialisierter Unternehmen vergrößert hat. Die traditionellen Kreditbanken haben ihre Abteilungen für das "Investmentbanking" ausgebaut, die Zahl und das Vermögen der Investmentfonds haben drastisch zugenommen. Von den Dispositionen ihrer Manager hängt das Schicksal ganzer Branchen ab.

3. Auf den *Devisenmärkten* werden die Währungen verschiedener Länder gehandelt. Durch die Preise für nationales Geld in anderen Währungen werden die güterwirtschaftlichen Austauschverhältnisse maßgeblich beeinflusst. Seitdem die jeweiligen nationalen Währungen nicht mehr an Gold gebunden sind, spielt der Devisenhandel eine wichtige Rolle in den internationalen Wirtschaftsbeziehungen; und seitdem das System der politisch garantierten Wechselkurse (BrettonWoods) in den 70er Jahren abgeschafft und durch ein System flexibler Wechselkurse abgelöst worden ist, kommt es in diesem Bereich zu mehr Unsicherheit und Risiken auf der einen und zu mehr Spekulation auf der anderen Seite. Von ihrer ursprünglichen Funktion bei der Finanzierung von internationalen Handels und Investitionsströmen hat sich der Devisenhandel weit entfernt: 1995 entsprach der Umfang des gesamten Weltexportes nur noch 1,6% des Umsatzes mit Devisen, 1977 waren es noch 28,5% gewesen.⁽¹⁰⁾ Die Tatsache daß die Devisenumsätze sich zwischen 1979 und 1995 von 30 Billionen auf 300 Billionen Dollar verzehnfacht haben, ist also in erster Linie auf die Zunahme der internationalen Spekulation zurückzuführen.

4. Auf dem Markt für *Derivate* geht es um den Handel mit Finanzprodukten, die sich auf die künftige Entwicklung der vorgenannten Finanzierungsinstrumente, z.B. den Kurs einer Anleihe oder die Zinsen eines Geldmarktpapiers oder den Wechselkurs einer Währung beziehen, also von diesen abgeleitet sind. Derartige Geschäfte können aus drei Gründen erfolgen:

um ein Basisgeschäft abzusichern, also z.B. den Erlös eines Exportgeschäftes, der erst nach einer bestimmten Zeit fällig wird, gegen Wechselkursschwankungen abzusichern (Hedging);

um bestehende Ertragsdifferenzen zwischen verschiedenen Geldanlagen (an verschiedenen Orten und zu verschiedenen Zeiten) auszunutzen (Arbitragegeschäfte);

um von einer erwarteten Veränderung (von Kursen, Zinsen oder Wechselkursen) zu profitieren (Spekulation).

Kurssicherungsgeschäfte gibt es schon lange. Das enorme Wachstum der Derivate hat aber erst gegen Ende der 80er Jahre begonnen. In der Zeit von 1990 bis 1994 ist der Betrag der ausstehenden börsengehandelten Derivate auf über das Vierfache von 2,3 Billionen auf 9,9 Billionen Dollar gestiegen. Derivate werden aber zum überwiegenden Teil nicht über die Börse, sondern frei gehandelt: Hier wuchs das Volumen in sechs Jahren auf das Siebenfache, von 3,5 Billionen auf 24,3 Billionen Dollar. Mit 334 Billionen Dollar lag der Jahresumsatz des weltweiten Derivatenshandels 1995 noch über dem des Devisenumsatzes.⁽¹¹⁾ Derivate sind zumeist kurzfristige Papiere. Dies kommt in ihrer Umschlaghäufigkeit zum Ausdruck: 1996 war der Handel mit Derivaten 32,5mal so hoch wie der Bestand am Jahresende. Durchschnittlich wurde also jedes Papier ungefähr alle 8 Tage (250 Arbeitstage durch 32,5 Umschläge = 7,7 Tage) umgeschlagen.

2. Politisches Zurückweichen vor ökonomischem Druck: Ursachen für die wachsende Bedeutung der internationalen Finanzmärkte

Entscheidend für die zunehmende Rolle der Finanzmärkte in der Gegenwart sind einerseits die ökonomischen Akkumulationsprobleme des entwickelten Kapitalismus ab den 70er Jahren und andererseits die Art und Weise, wie die Wirtschaftspolitik auf diese Probleme reagiert hat.

Die Entwicklungsblockierung der realen Akkumulation und Produktion ist in erster Linie Resultat unzureichender gesamtwirtschaftlicher Nachfrage, die ihrerseits durch das Zurückbleiben der vor allem aus Löhnen gespeisten Massenkaufrkraft und der durch Steuern finanzierten Staatsausgaben hinter dem mit Profiten aufgebauten Produktionsapparat verursacht wird. Sie hält die Unternehmen wegen fehlender Absatzaussichten von Erweiterungsinvestitionen ab, während aus Konkurrenzgründen unternommene Rationalisierungsinvestitionen Arbeitsplätze vernichten und so die Konsumnachfrage weiter vermindern. Hierauf wird hier nicht weiter eingegangen ([vgl. hierzu den Artikel von KlausPeter Kisker in diesem Heft](#)).

