

Peter Nunnenkamp

Globalisierung und internationales Finanzsystem

I. Einleitung

Glaukt man weiten Teilen der öffentlichen Meinung, gibt es spätestens nach den Finanz- und Währungskrisen in Asien und Lateinamerika nur noch Verlierer der Globalisierung. In den Industrieländern ging bereits zuvor die Angst um, dass die globale Vernetzung von Güter- und Kapitalmärkten für zunehmenden Lohndruck und steigende Arbeitslosigkeit Sorge. Nach einem häufig zu hörenden Argument flieht mobiles Kapital in großem Stil aus den Industrieländern in Niedriglohnländer, um von dort die Märkte der Industrieländer mit Billigwaren zu überschwemmen. Wen kümmert es schon, dass ein (Netto-)Kapitalexport der Industrieländer in die Entwicklungs- und Schwellenländer bedeutet, dass letztere mehr Güter importieren als sie exportieren? Wer plagt sich damit, dass ein Land wie Deutschland, aus dem Kapital per Saldo abfließt, in seiner Zahlungsbilanz automatisch einen *Überschuss* im Handel mit Gütern und Dienstleistungen aufweist? Und wen schert es, wenn Ökonomen darauf verweisen, dass das angeblich so mobile Kapital immer noch eine ausgeprägte Neigung aufweist, im eigenen Land zu verharren?

Die meisten Entwicklungsländer - insbesondere solche, die wirtschaftlich noch wenig vorangekommen sind - treibt denn auch mehr die Sorge um, wie sie an der Globalisierung teilhaben könnten. Sie beklagen, dass ihnen der Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten versperrt sei. Bestätigt fühlen sie sich durch "Experten", die nachzuweisen glauben, dass internationale Investoren bei ihren Anlageentscheidungen immer nur ganz wenige und schon weit fortgeschrittene Entwicklungsländer im Auge haben und dass die Mehrzahl der armen Entwicklungsländer quasi definitorisch zu den Verlierern der Globalisierung gehört. Auch diese pessimistische Sichtweise hält - wie zu zeigen sein wird - einer genaueren Überprüfung nicht stand.

Mit den jüngsten Finanz- und Währungskrisen haben sich angeblich nun auch die asiatischen und lateinamerikanischen Schwellenländer in die Schar der Globalisierungsverlierer eingereiht. Hochrangige Politiker wie Malaysias Premierminister Mahathir, *elder statesmen* wie Helmut Schmidt, und prominente Ökonomen wie Jagdish Bhagwati beschuldigen unisono die internationalen Spekulanten, die aufstrebenden Schwellenländer zu Fall gebracht zu haben. Den ausländischen Investoren, die zunächst den Boom anheizten und dann plötzlich die Flucht antraten, wird entweder Böswilligkeit oder Unfähigkeit unterstellt. Häufig wird dabei vergessen, dass es für das Verhalten der internationalen Kapitalmärkte Gründe gegeben hat, die in den Verantwortungsbereich der betroffenen Schwellenländer fallen.

Dieser Beitrag befasst sich im Folgenden hauptsächlich mit der Frage, was die so genannten Globalisierungskrisen der neunziger Jahre für die Funktionsfähigkeit des internationalen Finanzsystems bedeuten. Zuvor wird aber auf längerfristige Aspekte der internationalen Kapitalmobilität eingegangen und die Stellung der Entwicklungsländer im internationalen Wettbewerb um ausländisches Risikokapital aufgezeigt. Aus diesen drei Elementen der Globalisierung lassen sich einige Schlussfolgerungen für die nationale Wirtschaftspolitik und die Gestaltung des internationalen Ordnungsrahmens ableiten. Im Gegensatz zu einer verbreiteten Meinung wird es zwar als möglich, aber nicht als ratsam erachtet, den Prozess der Einbindung in die Weltkapitalmärkte umzukehren. Die relevante Frage für die Entwicklungs- und Schwellenländer lautet demnach nicht, ob, sondern wie sie sich gegenüber Kapitalzuflüssen öffnen sollten. Auf multilateraler Ebene geht es nicht darum, Sand in das Getriebe der Finanzmärkte zu streuen, sondern darum, die Funktionsfähigkeit dieser Märkte durch eine Reform der internationalen Finanzarchitektur zu verbessern.

II. Finanzmärkte: global, regional oder lokal?

Der gängigen These von den außer Rand und Band geratenen internationalen Finanzmärkten entgegenzutreten zu wollen erscheint fast aussichtslos. Beeindruckende Zahlen machen die Runde: Nach Schätzungen beliefen sich die *täglichen* Umsätze im internationalen Devisen- und Wertpapierhandel bereits Mitte der neunziger Jahre auf 1,5 Billionen US-Dollar und damit auf etwa 70 Prozent des *jährlichen* Bruttoinlandsprodukts Deutschlands; innerhalb von nur drei Jahren waren diese Umsätze um ca. 50 Prozent

gestiegen['Vgl. Hans-Peter Martin/Harald Schumann, Die Globalisierungsfalle: Der Angriff auf Demokratie und Wohlstand, Reinbek 1996, S. 74 f.]. Aus der Beobachtung, dass vier Fünftel der Finanztransaktionen sehr kurzfristiger Natur sind (mit einem Anlagezeitraum von höchstens einer Woche), wird geschlossen, dass es sich bei den Akteuren vorwiegend um Spekulanten handelt['Vgl. Kunibert Raffer, The Tobin Tax: Reviving a Discussion, in: World Development, 26 (1998) 3, S. 530 f.].

