

BRAUCHBARE DIAGNOSE
-
UNZUREICHENDE THERAPIE

**WEED-Stellungnahme zum
Bericht des
Forums für Finanzstabilität**

Peter Wahl and Peter Waldow

BRAUCHBARE DIAGNOSE - UNZUREICHENDE THERAPIE

WEED-Stellungnahme zum Bericht des Forums für Finanzstabilität

Herausgeber:

World Economy, Ecology & Development Ass. (WEED)

Bertha-von-Suttner-Platz 13

D-53111 Bonn

Germany

Tel.: +49 - (0)228 - 766130

Fax: +49 - (0)228 - 696470

E-Mail: weed@weedbonn.org

Internet: <http://www.weedbonn.org>

Autoren:

Peter Wahl, Peter Waldow

Layout

Peter Waldow

Bonn, April 2000

**Diese Publikation wurde mit Mitteln der Kommission der Europäischen Gemeinschaften gefördert.
Für den Inhalt ist der Herausgeber verantwortlich.**

BRAUCHBARE DIAGNOSE - UNZUREICHENDE THERAPIE

WEED-Stellungnahme zum Bericht des Forums für Finanzstabilität

Am 5. April 2000 legte das Forum für Finanzstabilität (Financial Stability Forum - FSF) seinen Bericht vor. Das FSF war im Februar 1999 auf Vorschlag der G 7 gegründet worden, um Vorschläge zur Reform des internationalen Finanzsystems zu erarbeiten. Hintergrund waren die sich häufenden internationalen Finanzkrisen mit ihren katastrophalen sozialen Auswirkungen, vor allem der Crash in Südostasien, aber auch die Erfahrungen mit dem Kollaps oder mit Beinahe-Zusammenbrüchen hochspekulativer Fonds, wie dem US-amerikanischen LTCM. Mitglieder des FSF sind Finanzminister, Notenbankchefs und Vertreter von Aufsichtsbehörden und internationalen Finanzinstitutionen, wie IWF, BIZ, Weltbank, sowie der OECD. Den Vorsitz führt Andrew Crockett, Chef der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ). Die Kommission untersuchte drei Themen: Kapitalverkehr, Offshore Bankzentren und hochspekulative Fonds ("Highly Leveraged Institutions"). Die Vorschläge haben Empfehlungscharakter und werden der Frühjahrstagung des IWF zur Beschlussfassung vorgelegt. In zwei Jahren soll eine Evaluierung der Umsetzung stattfinden.

1. Brauchbare Diagnose,

Das hauptsächliche Verdienst des Berichts liegt darin, dass er für die untersuchten Bereiche einige Fehlentwicklungen, Probleme und Risiken relativ offen beim Namen nennt. Er bestätigt damit einen Teil der Kritik, die - nicht zuletzt von NGOs - seit langem an der unkontrollierten Liberalisierung und Deregulierung der internationalen Finanzflüsse geübt wird. Implizit ist er auch das Eingeständnis von Fehlern und Fehleinschätzungen des IWF. So wird z.B. nicht länger behauptet, der Crash in Südostasien sei ausschließlich auf interne Probleme ("crony capitalism") der betreffenden Länder zurückzuführen. Statt dessen wird anerkannt, dass die Finanzmärkte generell systemische Risiken für kleine und mittlere Volkswirtschaften enthalten. Auch die gefährlichen Effekte von Offshore Zentren und ihrer z.T. offen kriminellen Praktiken (Geldwäsche), der hochspekulativen Hedgefonds und einiger Derivate werden weitgehend erkannt. Dass für das internationale Finanzsystem und seine Institutionen dringender Reformbedarf besteht, dürfte nach dem Bericht des FSF nicht mehr ernsthaft bestritten werden.