Auf diese typischen Verwertungsprobleme reagieren kapitalistische Unternehmen auf zweierlei Weise:

Zum einen betreiben sie forciert die Internationalisierung, d.h. den Export von Gütern und Dienstleistungen, die sie im Inland nicht rentabel verkaufen können, sowie von Kapital, das sie im Inland nicht verwerten können. Diese Expansion auf den Weltmarkt findet im wesentlichen innerhalb der industrialisierten OECDLänder statt und verschärft die internationale Konkurrenz und gegenseitige aggressive Marktdurchdringung. Die politische Reaktion hierauf ist die Orientierung der Wirtschaftspolitik und der ganzen Gesellschaft auf die Förderung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit, durch die Kürzung von Löhnen, Sozialabbau, Steuersenkung für die Unternehmen usw.

Die zweite Reaktion der Unternehmen besteht darin, erzielte Profite weder im Inland noch im Ausland in Produktionsanlagen zu reinvestieren, sondern als Finanzinvestitionen mit der Perspektive schneller und hoher Gewinne national oder international anzulegen. Einerseits fließen den Finanzierungsmärkten zwar weniger

Mittel aus dem Haushaltssektor zu, der wegen niedriger Einkommen oder Sozialleistungen (Arbeitslosenunterstützung) sein Sparen einschränkt, andererseits aber drängen die Mittel auf die Finanzmärkte, die als Gewinne realisiert worden sind, aber wegen fehlender Absatzaussichten nicht reinvestiert werden und statt dessen eine rentable Anlage im nichtproduktiven Bereich suchen.

Das führt zu einer wesentlichen Veränderung der ökonomischen Rollenverteilung. Die Unternehmen werden ihrer traditionellen Rolle, als Defizitsektor die volkswirtschaftliche Ersparnis aus dem Überschussektor Haushalte, wo sie traditionellerweise anfällt, über den Bankenapparat abzuziehen und in Realinvestitionen und anschließende Produktion zu verwandeln, immer weniger gerecht. Sie werden vielmehr ihrerseits zu Überschussektoren und Sparern, die eine Verzinsung ihres Geldkapitals suchen, ohne es in produktives Kapital verwandeln und in der Produktion einsetzen zu müssen. Ihr Hang zur Finanzinvestition findet seine theoretische Spiegelung und Weiterentwicklung darin, daß die Unterscheidung von Sparen und Investieren aufgegeben wird und jede Art der Geldverwendung als Investition erscheint. So werden auch die traditionellen Haushalte mit höheren Einkommen, die sparen können, unter der Hand zu Investoren, nämlich Anlegern ihres Geldvermögens, für das sie hohe Renditen erwarten. Die Zunahme von Finanzinnovationen ist mit dem Nachlassen von Wachstum und Produktion und mit steigender Arbeitslosigkeit verbunden.

Die seit den 70er Jahren für entwickelte kapitalistische Gesellschaften typische Situation des Übersparens bringt insbesondere die Finanzinstitutionen in Schwierigkeiten, die in Zeiten störungsfreien Wachstums durch Kreditvergabe oder das Management der Erstaussgabe von und den Handel mit Wertpapieren groß geworden sind. Hierzu zählen die traditionellen Kreditbanken, die Versicherungen (als Kapitalsammelstellen, die immer schon Anlagepolitik betrieben haben), die Wertpapierhäuser und die Investmentfonds. Im modernen Kapitalismus sind Finanzmärkte Käufermärkte, auf denen Finanzinstitute versuchen, durch das Versprechen hoher Renditen Anleger zu finden, deren Geld die Grundlage für ihr eigenes Geschäft ist. Daß Staaten sich wegen des niedrigen realen Wachstums und der hohen Arbeitslosigkeit gezwungen sehen, immer mehr Schulden aufzunehmen, ist ein äußerst glücklicher Umstand für diese Institutionen. Auch die Privatisierung zunächst aus Steuermitteln profitabel gemachter Staatsunternehmen ist ein zunehmend beliebtes Betätigungsfeld für institutionelle Anleger. Schließlich sind auch die ersten Schritte zur Privatisierung der Sozialversicherungen in Europa im Zusammenhang mit den Expansionsstrategien nationaler und internationaler Finanzinstitute zu sehen: Die Zusammenstellung und Verwaltung von Pensionsfonds öffnet weitreichende Geschäftsperspektiven für Finanzinstitute.