Der Begriff "Spekulation" ist in der Öffentlichkeit eindeutig negativ besetzt. Es ist deshalb nur ein kleiner Schritt, es den "entfesselten" Finanzmärkten zuzuschreiben, dass das Wohl und Wehe ganzer Nationen in der Hand von Devisen- und Wertpapierhändlern liege, die weitgehend frei von staatlicher Kontrolle agieren könnten['Vgl. H.-P. Martin/H. Schumann (Anm. 1), S. 71.]. Dem ist zunächst mit Bradford DeLong entgegenzuhalten: "Open financial markets . . . are the worst way of allocating resources except for all other forms that have been tried."['Bradford DeLong, "Globalization" and "Neoliberalism", internet: http://econ161.berkeley.edu/Econ_Articles/Reviews/alexkafka.html] Teilweise sind kurzfristige Finanzströme das exakte Gegenteil von Spekulation. Dies gilt etwa für Kurssicherungsgeschäfte, mit denen Importeure und Exporteure Wechselkursrisiken ausschalten wollen. Zudem ist Spekulation nicht zwangsläufig destabilisierend. Sie kann sogar stabilisierend wirken, wenn sie die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger eines Landes veranlasst, fiskal- oder wechselkurspolitische Fehlentwicklungen, die den Spekulanten einen willkommenen Anlass für Währungsattacken bieten, rechtzeitig zu korrigieren['Vgl. ausführlich Hans Willgerodt, Neue Kontrollen für den internationalen Kapitalverkehr?, in: Juergen B. Donges/Andreas Freytag (Hrsg.), Die Rolle des Staates in einer globalisierten Wirtschaft, Stuttgart 1998, S. 119-171.].

Die "entfesselten" Finanzmärkte täuschen schließlich einen Grad an Globalisierung vor, der in entscheidender Hinsicht gar nicht existiert. Das Kapital ist immer noch überraschend wenig mobil. Die *reale* Kapitalmobilität lässt sich am Saldo der Leistungsbilanz von Ländern ablesen. Ein Land mit einem Leistungsbilanzdefizit tätigt Netto-Kapitalimporte, und die Investitionen übertreffen dort die nationalen Ersparnisse. Die Leistungsbilanzsalden - und damit die reale Kapitalmobilität - sind typischerweise erheblich geringer, als es die immensen Finanzmarkttransaktionen suggerieren. In den neunziger Jahren belief sich der jahresdurchschnittliche Leistungsbilanzsaldo in zwei Dritteln aller Industrie- und Entwicklungsländer (mit einer Bevölkerung von mindestens einer Million) auf weniger als fünf Prozent des jeweiligen Bruttoinlandsprodukts.

Bei perfekter internationaler Kapitalmobilität müsste die nationale Spartätigkeit für die nationale Investitionstätigkeit ohne Bedeutung sein; die Korrelation zwischen diesen beiden Größen wäre dann nahe null. Tatsächlich ergab sich in den sechziger und siebziger Jahren jedoch eine sehr hohe Korrelation (von etwa 0,8); die Investitionen wurden also weitestgehend durch die nationalen Ersparnisse bestimmt['Vgl. Martin Feldstein/Charles Horioka, Domestic Saving and International Capital Flows, in: Economic Journal, 90 (1980), S. 314-329.]. Erst in den achtziger und neunziger Jahren zeigt sich zumindest für die OECD-Länder eine höhere reale Kapitalmobilität ['Vgl. Erich Gundlach/Peter Nunnenkamp, Labor Markets in the Global Economy: How to Prevent Rising Wage Gaps and Unemployment, Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge 305, Kiel 1997, S. 5 f.]. Allerdings verweist der Korrelationskoeffizient von etwa 0,6 auf einen immer noch ausgeprägten "Heimat-Bias" der Kapitalanleger.

Abgesehen von dieser Konzentration auf den nationalen Raum vollzieht sich der grenzüberschreitende Kapitalverkehr hauptsächlich zwischen den Industrieländern. Diese haben im Zeitraum 1991-1997 mehr als vier Fünftel des weltweiten Stroms von ausländischen Direktinvestitionen, Portfolio-Investitionen und sonstigem Kapital (einschließlich Kredite) absorbiert (Schaubild 1). Der Anteil der Entwicklungs- und Schwellenländer am weltweiten Kapitalstrom war bei den ausländischen Direktinvestitionen (mit durchschnittlich 38 Prozent) deutlich am höchsten, wohingegen er bei den Portfolio-Investitionen (mit 13 Prozent) besonders niedrig ausfiel.