2.aber unzureichende Therapie

Für die Reformvorschläge des FSF gilt hingegen, dass sie dem Ausmaß und der Komplexität der Problemlage nicht gerecht werden. So beschränken sich die Empfehlungen zum Kapitalverkehr auf Dinge, die theoretisch seit langem Selbstverständlichkeiten sein sollten: mehr Transparenz bei allen Akteuren incl. IWF, verbessertes Monitoring, verlässliche und zeitnahe Statistiken, Risikomanagement auf der Basis internationaler Standards und Verbesserung der Bankenaufsicht. All dies macht auch Sinn, in besonderem Maße für die schwachen Finanzsysteme der Entwicklungsländer und emerging markets. Wie jedoch die Verwicklung zahlreicher Banken der OECD Länder, wo seit langem ausgereifte Aufsichtssysteme bestehen, in die Krisen zeigt, reicht dies keineswegs, um die Systemrisiken auszuschalten. Ähnliches gilt für die hochspekulativen Fonds.

Am ehesten könnten noch die Empfehlungen zu Offshore Zentren dazu geeignet sein, die Risikoträchtigkeit dieser besonders problematischen Auswüchse der Kapitalmärkte zu reduzieren, vorausgesetzt der politische Wille ist dazu vorhanden.

Die Einbeziehung des Privatsektors in die Vorbeugung und Bewältigung von Krisen ("bail in") ist in den Vorschlägen nicht mehr enthalten. Damit fällt der Report hinter den Stand der Diskussion nach der Asienkrise zurück. Selbst der harmlose Vorschlag einer Kreditliste, wie ihn noch die Bundesregierung im Vorfeld

des Kölner G 7 erwogen hatte, taucht nicht mehr auf. Das Prinzip: "Privatisierung der Gewinne und Sozialisierung der Verluste" wird nicht in Frage gestellt.

Von Instrumenten wie Kapitalverkehrskontrollen, wie sie z.B. Malaysia erfolgreich in der Asienkrise nutzte, wird - von Ausnahmefällen abgesehen - abgeraten, da ihre Kosten angeblich zu hoch seien.

Weitergehende Maßnahmen, wie eine Kapitalverkehrssteuer (Tobin Tax) zur Reduzierung von Umfang, Tempo und Volatilität der internationalen Kapitalströme werden überhaupt nicht thematisiert.

Der Fokus des Reports liegt auf den Entwicklungsländern und den emerging markets. Die Auswirkungen der liberalisierten Finanzmärkte auf die Industrieländer werden völlig ausgeblendet. Eine Diskussion über kapitalgedeckte Alterssicherungssysteme und ihre Abhängigkeit von den internationalen Finanzmärkten findet nicht statt. Dass mit der Drohung, ihr Kapital abzuziehen ("exit option"), die Finanzmärkte inzwischen auch die Finanz-, Wirtschafts-, Haushalts-, Sozial- und Arbeitsmarktpolitik der meisten G-7 Länder in hohem Maße beeinflussen, wird nicht thematisiert, ebensowenig wie das daraus resultierende Demokratieproblem.

Der Report taugt daher allenfalls als **Einstieg** für eine Diskussion über eine wirkliche Reform der Finanzmärkte.

3. Zum Bericht der Arbeitsgruppe über Kapitalverkehr

Im analytischen Teil des Berichts wird, nachdem die Notwendigkeit internationaler Mobilisierung von Kapital grundsätzlich begründet wird, festgestellt, dass dies mit Risiken und potentiellen Kosten behaftet ist. Insbesondere kurzfristige Portfolio-Investitionen werden zutreffend als Gefahrenquelle ausgemacht. Vor allem abrupte "Portfolio-Anpassungen" - im Klartext: Kapitalabzug - können zu Problemen führen. Länder mit hohen kurzfristigen Schulden sind hier besonders gefährdet. Anreize für kurzfristige Portfolio-Investitionen von internationalen Banken werden als Risikofaktor erkannt, der die Volatilität der Kapitalbewegungen erhöht. Insofern nimmt der Report Abschied vom Trugbild einer heilen Welt der Globalisierung.