Zunehmende Akkumulationsprobleme als ökonomisches Grundproblem, zunehmende Internationalisierung und Finanzinvestitionen als hauptsächliche Reaktionen von Seiten des Kapitals, härtere internationale Konkurrenz und größeres Gewicht des Finanzsektors das ist das Szenario, das die gegenwärtige Situation umschreibt. Allerdings ist dies keine Situation, die sich zwingend aus der Logik des Kapitals ergibt. Sie ist vielmehr deshalb eingetreten, weil sie den Interessen der großen Kapitale am meisten entsprach, und weil sie politisch durchgesetzt werden konnte.(12)

Um aber politisch durchgesetzt werden zu können, mußten die politischen Regulierungen beseitigt werden, die nach dem 2. Weltkrieg im fernen Nachhall der revolutionären Stürme Anfang der 20er Jahre, im Rückblick auf die Katastrophe der Weltwirtschaftskrise, aus der Erfahrung des Faschismus heraus und mit Blick auf die Systemkonkurrenz gegenüber dem Sozialismus in der kapitalistischen Welt eingeführt worden waren mit dem erklärten Ziel, ungezügelter Konkurrenz und Wirtschaftskriege zu verhindern und eine primär am binnenwirtschaftlichen Ziel der Vollbeschäftigung ausgerichtete Wirtschaftsentwicklung durch sichere außenwirtschaftliche Rahmenbedingungen zu ermöglichen. Die in unserem Zusammenhang wichtigsten Elemente dieser Regulierung bestanden in einer institutionalisierten internationalen Kooperation, die feste Wechselkurse und einen Mechanismus zu ihrer Stützung bzw. Wiederherstellung vorsahen sowie in der allgemeinen Akzeptanz von Kapitalverkehrskontrollen, die das jeweilige Land vor Kapitalflucht oder Überschwemmung mit Kapital beschützen sollten. Dieses 1944 in Bretton Woods etablierte System, das weder eine antikapitalistische Stoßrichtung hatte noch eine Abkehr von der Profitorientierung bedeutete, hat trotz verschiedener praktischer und prinzipieller Schwierigkeiten bis Anfang der 70er Jahre funktioniert und günstige internationale Rahmenbedingungen für den Aufschwung in fast allen Ländern während der 50er und 60er Jahre geliefert.

Als sich die ökonomischen Akkumulationsbedingungen Ende der 60er Jahre weitgehend veränderten, stand die Politik vor einer grundsätzlichen Alternative:

Entweder der 1945 eingeschlagene Weg der Zählung und Reform des Systems würde weitergeführt und die politische Regulierung national durch Stärkung der konsumtiven oder öffentlichen Endnachfrage, Investitionslenkung, Steuerreform zugunsten der Massenkaukraft etc. und international durch stärkere internationale Arbeitsteilung und Kooperation, Entwicklungspolitik etc. verstärkt. Hierzu waren jedoch weder die Gewerkschaften noch die Sozialdemokratie in der Lage und auch wohl nicht bereit.

Oder aber dem Druck des Kapitals würde nachgegeben, die Reformperspektive fallengelassen, eine mehr im Interesse des Kapitals liegende Entwicklung zugelassen. Bekanntlich wählten die Regierungen die zweite Alternative und wurden daran nicht von sozialen Bewegungen gehindert. Sie öffneten damit den Weg für ein neues "Paradigma" kapitalistischer Entwicklung, das sich seitdem schrittweise durchgesetzt hat und gegenwärtig die wirtschaftspolitische und gesellschaftliche Diskussion und Praxis beherrscht.

Hierbei lassen sich für die Finanzmärkte drei Etappen und Bereiche der politischen Veränderung feststellen, die sich teilweise zeitlich überlappen:

Zunächst wurde das System der festen Wechselkurse, das auch die Verpflichtung enthielt, diese auch unter Einsatz eigener Mittel zu stützen, aufgegeben und durch ein Regime schwankender Wechselkurse ersetzt. Die Orientierung auf einen Ausgleich der Handels und Leistungsbilanzen wurde durch den Kampf um Weltmarktanteile abgelöst. Dabei wurde auch der Wechselkurs zum Konkurrenzparameter. Die internationale Währungskonkurrenz begann und führte zu heftigen Ausschlägen, Schwankungen und Instabilitäten. Die hiermit verbundenen Risiken für den Außenhandel mußten durch Kurssicherung abgewehrt werden. Dies war die Geburtsstunde der Derivate in Form der Wechselkurssicherungsgeschäfte,

die freilich sehr schnell über diesen Rahmen hinauswuchsen und große Spekulationswellen in Gang setzten. Private Wechselkursabsicherung verteuerte die Produktion und führte ganz im Gegensatz zu den euphorischen Prognosen, die mit der Wechselkursfreigabe verbunden waren zum Anstieg statt zum Sinken des Zinsniveaus: Die langfristigen Realzinsen der G7Länder, die in der Zeit von 1956 - 1973 bei 1,7% gelegen hatten, stiegen für die Zeit von 1981-1993 auf 5,1%, also auf das Dreifache.(13)