Die regionale Verteilung der deutschen (Netto-) Kapitalanlagen im Ausland verstärkt den Eindruck, dass von einem weltumspannenden Kapitalverkehr bisher nur sehr eingeschränkt die Rede sein kann. Es erweist sich eine ausgeprägte regionale Fokussierung der grenzüberschreitenden Kapitalanlagen Deutschlands (Schaubild 2). Allein die Partnerländer der EU zogen mehr als die Hälfte der deutschen Kapitalanlagen auf sich. Für Europa insgesamt steigt der Anteil auf fast 70 Prozent. Unter den außereuropäischen Anlageländern werden die Entwicklungs- und Schwellenländer zudem klar von Industrieländern (insbesondere den Vereinigten Staaten) dominiert.

Die internationalen Finanzmärkte haben also bei weitem nicht alle Fesseln abgestreift. Eine wirklich globale Strategie von Kapitalanlegern - unter Einbeziehung der Entwicklungs- und Schwellenländer - zeichnet sich am ehesten bei den ausländischen Direktinvestitionen ab. Gerade für diese Form des internationalen Kapitaltransfers ist es aber sehr umstritten, ob die Mehrzahl der Entwicklungs- und Schwellenländer dem Wettbewerb um Auslandskapital gewachsen ist.

III. Ausländische Direktinvestitionen: Entwicklungsländer auf dem Abstellgleis?

Der Boom ausländischer Direktinvestitionen in Entwicklungs- und Schwellenländern sticht bei einer längerfristigen Betrachtung noch stärker ins Auge als in Schaubild 1. In den neunziger Jahren ist es diesen Ländern zusammen genommen gelungen, ihren Anteil am weltweiten Strom von Direktinvestitionen gegenüber den siebziger und achtziger Jahren fast zu verdoppeln['Vgl. Peter Nunnenkamp, Ausländische Direktinvestitionen und gesamtwirtschaftliches Wachstum in Entwicklungs- und Schwellenländern, in: Die Weltwirtschaft, 2000 (i. E.).]. Nach Angaben der UNCTAD haben die Entwicklungs- und Schwellenländer im Durchschnitt der Jahre 1997/98 mit etwa 170 Mrd. US-Dollar neunmal so viele Direktinvestitionen auf sich gezogen wie im Durchschnitt der Jahre 1980-1982. Dieser starke Anstieg ging mit erheblichen Verschiebungen in der regionalen Verteilung der Direktinvestitionen in den Entwicklungs- und Schwellenländern einher. Insbesondere Lateinamerika, lange Zeit der präferierte Standort von multinationalen Unternehmen, verlor an relativer Bedeutung. Dagegen verzeichnete Asien rasant steigende Anteile.

Dennoch hält sich hartnäckig die Meinung, nur wenige große und weit fortgeschrittene Entwicklungsländer hätten an dem Boom ausländischer Direktinvestitionen teilgehabt['Vgl. UNCTAD, Recent Developments in International Investment and Transnational Corporations: Trends in Foreign Direct Investment, TD/B/ITNC/2, Genf 1995.]. Wenn das so wäre, stünde es schlecht um die Chancen der meisten Entwicklungsländer, sich die allseits gepriesenen Vorzüge ausländischer Direktinvestitionen zunutze zu machen. Selbst frühere Kritiker multinationaler Unternehmen wie die UNCTAD schätzen Direktinvestitionen heute als vorteilhafte Form der externen Finanzierung ein. Im Gegensatz zu Bankkrediten und Portfolio-Investitionen bieten Direktinvestitionen nicht nur eine Ergänzung der nationalen Ersparnisse; sie eröffnen auch den Zugang zu international verfügbaren Technologien und zu ausländischem Management-Know-how, und sie erleichtern das Vordringen auf die Weltgütermärkte. Ausländischen Direktinvestoren wird zudem eine längerfristige Orientierung und dauerhafte Bindung an das Gastland zugute gehalten. Hieraus folgt, dass Direktinvestitionen weniger schwankungsintensiv und krisenanfällig sind als andere Formen des Kapitalimports - eine Beobachtung, die nach den Finanzkrisen in Asien und Lateinamerika besonders relevant ist['Vgl. auch Abschnitt V.].

Eine hohe Konzentration der Direktinvestitionen auf wenige Entwicklungs- und Schwellenländer lässt sich in der Tat ermitteln, wenn man auf absolute Stromgrößen abstellt. So flossen zum Beispiel im Jahr 1997 mehr als zwei Drittel aller Direktinvestitionen außerhalb der OECD-Länder in nur zehn Länder, die sich durch ihre Größe und/oder einen recht hohen Entwicklungsstand auszeichneten. Solche Konzentrationsmaße sind jedoch irreführend. Sobald der Zustrom von Direktinvestitionen auf das Bruttoinlandsprodukt des jeweiligen Empfängerlandes bezogen wird, zeigt sich, dass auch kleine und weniger fortgeschrittene Entwicklungsländer von ausländischen Direktinvestitionen profitiert haben - großenteils sogar stärker als die, absolut gesehen, bedeutendsten Empfängerländer['Vgl. P. Nunnenkamp (Anm. 8)]. Ein Beispiel aus Asien: Während sich die Direktinvestitionen 1997 in China und Malaysia (die beide zur Gruppe der zehn größten Empfängerländer gehörten) auf ca. fünf Prozent des Bruttoinlandsprodukts beliefen, erzielten kleinere Nachbarstaaten wie Kambodscha und Vietnam Werte von rund sieben Prozent.