Die wichtigsten Empfehlungen des Berichts sind:

- Verbesserung des Monitoring der Kapitalbewegungen und der ökonomischen Gesamtentwicklung auf nationaler Ebene,
- Verbesserung des Risikomanagements des öffentlichen und des privaten Bankensektors, insbesondere ein vorsichtiges Schulden- und Liquiditätsmanagement,
- Aufsichtsgremien und -verfahren sollen ausgebaut werden, insbesondere sollen risikoadäquate Mindesteinlagen für Banken vorgeschrieben und Obergrenzen bei der Kreditaufnahme in ausländischen Währungen festgesetzt werden,
- Kapitalverkehrskontrollen werden skeptisch beurteilt, lediglich bei Zuflusskontrollen mit Marktinstrumenten, wie sie Chile zeitweise praktizierte, könnte nach Ansicht der FSF unter bestimmten Umständen der Nutzen höher sein als die Kosten,
- als Anreiz für langfristige Investitionen wird empfohlen, die Ausgabe langfristiger staatlicher Schuldverschreibungen auszubauen,
- Transparenz bei nationalen Behörden, Bereitstellung verlässlicher Statistiken, Standards - ggf. gesetzlich vorzuschreiben - bei Buchhaltung und Bilanzsystem der Unternehmen.

Gemeinsam ist allen Vorschlägen, dass sie die Hauptverantwortung auf die nationale Ebene verlagern. Dort sollen Sicherungen und Dämme gegen die negativen Folgen der globalen Kapitalfluten gebaut werden. Auf Ausmaß, Tempo und Richtung der Flut selbst soll jedoch nicht zugegriffen werden. Das Kernproblem, die 1,5 Billionen US-Dollar, die pro Börsentag international völlig frei transferiert werden, bleibt unangetastet. Aus diesem Grund ist auch eine internationale Kapitalverkehrssteuer (Tobin Tax) für das FSF tabu.

Damit bleibt auch die Wirkung der Vorschläge zur Verbesserung des Risikomanagements, so sie denn umgesetzt werden, sehr beschränkt. Sie werden nicht ausreichen, eine spekulative Attacke zu verhindern. Denn mit dem ungebremsten Anwachsen der internationalen Kapitalflüsse werden risikobereite Akteure auch wiederum größere Möglichkeiten bekommen. Im Rennen zwischen Aufsichtsbehörden und Spekulanten haben, wie in dem zwischen Hase und Igel, letztere immer die Nase vorn, wenn nicht die Spekulation selbst unattraktiv gemacht wird. Solange durch kurzfristige Anlagen, Arbitrage und Spekulation noch immer bedeutend mehr und schneller Geld verdient werden kann als durch Realinvestitionen bleibt das internationale Finanzsystem strukturell hochgradig krisenträchtig.

4. Zum Bericht über Offshore Zentren

Der Bericht zu Offshore Zentren (OFC) stützt sich auf die wenige Literatur zu diesem Thema und eigene Erhebungen - Fragebögen und Interviews. Anders jedoch als die bisherigen Publikationen, die sich auf den Bankensektor und einzelne OFC konzentrierten, präsentiert die FSF Arbeitsgruppe eine umfassendere und realistischere Problembeschreibung.

Folgende grundsätzlichen Probleme, die sich für die internationale Finanzordnung aus der Existenz von OFC ergeben, werden in ungewöhnlicher Klarheit genannt, u.a.:

- das Fehlen adäquater Regulierung und/oder effektiver Aufsicht behindert die Einführung internationaler Standards, schwächt die Bemühungen zur Vermeidung von Finanzkrisen und ist eine permanente Gefahrenquelle für das internationale Finanzsystem,
- das Wachstum von Vermögenswerten und Zahlungsverpflichtungen in OFC steigert im Zusammenhang mit der Zunahme von Geschäften mit riskanten Kreditgeschäften die "Ansteckungsgefahr" im Falle einer Finanzkrise,
- die vielfältigen und trickreichen Möglichkeiten, Unternehmen in OFC zu gründen, führen zu undurchsichtigen Marktstrukturen, die eine effektive Aufsicht behindern,
- der Mangel an Informationen über Unternehmens- und unterschiedlichste Trägerkonstruktionen führt zur Ausweitung illegaler Finanzgeschäfte (z.B. Geldwäsche),
- die Anreize aus der Steuergesetzgebung sind die Ursache für den Großteil aller Finanzflüsse in OFC.