Der Druck zur privatwirtschaftlichen Währungsabsicherung führte Unternehmen und Staaten und als Dienstleistungsunternehmen dann in besonderem Maße auch die Finanzinstitutionen zu intensiverem Währungsmanagement durch Strukturierung und Umstrukturierung finanzieller Portfolios. Das erforderte die Liberalisierung grenzüberschreitender Kapitalbewegungen, die nach dem 2. Weltkrieg weitgehend eingeschränkt waren und strenger staatlicher Kontrolle unterlagen, um den Vorrang für binnenwirtschaftliches Wachstum und Beschäftigung nicht zu gefährden. Der Druck, diese Beschränkungen im Interesse größerer internationaler Beweglichkeit und Integration abzuschaffen, nahm zu. So geschah es(14):

1973 beseitigten Deutschland, Kanada und die Schweiz alle Beschränkungen für internationale Kapitalbewegungen, 1974 folgten die USA, 1979 England, 1980 Japan. Erst zehn Jahre später beseitigten Italien und Frankreich ihre Kapitalverkehrsbeschränkungen, und seit dem 1.7.1990 ist eine entsprechende Richtlinie der EG mit einigen Ausnahmen in Kraft, die mittlerweile ausgelaufen sind. Damit waren auch *kurzfristigen* Kapitalbewegungen Tür und Tor geöffnet, die keine Kapitallenkungsfunktion haben, weil sie Kreislaufbewegungen sind.

Freier Zugang zu allen Geld und Kapitalmärkten der Welt erfordert aber auch vergleichbare Bedingungen für das Kapital in aller Welt. Geldmärkte waren jedoch seit den 30er Jahren relativ streng reguliert. Der Grund liegt zum einen darin, daß ein funktionierendes Geldsystem als ein "öffentliches Gut" betrachtet wurde, das man nicht einfach den Märkten überlassen kann. Zum anderen hatten die Erfahrungen der Weltwirtschaftskrise in so gut wie allen Ländern zu politischen Regulierungen geführt, die eine Wiederholung ausschließen sollten, die aber im übrigen entsprechend den unterschiedlichen historischen Traditionen sehr verschieden ausfielen (Trennbankensystem, Regionalprinzip, Universalprinzip, Bankenaufsicht usw.). Diese Unterschiedlichkeit wurde als Hindernis für den internationalen Kapitalverkehr betrachtet. Sie wurden jedoch nicht auf einem gemeinsamen Niveau vereinheitlicht. Statt dessen kam es zu einer weitgehenden Deregulierung auch auf den nationalen Finanzmärkten.

Der Übergang zu schwankenden Wechselkursen, die Liberalisierung des Kapitalverkehrs und die Deregulierung der nationalen Finanzmärkte sind politische Maßnahmen, die unter dem Eindruck neuer nationaler und internationaler Handlungsbedingungen und natürlich unter dem Druck von Interessen und Interessentengruppen erfolgten, aber keinesfalls ökonomisch unausweichlich waren. Sie wurden deshalb durchgesetzt, weil es weder eine Alternativkonzeption auf Seiten der fortschrittlicheren politischen und gewerkschaftlichen Kräfte gab, noch den Willen, diese durch politischen Druck durchzusetzen. Es spricht daher nichts gegen die Möglichkeit, diese politische Weichenstellung durch eine andere zu korrigieren - wenn dies freilich nicht leicht sein würde.(16)

3. Dominanz der globalen Finanzmärkte?

Der Umfang, die Geschwindigkeit und der grenzüberschreitende Charakter der Finanzströme sowie der Abbau ihrer politischen Kontrolle und Regulierung hat gefährliche Folgen. Sie lassen sich in drei Gruppen einteilen: Erstens kann die Abhängigkeit von den Finanzmärkten zu großen, teilweise existenzbedrohenden Problemen für Unternehmen und Staaten führen. Eine Kündigung von Bankkrediten bedeutet in der Regel das Aus für Unternehmen, der Abzug von Kapital in Form von Krediten oder Anleihen kann Länder in große wirtschaftliche Schwierigkeiten bringen und den Beginn eines tiefen Einbruchs markieren. Weder diese Folgen noch die hierzu führenden Entwicklungen sind neu. Sie kennzeichnen die MexikoKrise Ende 1994 ebenso wie die große Krise in Deutschland im Jahre 1931: politische Verunsicherung Wahlsiege des Faschismus in Deutschland, Zapatistenaufstände und politische Morde in Mexiko lösten eine plötzliche Kapitalflucht aus und leiteten dadurch eine massive wirtschaftliche Krise ein. Bei genauem Hinsehen sind die Muster in vielen Punkten ähnlich:

Nach Deutschland(17) waren bis 1930 20,5 Milliarden Mark aus dem Ausland vor allem den USA transferiert worden, davon bestand die Hälfte aus kurzfristigen Titeln, die zur langfristigen Finanzierung eingesetzt waren. Fast die Hälfte aller Einlagen der Berliner Großbanken stammten Anfang der 30er Jahre aus dem Ausland und wurden kurzfristig abgezogen. Dadurch verlor die deutsche Reichsbank innerhalb weniger Wochen die Hälfte ihrer Währungsreserven und hob am 15. Juli die Konvertibilität der Mark auf. Ein Abwertungswettlauf mit disaströsen Folgen begann.