Selbst in Sub-Sahara Afrika haben einzelne Länder wie Namibia und Swasiland - am Bruttoinlandsprodukt gemessen - ein Vielfaches dessen an Direktinvestitionen angezogen, was sich im Durchschnitt für die hoch entwickelten OECD-Staaten errechnet. Auch in kleinen und armen Entwicklungsländern haben die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger also Einfluss auf den Zustrom von Direktinvestitionen und damit auf die externe Finanzierungsstruktur, der für die Vermeidung von Finanz- und Währungskrisen eine große Bedeutung zukommt.

IV. Finanzkrisen: Markt- oder Politikversagen?

Vernichtende Pauschalurteile über die Funktionsfähigkeit der internationalen Finanzmärkte haben seit Ausbruch der Asienkrise im Jahr 1997 Hochkonjunktur: Nach Helmut Schmidt droht die Geldgier weniger Finanzhaie Weltkrisen auszulösen['Vgl. Helmut Schmidt, Vorsicht, Finanzhaie, in: Die Zeit, 8. Oktober 1998, S. 3.]. Auch für Malaysias Premierminister Mahathir gibt es keinen Zweifel daran, dass über das Wohl und Wehe der Entwicklungs- und Schwellenländer an der Wall Street entschieden wird: Eine Handvoll Spekulanten habe ihre Macht über die weltweiten Kapitalströme willkürlich eingesetzt, um Malaysia und andere aufstrebende Volkswirtschaften in die Knie zu zwingen['Vgl. Mahathir Bin Mohamad, Asian Economies: Challenges and Opportunities. Speech at

the Annual Seminar of the World Bank, Hong Kong, 20. September 1997, internet: <http://www.bi.go.id/what'snew/mahathir.html>]. Selbst prominente Ökonomen wie Jagdish Bhagwati lassen sich zu Aussagen hinreißen wie: "You may be very healthy but suddenly you can catch pneumonia . . . Markets may do something when you have done nothing wrong." [Interview mit der Times of India, 31. Dezember 1997.]

Es ist nicht zu bezweifeln, dass das internationale Finanzsystem spätestens mit den jüngsten Krisen erhebliche Marktmängel offenbart hat [Vgl. Helmut Reisen, After the Great Asian Slump: Towards a Coherent Approach to Global Capital Flows, OECD Development Centre, Policy Brief 16, Paris 1999.]. Destabilisierend und krisenverschärfend hat vor allem das Herdenverhalten der ausländischen Banken und Investmentfonds gewirkt. Ein solches Verhalten herrschte schon vor Ausbruch der Asienkrise vor: In der allgemeinen Asien-Euphorie wurden Risiken übersehen oder ignoriert [Es gibt allerdings keine überzeugende empirische Evidenz dafür, dass die unvorsichtige Kreditvergabe der Auslandsbanken an die asiatischen Krisenländer auf das Vertrauen der Banken zurückzuführen ist, im Ernstfall durch den Internationalen Währungsfonds herausgepakt zu werden. Zu dieser vielfach vertretenen "moral hazard"-These und ihrer kritischen Überprüfung vgl. Peter Nunnenkamp, The Moral Hazard of IMF Lending: Making a Fuss about a Minor Problem?, Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge 332, Kiel 1999.]. Die ausländischen Geldgeber heizten damit einen Boom an, der sich wenig später als spekulative Blase erwies. Die panische Reaktion auf nicht länger zu leugnende Krisensymptome war dann auf ein klassisches Koordinationsversagen zurückzuführen. Die überstürzte Flucht aus den Krisenländern war für jeden einzelnen Gläubiger durchaus rational. Die eigenen Forderungen sollten möglichst schnell eingetrieben werden, um Verluste zu begrenzen. Insgesamt gesehen stellten sich die Gläubiger gerade durch dieses Verhalten aber erheblich schlechter. Weil alle gleichzeitig die Flucht antraten, verstärkte sich der Verfall der asiatischen Währungen und Vermögenswerte. Ein Stillhalten der Gläubiger wäre also nicht nur im Interesse der Krisenländer, sondern auch im kollektiven Eigeninteresse der Gläubiger gewesen.