Auf dieser Problemanalyse basieren folgende Empfehlungen:

- die Durchführung eines Prüfungsprozesses unter Federführung des IWF mit dem Ziel, die wichtigsten internationalen Regulierungsstandards in den bedeutendsten Offshore Zentren einzuführen und effektive Aufsichtsstrukturen zu schaffen,
- die Schaffung von Anreizstrukturen durch nationale Institutionen, wie z.B. der Sanktionierung oder Diskreditierung von OFC Geschäftspartnern, (Schaffung schwarzer Listen),
- die Ausweitung der Finanzaufsicht über den Bankensektor hinaus, mit dem eindringlichen Verweis auf die Verantwortlichkeit nationaler Versicherungs- und Wertpapieraufsichtsbehörden,
- Die Aufforderung an die OFC, ihre Finanzaktivitäten der BIZ zu melden.

Diese Empfehlungen gehen weit über das Maß hinaus, welches bisher im Rahmen internationaler Finanzinstitutionen und der G 7 diskutiert worden ist. Sollte eine vollständige Umsetzung gelingen, käme dies de facto fast einer Neutralisierung der OFC gleich. Der Vorschlag, den Prozess von vorne herein auf die wichtigsten OFC und Standards zu beschränken, unterminiert jedoch den systemischen Ansatz und wird zu einer Verlagerung der Offshore-Finanzaktivitäten in nicht erfasste oder neugegründete Schlupflöcher führen.

Außerdem ist damit zu rechnen, dass es zu einer Abschwächung der Vorschläge im IWF und dann noch einmal zur Aufweichung durch einzelne Regierungen kommt. Die entscheidende Schwäche der Empfehlung besteht darin, eine Regulierung von Offshore Zentren auf die nationale Ebene zu delegieren, wo unter Gesichtspunkten des Standortwettbewerbs keine Neigung besteht, die OFC in einer Weise zu regulieren, die auf ihre Abschaffung hinausliefere. Eine Regulierung kann hier nur dann ihre volle Wirkung zeigen, wenn sie international verbindlich eingeführt wird.

Symptomatisch für die Diskrepanz zwischen Analyse und Handlungsempfehlungen ist der Umgang mit der Steuerproblematik in den OFC. Während in der Analyse das Fehlen einer Steuergesetzgebung oder die Möglichkeit der legalen Steuerhinterziehung zurecht als eine Hauptursache für die Attraktivität der OFC herausgearbeitet wird, verzichtet man auf jegliche Empfehlung zur Lösung des Problems. Auch hier hat die politische Rücksichtnahme auf Player, wie Großbritannien, dazu geführt, wichtige Reformoptionen unter den Tisch fallen zu lassen.

5. Zum Bericht über hochspekulative Fonds

Ausgangspunkt der Analyse der hochspekulativen Fonds (im beschönigenden Jargon des FSF: Highly Leveraged Institutions, HLI) ist der Zusammenhang von Aktivitäten von Risikofonds und der Destabilisierung des Finanzsektors in kleineren und mittleren Volkswirtschaften sowie die Bedrohung des Finanzsystems

durch den in letzter Minute durch politische Intervention verhinderten Zusammenbruch des US Hedge Fund LTCM 1998. Darüber hinaus wird festgestellt:

- die Existenz großer Hebel d. h. entweder die extreme Disproportion von Fremdkapital zu Eigenkapital, oder der intensive Gebrauch derivativer Instrumente, für deren Kauf nur ein geringer Teil des eigentlichen Wertes aufgebracht werden muss - können zur Gefahr für das globale Finanzsystem werden,
- die fehlende Dokumentation und Aufsicht von Risikogeschäften der HLIs steigert die Gefahr von plötzlichen Zusammenbrüchen, die internationale Kettenreaktionen hervorrufen können,
- die unregulierten Wertpapier- und Derivatemärkte, insbesondere bilanzunwirksame OTC Geschäfte ("over the counter", d.h. unter Umgehung von Banken oder Börse), stehen im Zentrum der Geschäfte der HLIs,
- das Herdenverhalten der Finanzmarktteilnehmer, oft ausgelöst durch die Aktivitäten von Risikofonds, führt zu Preisverzerrungen und damit zu Liquiditätsengpässen, die systemische Wirkungen entfalten können. Die wachsende Konzentration von Vermögenswerten in HLIs katalysiert diesen Effekt,
- das unzureichende Risikomanagement von HLIs und ihrer Geschäftspartner stellt ein permanentes Gefahrenpotential dar,
- der gefährlichste Typ der HLIs sind Hedge Funds, die weitgehend unreguliert, undurchsichtig und in Offshore Zentren ansässig sind.

Nicht alle Mitglieder der Arbeitsgruppe teilen diese Analyse, insbesondere die systemische Wirkung der HLI Aktivitäten wurde kontrovers diskutiert. Die konsensual abgegebenen Empfehlungen sind deshalb weniger weitreichend, als nach der beschriebenen Analyse zu erwarten wäre. Sie umfassen v.a.:

- verbessertes Risikomanagement der HLIs und ihrer Geschäftspartner,
- verbesserte Offenlegung der Aktivitäten von HLIs und ihrer Partner mit Hilfe nationaler Gesetzgebung,
- verstärkte nationale Finanzaufsicht, vor allem im Bereich des Devisenhandels und der OTC Geschäfte,
- Einführung von Good Governance Regeln für Finanzmarktakteure und ihre Überwachung durch nationale Behörden.

Die Schaffung eines internationalen Kreditregisters und die direkte Regulierung von Hedge Funds wurde zwar diskutiert, letztlich aber auf Drängen der angelsächsischen Mitglieder nicht empfohlen. Mit diesem Ergebnis werden die HLIs weiterhin ihre destabilisierende Wirkung auf das Finanzsystem ohne nennenswerte Einschränkung ausüben können, denn

- Derivate bieten weiterhin die Chance exorbitanter Fremdfinanzierungen. Risikofonds die mit solchen Hebeln arbeiten, wollen gerade **kein** Risikomanagement. Daran kann auch eine verbesserte Kontrolle nichts ändern, denn der schnelle Aufbau riskanter offener Positionen wird erst im Nachhinein festgestellt werden,
- wiederum wird ein internationales Regulierungsproblem auf die nationale Ebene abgewälzt, wodurch implizit ein Regulierungswettbewerb im Sinne der Standortdebatte gefördert wird, in der die einzige einheitliche Regulierung die Nichtregulierung ist,
- drei Viertel aller Hedge Funds haben ihren Sitz in Offshore Zentren, von denen weder der politische Wille zur Umsetzung der Empfehlungen, noch die Möglichkeiten einer besseren Informationserfassung und Aufsicht zu erwarten ist. Nur eine direkte Regulierung der Hedge Funds kann deren Gefahrenpotential eindämmen.

Fazit:

Generell bietet der Report keinerlei Lösung für das Problem, das inzwischen auch die meisten Industrieländer betrifft: der Einfluss der Finanzmärkte beraubt die Regierungen ihrer Souveränität über makro-ökonomische Entscheidungen. "Die Kapitalmärkte beginnen die 'politischen Kräfte' zu disziplinieren, weil unzureichende politische und strukturelle Rahmenbedingungen dazu führen, dass das mobile Kapital renditeträchtigere Investitionsorte sucht", wie es das Vorstandsmitglied der Deutschen Bank, Josef Ackermann, ausdrückt. Damit entsteht ein grundlegendes Demokratiedefizit. Eine Reform des internationalen Finanzsystems, die keine demokratische Kontrolle der Finanzmärkte anstrebt, wird daher bestenfalls Flickwerk.