Nach Mexiko(18) waren von 1989 1994, den Jahren der wirtschaftspolitischen Wende zum Neoliberalismus, 98,9 Mrd. Dollar Auslandskapital geflossen. Dabei handelte es sich überwiegend nicht um längerfristig festgelegte Direktinvestitionen, sondern um kurzfristig angelegtes Kapital: Fast Drei Viertel (72,5%) der Zuflüsse bestanden aus sog. Portfolioinvestitionen, die ihrerseits zu einem Drittel aus Aktien und zu zwei Drittel aus Anleihen bestanden, deren Zweck nicht auf Profit durch private Produktion, sondern auf schnelle Rendite auf Staatspapiere gerichtet war. Der Abzug dieser Papiere aufgrund politischer Unruhen in Mexiko und der Tatsache, daß eine Zinserhöhung in den USA die inländische Anlage relativ attraktiver gemacht hatte, führte dazu, daß Mexiko innerhalb von zwei Monaten (Dezember 1994 und Januar 1995) 77% seiner Devisenreserven verlor. Der Peso wertete um gut ein Drittel in nur zehn Tagen ab; bis Ende 1995 war er auf weniger als die Hälfte seines Wertes vor der Krise gefallen. Wegen der hohen Importabhängigkeit der mexikanischen Wirtschaft führte dies zu einem drastischen Einbruch der Produktion und einem noch drastischeren Anstieg der Arbeitslosigkeit.

Ein wesentlicher Unterschied zwischen beiden Fällen betrifft die politische Steuerbarkeit der durch Finanzströme verursachten Krisen: Während die deutsche (und die vorhergehende amerikanische) Bankenkrise sich zur Weltwirtschaftskrise ausweiteten konnte eine ähnliche Ausbreitung der MexikoKrise durch schnelles politisches Management unter Führung des amerikanischen Präsidenten verhindert werden. Was blieb, war eine drastische Verschlechterung der Lage Mexikos, aber kaum Verluste für amerikanische Anleger. Im Unterschied zu den dreißiger Jahren besteht in den 90er Jahren die Fähigkeit, extreme Gefahren für das internationale Finanzsystem, die von einzelnen Krisen ausgehen, insgesamt einzugrenzen. Dies zeigte sich auch in der großen Bankenkrise 1987, als innerhalb weniger Tage durch

Regierungen, IMF und die Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) ein Sicherheitsnetz für das internationale Finanzsystem geknüpft wurde. Allerdings beruht diese Fähigkeit nicht auf einer soliden institutionellen Grundlage, schon gar nicht auf einer Konzeption ausgeglichener internationaler Finanzbeziehungen. Es handelt sich um adhoc Management, funktioniert zu Lasten der Schwachen, verhindert aber, daß die Stärkeren mit in den Strudel gerissen werden.

Das Beunruhigende der jüngsten Entwicklung besteht nicht darin, daß die Globalisierung der Finanzmärkte heute ganz andere Intensität angenommen hat⁽¹⁹⁾ und die Transmission von Finanzbewegungen in ganz anderer Geschwindigkeit abläuft.⁽²⁰⁾ Die entscheidenden Unterschiede liegen nicht so sehr zwischen den 20er Jahren und den 80er/90er Jahren, sondern zwischen den 50er bis 70er Jahren und sowohl den 20ern wie den 80/90er Jahren: Das Problem der Gegenwart besteht darin, daß wir uns einer Situation nähern, in der die internationalen Finanzmärkte ebenso unreguliert sind wie Ende der 20er, Anfang der 30er Jahre. Die Entwicklung läuft dahin, den Fortschritt der 50er und 60er Jahre abzubauen und zur Situation des ersten Drittels des Jahrhunderts zurückzukehren.

In diesem ersten Drittel (und erst recht natürlich in den zwölf Jahren danach) gab es keine internationale kooperative Wirtschaftsordnung. Abwertungswettläufe, Konkurrenz oder Isolationismus waren die Verhaltensfiguren, Krieg die ultima ratio. Mitte der 40er Jahre wurde ein hegemonial strukturiertes internationales Kooperationssystem erbaut, das aus den Erfahrungen der Weltmarktkonkurrenz in den 20er Jahren und des Krieges danach die Lehre gezogen hatte, daß hemmungslose und ungezügelter Konkurrenz fatale Folgen hat und unter allen Umständen vermieden werden muß. Die Hauptelemente dieses Systems waren eine stabile internationale Währungsordnung und Beschränkungen des internationalen Kapitalverkehrs. Erst mit der Liquidierung dieses Systems bildete sich wieder ein internationaler Finanzmarkt heraus, wie er um 1930 bestand.