Innovative Finanzierungsinstrumente sowie zweiseitige Vorsichtsmaßnahmen der Gläubiger und der Finanzaufsicht in den Industrieländern trugen das ihre zum Herdenverhalten bei. So führte die Hebelwirkung kreditfinanzierter Engagements vor der Krise dazu, dass so genannte Hedgefonds ein Vielfaches ihrer Eigenmittel in Asien einsetzten. Die Hebelwirkung schlug abrupt in einen massiven Abzug von Kapital um, als die Kreditfinanzierung der Hedgefonds ins Stocken geriet, weil deren Gläubigerbanken Forderungen fällig stellten.

Gemäß der internen Risikoevaluierungssysteme westlicher Geldgeber wurden mit den anfänglichen Turbulenzen in Thailand auch nicht unmittelbar betroffene Schwellenländer in ihrer Bonität zurückgestuft. Diese Neubewertung von Risiken wiederum führte automatisch zu einem weiteren Abzug von Auslandskapital: Nach den in einigen Industrieländern geltenden finanziellen Sicherheitsstandards dürfen zum Beispiel institutionelle Investoren wie Lebensversicherungen nur Aktiva höchster Bonität halten. Wegen der herabgesetzten Kreditwürdigkeit waren diese Investoren gezwungen, ihre in asiatischen Schwellenländern aufgebauten Aktiva zu verkaufen, womit die dortigen Aktienmärkte und Währungen weiter verfielen.

Trotz der auf diese Weise erhöhten Ansteckungsgefahr lässt sich die Behauptung nicht halten, dass durch die Panik ausländischer Investoren auch Länder in den Krisenstrudel gerissen worden sind, in denen überhaupt kein Anlass für einen Rückzug bestand [Vgl. ausführlicher Peter Nunnenkamp, Boom, Bust, Recovery - What Next in Private Capital Flows to Emerging Markets?, Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge 362, Kiel 2000.]. Besonders abwegig ist die vom Präsidenten der Interamerikanischen Entwicklungsbank, Enrique Iglesias, vertretene Auffassung, die Brasilien-Krise im Januar 1999 sei allein durch die Ausbreitung der "asiatischen Grippe" erklärlich [Vgl. Handelsblatt vom 28. Januar 1999.]. Im Fall Brasiliens spricht alles für eine hausgemachte Währungskrise nach klassischem Muster: Die Kombination einer als drastisch überbewertet eingeschätzten nationalen Währung mit steigenden Defiziten im Staatshaushalt und in der Leistungsbilanz musste über kurz oder lang zwangsläufig zu Währungsattacken führen, denen nicht mehr standzuhalten war [Vgl. Rudiger Dornbusch, Brazil Beyond Tropical Illusions, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge (Mass.) 1999, mimeo.]. Die theoretischen Modelle, die bei derartigen internen wirtschaftspolitischen Inkonsistenzen eine Krise vorhersagen, waren bereits entwickelt, als von globalisierten Finanzmärkten noch lange nicht die Rede war [Vgl. Paul Krugman, A Model of Balance of Payments Crisis, in: Journal of Money, Credit, and Banking, 11 (1979), S. 311-325.].

Der Fall Koreas mag auf den ersten Blick als ein plausibleres Beispiel für eine Krise durch Ansteckung ohne interne Gründe herhalten. Dem makroökonomischen Kurs der dortigen Regierung wurde noch kurz vor der Krise höchstes Lob gezollt [Vgl. dazu Jeffrey Sachs, IMF Is a Power unto Itself, in: Financial Times vom 11. Dezember 1997.]. Im Nachhinein waren die internen Fehlentwicklungen, die eine Neubewertung von Risiken durch die ausländischen Investoren ratsam erscheinen ließen, aber nicht mehr zu übersehen: Sowohl der Unternehmenssektor als auch der Finanzsektor Koreas befanden sich schon 1996/97 in prekärer Lage. Binnen Jahresfrist hatten sechs der 30 größten Konglomerate (*chaebol*) Konkurs anmelden müssen. Die

Kreditabhängigkeit der koreanischen Unternehmen war extrem hoch, und ein zunehmender Teil der Kredite wurde nicht mehr fristgerecht bedient. Die koreanischen Banken hatten auf Druck der Regierung großzügig Kredite vergeben; sie unterlagen der Illusion, staatlicherseits abgesichert zu sein, und hatten deshalb auf eine sorgfältige Überprüfung der Kreditwürdigkeit von Unternehmen verzichtet. Die impliziten Staatsgarantien erwiesen sich als wertlos, als offenkundig wurde, dass ihre Einlösung die Regierung finanziell überfordern würde.

Wegen einer höchst problematischen Struktur der externen Finanzierung war Korea zudem sehr anfällig für einen Stimmungswandel auf den internationalen Finanzmärkten. Die Auslandsfinanzierung Koreas beruhte hauptsächlich auf Krediten, während ausländische Direktinvestitionen kaum eine Rolle spielten. Allein der Bestand kurzfristig fälliger Kredite übertraf die koreanischen Devisenreserven schon Ende 1996 um ein Vielfaches. Es war deshalb gar nicht möglich, die nationale Währung, den Won, erfolgreich zu verteidigen, als der Wechselkurs unter Druck geriet. Die extreme Abhängigkeit von kurzfristigen Auslandskrediten war der koreanischen Regierung anzulasten: Diese hatte in den frühen neunziger Jahren den kurzfristigen Kapitalverkehr liberalisiert, während der Zustrom langfristigen Auslandskapitals (insbesondere von ausländischen Direktinvestitionen) reglementiert blieb.