Die *zweite* Gefahr, die von liberalisierten und deregulierten Finanzmärkten ausgeht, ist die drastische Beschränkung der wirtschaftspolitischen Handlungsmöglichkeiten einzelner Nationalstaaten, der Verlust der sogenannten Zinsautonomie. Diese Gefahr bestand vor dem zweiten Weltkrieg aus dem einfachen Grunde nicht, weil es keine entwickelte Wirtschaftspolitik zur Stabilisierung ökonomischer Prozesse gab. Unregulierte Finanzmärkte können zur Gefahr für das Vorhaben werden, durch wirtschaftspolitische Steuerung die Beschäftigung und das Einkommen einer Wirtschaft zu stabilisieren. Die Bedrohung ist nicht zwangsläufig tödlich. Sie wird beherrschbar, wenn Wirtschaftspolitik sich auf ein breites Spektrum wirtschaftspolitischer Maßnahmen stützt, die z.B. den Einsatz des öffentlichen Sektors und lenkender Steuerpolitik, administrative Regelungen für Umwelt und Arbeitsschutz, Arbeitszeitverkürzungen und Technologiepolitik etc. einschließen. Verengt sich die Wirtschaftspolitik allerdings auf das Ziel der Geldwertstabilität und das Instrument der Geldpolitik, werden unkontrollierte Finanzmärkte zum Problem. Dann unterhöhlt nämlich der internationale Zinszusammenhang die Souveränität nationaler Wirtschaftspolitik und setzt sie außerordentlichen Risiken aus, wenn sie sich anders als die wirtschaftspolitische Tendenz der Nachbarländer orientiert. Denn sofern nationale Wirtschaftspolitik das zinspolitische Instrumentarium einsetzt also beispielsweise die Zinsen senkt, um Finanzanlagen weniger attraktiv zu machen und die Finanzierungskosten für Investitionen zu senken können Unternehmen, statt Finanzanlagen in Realinvestitionen umzuschichten, ihre Geldvermögensbestände ins

Ausland verlegen, wo sie wegen höherer Zinsen eine höhere Rendite bringen. Um diese Kapitalflucht zu verhindern, muß eine Regierung entweder die Währung abwerten mit negativen Folgen für die Importe oder die Zinsen müssen wieder auf ein attraktives Niveau heraufgesetzt werden. Das aber würgt das Wachstum ab. Diese Beschränkung wird durch die Einbeziehung kurzfristiger Gelder noch enger. Zinsdifferenzen für derartige Anlagen (etwa Dreimonatsgelder) lösen Arbitragegeschäfte aus, die es unmöglich machen, eigene Wege zu gehen.

Es fragt sich allerdings, ob diese These nicht vorschnell eine Realität als bereits eingetreten behauptet, die nur in Ansätzen zu beobachten ist und damit auch Handlungsmöglichkeiten hinwegdefiniert, die in Wirklichkeit bestehen. Tatsächlich ist nämlich das beobachtbare Zinsniveau zwischen den verschiedenen kapitalistischen Ländern keinesfalls einheitlich.⁽²¹⁾ Das gilt auch, wenn die unterschiedlichen Preissteigerungen und Preissteigerungserwartungen berücksichtigt werden, was zumindest beim Vergleich von Zinsen auf langfristige Anlagen erforderlich ist. Derartige Zinsdifferenzen sind sicher teilweise auf Wechselkursunsicherheiten bzw. durch Erwartungen auf Wechselkursänderungen bedingt. Im übrigen werden sie tautologisch als Ausdruck unterschiedlicher Bonitäten der jeweiligen Länder definiert. Dies engt das Spektrum der Gründe dafür, daß Kapital lieber im Inland als im Ausland angelegt wird, unzulässig ein. Die Behauptung jedenfalls, schon die kleinsten Zinsdifferenzen veranlaßten Anleger zur Umschichtung ihrer Portefeuilles zugunsten von Auslandstiteln, kann nicht belegt werden. Hierfür gibt es auch einleuchtende Gründe. Auch die Betätigung auf Geld und Kapitalmärkten erfordert materielle Infrastrukturen und verursacht Kosten. Es ist daher unwahrscheinlich, daß kleinere Zinsveränderungen zu entsprechenden Umschichtungen von Finanzvermögen führen auch wenn die Wahrscheinlichkeit derartiger Umschichtungen mit der Höhe der Zinsdifferenz zunimmt. Sie wird dagegen vermutlich deutlich abnehmen, wenn internationale Kapitalwanderungen durch Umsatzsteuern (und Provisionen) verteuert werden. Merkwürdigerweise wird der internationale Zinszusammenhang immer nur dann bemüht, wenn es um eine expansive Politik mittels Zinssenkung geht. Kein Problem aber scheint es zu geben, wenn eine kontraktive Politik zur Inflationsbekämpfung die Zinsen heraufsetzt. Der Zufluß von Kapital, der ja inflationstreibend wirken und damit die Zielsetzung der Politik unterlaufen könnte, wird deshalb nicht für problematisch gehalten, weil er durch restriktive Maßnahmen der Zentralbanken im Rahmen ihres Offenmarktgeschäftes abgeschöpft oder sterilisiert werden kann. Symmetrisch dazu läßt sich allerdings auch argumentieren, daß Zentralbanken jede Kapitalflucht durch zusätzliche Geldschöpfung neutralisieren können. Dies aber liegt nicht im Interesse der stärkeren Kapitalgruppen. Auch hier geht es letztlich nicht um Fragen der ökonomischen Logik, Gesetzmäßigkeit oder Vernunft, sondern um Interessen und Kräfteverhältnisse. Schließlich hat der internationale Zinszusammenhang weder die USA noch England daran gehindert, eine restriktiv monetaristische Politik gegenüber einer Welt durchzusetzen, die noch in erheblichem Maße keynesianisch beeinflusst war. Umgekehrt konnte sich der französische Versuch Anfang der 80er Jahre, gegen einen international erstarkten monetaristischen Trend eine expansive Politik zu betreiben, nicht durchsetzen. Es kommt also weniger auf die Abweichung vom Trend, sondern auf die Macht an, mit der der Trend beeinflusst werden kann.

3. Die *dritte* finanzmarktbedingte Störquelle für Reproduktion und Beschäftigung liegt im enormen Umfang und der Geschwindigkeit der *Devisenspekulationen*. Sie gab es in diesem Umfang ebenfalls Ende der 20er Jahre nicht, weil jedenfalls teilweise noch

ein bilaterales Goldstandardsystem vorherrschte. In den dreißiger Jahren wurden dann fast in der gesamten kapitalistischen Welt Devisenbewegungen verboten, beschränkt oder streng kontrolliert. Diese Beschränkungen wurden auch im System von Bretton Woods beibehalten. Heute dagegen unterliegt der Devisenverkehr keinen Beschränkungen in den kapitalistischen Industrieländern. Rein spekulative Währungsumschichtungen großer Finanzvermögen werden nicht anderes behandelt als die Finanzierung von Handel und langfristigen Investitionen. Spekulative Attacken können die Währungen einzelner Länder allerdings hinsichtlich ihrer internationalen Funktionen und Wertigkeit verzerren und damit Außenhandel, Direktinvestitionen und Portfolioinvestitionen erheblich beeinflussen, ohne daß das betreffende Land sich hiergegen zur Wehr setzen kann. Dabei ist es unerheblich, ob die Wechselkurse den Verhältnisse der Produktivitäten und Preise, den sogenannten fundamentals entsprechen oder nicht. Währungsabwertungen können zwar die Exportpositionen eines Landes wegen höherer preislicher Wettbewerbsfähigkeit verbessern, gleichzeitig verteuern sie aber die Importe. Der Saldo dieser Wirkungen hängt von den konkreten außenwirtschaftlichen Verflechtungen ab; bei weniger entwickelten Ländern ist dieser Saldo regelmäßig negativ. Darüber hinaus schwächt eine Abwertung die Position der Währung als Anlagewährung oder als Wertaufbewahrungsmittel. Dies wird wiederum die internationale Kreditwürdigkeit eines Landes negativ beeinflussen und möglicherweise eine Spirale nach unten in Gang setzen. Hier besteht offensichtlicher Handlungsbedarf.

4. Zwischenergebnis: Politische Kontrolle der Finanzmärkte erforderlich

Ein genauerer Blick auf die Finanzmärkte muß vor allem den eminent politischen Charakter ihrer Entwicklung, gegenwärtigen Struktur und ihrer Dominanz zur Kenntnis nehmen. Sie sind nicht das notwendige Produkt unerbittlicher Sachgesetze des Kapitalismus, sondern Ergebnis politischer Weichenstellungen, die unter dem Druck von Kapitalinteressen in den 70er und 80er Jahren vorgenommen wurden und andere, 30 Jahre vorher beschlossene Weichenstellungen liquidiert haben. Für diesen Widerruf eines weltwirtschaftlichen Reformprojektes zur Gewährleistung ungestörter kapitalistischer Binnenmärkte war die ökonomische Erschöpfung dieses Entwicklungsmusters der Auslöser, die mangelnde konzeptionelle Fähigkeit und politische Bereitschaft der Arbeiterbewegung zur konsequenten Weiterentwicklung des nationalen und internationalen Reformprojektes aber ausschlaggebend. Nichts spricht dafür, daß zwangsläufig eine Rechtsentwicklung einsetzen muß, wenn ein bestimmtes Muster der Entwicklung erschöpft ist. Faktisch ist dies geschehen, die Kräfteverhältnisse sind zugunsten des Kapitals verändert worden und die materielle Lage auf der Welt hat sich für die meisten Menschen verschlechtert. Die Liberalisierung und noch nicht abgeschlossene Deregulierung der Finanzmärkte sind Ausdruck dieser Entwicklung und treiben sie weiter. Damit steigt aber auch der Handlungsbedarf. Konzeptionen hierzu liegen vor. Sie reichen von einer Verbesserung der Bankenaufsicht und der Verteuerung von kurzfristigen Geld und Kapitalflüssen durch Einführung einer Transaktionssteuer über die Wiedereinführung des Instrumentariums von administrativen Kapitalverkehrskontrollen bis zur Errichtung eines globalen währungspolitischen Kooperationssystems, das die Wechselkurse der wichtigsten Weltwährungen stabilisiert und damit auch eine solidere Grundlage für regionale Kooperationen und Währungsunionen darstellt. Derartige Reformperspektiven verstoßen gegen die Interessen der Hauptakteure auf