Weder Brasilien noch Korea stützen also die These, dass die globalisierten Finanzmärkte selbst dort Krisen heraufbeschwören, wo makroökonomische Inkonsistenzen vermieden werden und die internen Finanzsysteme funktionsfähig sind. Um "Globalisierungskrisen" handelt es sich nur insofern, als die Konsequenzen makroökonomischer Fehlentwicklungen und institutioneller Defizite mit zunehmender Kapitalmobilität dramatischer ausfallen.

V. Folgerungen für die nationale Wirtschaftspolitik: Weltwirtschaftliche Öffnung passé?

Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs dient nach Jagdish Bhagwati dem Interesse ausländischer Investoren: "They want the ability to take capital in and out freely." [Vgl. Anm. 14.] Diese Investoren haben sich selbst einen Bärendienst erwiesen, wenn man die Asienkrise - mit Premierminister Mahathir - als ein von ihnen eingefädertes Manöver versteht, um Länder wie Malaysia in die Knie zu zwingen. Der Nutzen eines freien internationalen Kapitalverkehrs für die Entwicklungs- und Schwellenländer wird nämlich nach der Krise zunehmend in Zweifel gezogen. Fast vergessene Vorschläge wie der einer Besteuerung des internationalen Kapitalverkehrs tauchen aus der Versenkung auf [Zur so genannten Tobin-Steuer vgl. K. Raffer (Anm. 2) und die dort angegebene Literatur.]. Neue Initiativen fordern eine Beteiligung der privaten Gläubiger an den Kosten von Finanzkrisen. Nationalstaatliche Varianten der Regulierung des Zustroms oder des Abflusses von Auslandskapital werden intensiv diskutiert. Insbesondere den asiatischen Schwellenländern wird teilweise empfohlen, angesichts hoher nationaler Ersparnisse auf Auslandskapital völlig zu verzichten und den Kurs der finanziellen Öffnung zu revidieren [Vgl. Robert Wade/Frank Veneroso, *The Asian Financial Crisis: The Unrecognized Risk of the IMF's Asia Package*, New York, mimeo.].

Die lebhafte Debatte über Kapitalverkehrskontrollen straft diejenigen Lügen, die die finanzielle Globalisierung für einen zwangsläufigen und wirtschaftspolitisch nicht zu steuernden Prozess halten. Die relevante Frage lautet deshalb nicht, ob die Globalisierung überhaupt gestoppt werden kann, sondern ob und - wenn ja - wie dieser Prozess gestaltet werden sollte. In diesem Kontext ist vor Vereinfachungen und Übertreibungen zu warnen. Wenn Länder wie Korea, Malaysia und Thailand heute zu Globalisierungsverlierern abgestempelt werden, scheint in Vergessenheit geraten zu sein, dass sich das dortige Pro-Kopf-Einkommen in den letzten drei Jahrzehnten vervielfacht hat. Dieser Einkommenszuwachs, der nicht zuletzt durch die weltwirtschaftliche Öffnung begünstigt worden ist, ist durch die Krise geschmälert, aber bei weitem nicht zunichte gemacht worden.

Der wirtschaftliche Rückschlag war zudem weder in Asien noch in Lateinamerika so hart wie zunächst befürchtet. Das koreanische Bruttoinlandsprodukt übertraf schon Anfang 2000 wieder das vor der Krise erreichte Niveau [Vgl. *The Economist* vom 15. April 2000, S. 82.]. Die überraschend schnelle wirtschaftliche Erholung mag dazu beigetragen haben, dass die Wirtschaftspolitik in den Entwicklungs- und Schwellenländern bisher kaum zu neuen Kapitalverkehrskontrollen gegriffen hat. Chile, das den Zustrom von kurzfristigem Auslandskapital bis 1998 durch eine implizite Besteuerung entmutigte, hat kaum Nachahmer gefunden, obwohl der chilenische Weg unter Ökonomen als sinnvoll erachtet wird. Malaysia, wo zeitweise versucht wurde, den Abfluss von Auslandskapital durch Regulierungen zu stoppen, ist ein Ausnahmefall geblieben.