den Finanzmärkten und gegen die Dogmen des Neoliberalismus. Sie sind jedoch ökonomisch vernünftig, gesellschaftlich nützlich und politisch machbar. Allerdings bedarf es dazu politischen Drucks. Derartigen Druck hat es nach 1945 schon einmal gegeben. Die Vorstellung, daß es zu Reformen nur als Folge von Kriegen kommen kann, ist weder akzeptabel noch einleuchtend.

© Jörg Huffs Schmid

Quellen:

- 1 Vgl. z.B. in Deutschland: HansHagen Härtel, Rolf Jungnickel u.a., Grenzüberschreitende Produktion und Strukturwandel Globalisierung der deutschen Wirtschaft, BadenBaden 1996; Globalisierung: Falle oder Wohlstandsquelle?, DIW Wochenbericht 23/97, S. 413419; Ulrich Dolata, Das Phantom der Globalisierung, in: Blätter für deutsche und internationale Politik, 1/97, S. 100104.
- 2 Vgl. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), World Investment Report 1996; Investment, Trade and International Policy Arrangements, New York 1996, S. 249.
- 3 Vgl. Härtel/Jungnickel, a.a.O., S. 244; vgl. auch International Monetary Fund, World Economic Outlook, May 1997, Washington 1997, S. 58.. 'Es sieht nicht so aus, daß Unternehmen in großem Maße inländische durch ausländische Arbeiter ersetzt haben.'
- 4 DIW Wochenbericht 23/97, S. 414.
- 5 Vgl. Yilmaz Akyüz, Taming International Finance, in: Jonathan Michie, John Grieve 6 Smith (Hg.), Managing the Global Economy, London u.a. 1995, S. 61.
- 6 Vgl. OECD Quarterly National Accounts, 1996, Nr. 3, S. 12.
- 7 Vgl. Akyüz, a.a.O., S. 61.
- 8 Vgl. Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), 66. Jahresbericht (1.4.199531.3.1996), Basel 1996, S. 166.
- 9 Vgl. The Economist vorn 7. Oktober 1995, S. 6.
- 10 Mahbub ul Haq, Inge Kaul, Isabelle Grunenberg (Hg.), The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility, New York 1996, S. 292.
- 11 Vgl. BIZ, 66, Jahresbericht, a.a.O., S. 148.
- 12 Vgl. zum folgenden Eric Helleiner, States and the Reemergence of Global Finance. From Bretton Woods to the 1990s, Ithaca and London 1994, Teil 2.
- 13 OECD, National Accounts, zit. nach John Eatwell, International Capital Liberalisation: An Evaluation. A Report to UNDP (SSA no. 90049), New York 1996, S. 15.
- 14 Vgl. Eatwell, a.a.O., S. 1.
- 15 Vgl. zur Herausbildung und Regulierung der Finanzsysteme in Europa Charles P. Kindleberger, A Financial History of Western Europe, London, Boston, Sydney, 1984.
- 16 Vgl. Eric Helleiner, PostGlobalization: Is the Financial Liberalization likely to be Reversed? in: Robert Boyer, Daniel Drache (Hg.), States against Markets. The Limits of Globalization, London, New York 1996, S. 193210.
- 17 Vgl. Dietmar Petzina, Die deutsche Wirtschaft in der Zwischenkriegszeit, Wiesbaden 1977, S. 9799; Charles P. Kindleberger, Die Weltwirtschaftskrise 1929 1939, München 1984, 6. Kapitel.
- 18 Vgl. Julio César Godoy Alvarado, Wirtschaftspolitik in Mexiko. Der globale Finanzmarkt und das Scheitern des Neoliberalismus, Bremen 1996, S. 44ff., 54ff.

19 Der Grad der finanziellen Offenheit ist immer noch geringer als er zu Beginn des Jahrhunderts war vgl. R. Zevin, Are World Financial Markets More Open? If so, Why and Whith What Effects?, in: T. Banurei, J. Schor (Hg.), Financial Openness, Oxford 1992, S. 51f.

20 Der entscheidende Sprung in dieser Hinsicht war die Einführung des Telegraphen des Tickers , der die Kommunikation zwischen den Kontinenten innerhalb von wenigen Minuten ermöglichte, und nicht die weitere Verkürzung der Kommunikationszeit auf Sekundenbruchteile.

21 Vgl. Globalisierte Finanzmärkte machtlose Geldpolitik? DIW Wochenbericht 11/1995, S.237241.

Quelle: Z., Nr. 31, September 1997