Eine völlige Abschottung gegenüber Kapitalimporten würde die Wachstumsaussichten vor allem in solchen

Entwicklungs- und Schwellenländern beeinträchtigen, in denen die Investitionsmöglichkeiten durch niedrige nationale Sparquoten begrenzt werden. Aber selbst bei hohen nationalen Sparquoten sind Kapitalimporte nützlich, beispielsweise wenn dadurch zugleich der Zugang zu international verfügbaren Technologien erleichtert wird. Die meisten Entwicklungs- und Schwellenländer werden deshalb auch in Zukunft bestrebt sein, Auslandskapital anzuziehen. Um gleichzeitig die Gefahr von Finanzkrisen zu begrenzen, gilt es einige Lehren aus der jüngsten Vergangenheit zu beherzigen:

- Erstens verschärft sich mit zunehmender Kapitalmobilität das wirtschaftspolitische Trilemma, wonach ein freier Kapitalverkehr, ein fixierter Wechselkurs und eine eigenständige Geldpolitik nicht miteinander vereinbar sind['Vgl. Michael Frenkel/Lukas Menkhoff, Stabile Weltfinanzen? Die Debatte um eine neue internationale Finanzarchitektur, Berlin 2000, S. 11 ff.]. Wenn man auf Kapitalimporte setzt, steht man folglich vor der Wahl, entweder den Wechselkurs freizugeben oder die Geldpolitik dem Wechselkursziel glaubhaft (etwa im Rahmen eines *Currency Boards* wie in Argentinien und Hong Kong) unterzuordnen.

- Zweitens kommt der zeitlichen Abfolge von Liberalisierungsschritten eine wesentliche Bedeutung für die Krisenvermeidung zu. Diese Erkenntnis war in den siebziger und achtziger Jahren fast Allgemeingut, geriet zwischenzeitlich aber in Vergessenheit. Führende Vertreter des Internationalen Währungsfonds (IWF) räumen ein, dass "countries need to prepare well for capital-account liberalization"['Stanley Fischer, Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF, in: Stanley Fischer u. a., Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?, Princeton University, Essays in International Finance 207, Princeton 1998, S. 2.]. Der Krisenanfälligkeit liberalisierter Finanzmärkte ist durch institutionelle Vorkehrungen wie eine wirksame Finanzaufsicht und die Einhaltung finanzieller Sicherheitsstandards vorzubeugen. Nur ein solides nationales Finanzsystem kann eine effiziente Absorption von Kapitalzuflüssen gewährleisten.

- Drittens lässt sich die Zusammensetzung von Kapitalimporten beeinflussen. Vor allem in frühen Phasen der Liberalisierung empfiehlt es sich, in erster Linie auf ausländische Direktinvestitionen zu setzen, weil sich diese in Krisenzeiten als recht stabil erwiesen haben. Die von Korea in den frühen neunziger Jahren gewählte Abfolge von Liberalisierungsschritten sollte deshalb in ihr Gegenstück verkehrt werden. Selbst die Leitung des IWF befindet: "A case can be made that countries with weak financial systems should restrict short-term inflows."['Ebd., S. 5.]

- Schließlich dient es der Risikovorsorge, ein ausreichendes Liquiditätspolster zu halten. Dies kann durch eigene Devisenreserven geschehen oder durch Vereinbarungen mit den internationalen Banken über vorbeugende Kreditlinien, aus denen im Fall unerwarteter Finanzierungsengpässe Beistandskredite gezogen werden können.

VI. Der internationale Ordnungsrahmen: Wo besteht Reformbedarf?

Es wäre allzu heroisch anzunehmen, dass Finanz- und Währungskrisen der Vergangenheit angehören, sobald die Entwicklungs- und Schwellenländer die Wiederholung alter Fehler vermeiden. Insofern ist es eine gute Nachricht, dass auch auf multilateraler Ebene intensiv über eine Reform der Finanzarchitektur nachgedacht wird. Allerdings ist bisher - abgesehen von verbesserten Daten- und Transparenzstandards - wenig erreicht worden, um zukünftige Krisen wirksamer bekämpfen zu können oder, besser noch, vermeiden zu helfen['Vgl. Peter Nunnenkamp, Towards a New International Financial Order: Why Reform Progress Is So Slow, in: *Intereconomics*, 35 (2000) 1, S. 23-30.]. Die Debatte über einen reformierten internationalen Ordnungsrahmen krankt an dreierlei: Teilweise befindet man sich auf Abwegen, besonders radikale Vorschläge basieren auf zweifelhaften Annahmen, und praktikable Reformschritte scheitern an politischen Widerständen.

Die wiederbelebte Diskussion über eine international harmonisierte Besteuerung grenzüberschreitender Finanztransaktionen bietet ein Beispiel für mangelnde Problemsicht. Selbst Befürworter der so genannten Tobin-Steuer gestehen ein, dass "clearly, the Tobin tax cannot serve as a disincentive to large-scale speculation against a currency"['K. Raffer (Anm. 2), S. 533.]. Die Krisen der vergangenen Jahre wären also nicht dadurch zu verhindern gewesen, dass man Sand in das Getriebe der internationalen Finanzmärkte gestreut hätte. Mit der Tobin-Steuer soll letztlich wohl ein ganz anderes Ziel verfolgt werden, nämlich die Finanzierung globaler öffentlicher Güter (z. B. des multilateralen Umweltschutzes und der Bekämpfung der Ausbreitung von Infektionskrankheiten) zu erleichtern.

Auf einem Irrweg dürfte man sich auch bei der angestrebten Revision der so genannten Basler Konvention befinden['Vgl. hierzu Helmut Reisen, Revisions to the Basel Accord and Sovereign Ratings, in: Ricardo Hausmann/Ulrich Hiemenz (Hrsg.),

Global Finance from a Latin American Viewpoint, OECD Development Centre Seminars, Paris 2000, S. 71-80.]. Dieses Abkommen legt die erforderliche Eigenkapitaldeckung für Auslandskredite von Banken fest. Die zweifellos erforderliche Überarbeitung des Abkommens sieht vor, die Deckungsvorschriften stärker an der Risikoklassifizierung kreditnehmender Länder durch unabhängige Rating-Agenturen (z. B. Moody's) auszurichten. Dies droht die internationalen Kapitalströme - im Gegensatz zum erklärten Ziel - weiter zu destabilisieren. Den Agenturen ist es im Fall Asiens nicht gelungen, die internationalen Finanzmärkte durch frühzeitige Rating-Signale vor euphorischen und dann panischen Übertreibungen zu bewahren. Man kann folglich bezweifeln, dass die Agenturen die Bonität souveräner Kreditnehmer besser als die Marktteilnehmer einschätzen können. Verspätete Rating-Signale dürften erst recht zu überschießenden Kapitalmarktreaktionen führen, wenn die Ratings - wie vorgesehen - einen unmittelbaren Einfluss auf die erforderliche Eigenkapitaldeckung der Banken hätten.

Extreme Standpunkte werden vor allem dann eingenommen, wenn es um die zukünftige Rolle des IWF geht. Während es die eine Seite befürwortet, den IWF durch eine großzügige finanzielle Ausstattung zum internationalen Kreditgeber der letzten Instanz auszubauen, wird von der Gegenseite gefordert, den IWF ganz abzuschaffen oder seine Kreditvergabe zumindest drastisch zu beschneiden[Vgl. hierzu einerseits Stanley Fischer, On the Need for an International Lender of Last Resort, Washington, D. C. 1999, internet: <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/010399.htm>, und andererseits Meltzer Commission, Report of the International Financial Institution Advisory Commission, Washington, D. C. 2000, internet: <http://phantom-x.gsia.cmu.edu/FIAC/Report.html>.]. Beide Positionen verkennen, dass zwischen Krisenvermeidung und wirksamer Bekämpfung unvermeidbarer Krisen ein Dilemma besteht, wenn man sich allein auf den IWF kapriziert:

- Wenn der IWF einen besseren Schutz vor den Ausbreitungseffekten von Krisen böte, stiege die Gefahr, dass die Marktteilnehmer Kreditrisiken vernachlässigen und deshalb zusätzliche Krisen heraufbeschwören.

- Ohne ein multilaterales Sicherheitsnetz hätte man zwar die Anreize für ein bewusstes Fehlverhalten der Marktteilnehmer ausgeschaltet. Die Annahme, dass dann keine Krisen mehr aufträten, ist aber wenig überzeugend. Nicht vermeidbaren Krisen wäre man schutzlos ausgeliefert.

Um dieses Dilemma zu entschärfen, müssten die Marktteilnehmer enger als bisher in Strategien zur Vermeidung und Bekämpfung von Finanzkrisen eingebunden werden. Es mangelt nicht an Vorschlägen, wie das Risikobewusstsein der Marktteilnehmer geschärft, dem Herdenverhalten entgegengewirkt und für eine angemessene Lastenverteilung im Krisenfall gesorgt werden könnte[Vgl. P. Nunnenkamp (Anm. 29) und die dort angegebene Literatur sowie M. Frenkel/L. Menkhoff (Anm. 26), S. 93 ff.]. Hierzu gehören: die Vereinbarung vorbeugender Kreditlinien zwischen Entwicklungs- und Schwellenländern und den internationalen Banken; Vertragsklauseln, die dem Schuldner die Option einer verlängerten Rückzahlungsfrist (mit einem festgelegten Zinsaufschlag) einräumen; Regeln, die im Krisenfall ein "Stillhalten" der privaten Investoren erleichtern und damit dem Koordinationsversagen vorbeugen; privat gespeiste Krisenfonds, aus denen die Interventionsmittel des IWF aufgestockt werden könnten.

Die Tatsache, dass bisher kaum einer dieser Vorschläge zum Baustein einer reformierten Finanzarchitektur geworden ist, ist weniger auf ökonomisch stichhaltige Einwände zurückzuführen. Es fehlt an einem politischen Konsens, der nicht zuletzt am Widerstand von Interessengruppen wie den internationalen Banken scheitert. Es steht deshalb zu befürchten, dass die Finanzmärkte von der nächsten Krise ähnlich schlecht vorbereitet getroffen werden, wie es bei der Asienkrise der Fall war.

Ausdruck aus dem Internet-Angebot der Zeitschrift "Das Parlament" mit der Beilage "Aus Politik und Zeitgeschichte"

© Deutscher Bundestag und Bundeszentrale für politische Bildung, 12.09.2002.