

Beitrag zum Symposium

"Kurswechsel. Sozial ins 21. Jahrhundert..."

ÖGB Verlag

Wien 1999

Globale Finanzmärkte – Siegesszug des Neoliberalismus?

1. Eine Hauptthese als Einleitung

Welche Zusammenhänge bestehen zwischen dem Vormarsch des neoliberalen (monetaristischen) Denkens in Wissenschaft und Politik, der Globalisierung der Finanzmärkte und den gravierendsten Turbulenzen der Weltwirtschaft in den letzten 25 Jahren? Konkreter gefragt: Gibt es einen roten Faden, der die Entstehungsgeschichte der beiden „Ölpreisschocks“ der 70er Jahre, der Schuldenkrise der Entwicklungsländer 1982, aber auch der aktuellen Finanzkrisen in Ostasien und Rußland durchzieht?

Die Antwort darauf und damit die Hauptthese dieses Beitrags lautet: Die gemeinsame Ursache dieser Turbulenzen sind Änderungen in den monetären Rahmenbedingungen, wie die Aufgabe fester Wechselkurse und Zinssätze oder die Erleichterung von Spekulation durch Finanzderivate, welche seit Anfang der 70er Jahre das unternehmerische Gewinnstreben von Produktion, Investition, Innovation und Handel auf den Gütermärkten auf kurzfristig orientierte Spekulation auf den Finanzmärkten verlagert haben.

Diese Entwicklung wurde auf ideologischer Ebene durch den wachsenden Einfluß des Neoliberalismus im modernen Gewand des Monetarismus vorangetrieben, also jener Doktrin, die generell die Gestaltungsmöglichkeiten des „Systems Politik“ zugunsten des „Systems Markt“ zurückzudrängen versucht und gleichzeitig hinsichtlich des wirtschaftspolitischen Regulierungsbedarfs nicht zwischen Gütermärkten und Finanzmärkten differenziert.

2. Die weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen in der Prosperitätsphase und in der Krisenphase der Nachkriegszeit

Meine Hauptthese läßt sich verdeutlichen, indem man die Unterschiede in den weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen in der

Phase wachsender Prosperität einerseits und in der Phase einer sich langsam vertiefenden ökonomischen und sozialen Krise andererseits herausarbeitet und die jeweiligen Konfliktfelder auf folgenden Ebenen vergleicht:

- Ebene der gesellschaftlichen Entwicklungs- und Steuerungsprozesse: „System Politik“ versus „System Markt“;
- Ebene der Marktprozesse: Dynamik auf Gütermärkten versus Finanzmärkten;
- Ebene der Finanzierung weltwirtschaftlicher *flows* und *stocks*: Dollar als Weltwährung versus Dollar als nationale Währung der USA.

2.1 „System Politik“ versus „System Markt“

In der Prosperitätsphase wurde eine möglichst effiziente Kombination des „Systems Politik“ mit dem „System Markt“ angestrebt, und zwar nicht nur innerhalb der Industrieländer (insbesondere in den europäischen Wohlfahrtsstaaten), sondern auch auf weltwirtschaftlicher Ebene. Die Konkurrenz der Unternehmen auf den internationalen (Güter-)Märkten wurde als essentieller ökonomischer Steuerungsmechanismus gefördert (etwa durch die schrittweise Liberalisierung des Welthandels im Rahmen des GATT), gleichzeitig aber durch den Steuerungsmechanismus der Kooperation ergänzt, insbesondere durch eine aktive (Welt-)Wirtschaftspolitik. Diese setzte sich zwei Hauptziele:

- Sicherstellung stabiler monetärer Rahmenbedingungen zur Förderung des internationalen Handels und der Direktinvestitionen, insbesondere durch ein System fester Wechselkurse (Weltwährungssystem von Bretton Woods, vielfache Regulierung der Finanzmärkte);
- Förderung kooperativer Strategien der Wirtschaftspolitik, welche das Wachstum des weltwirtschaftlichen „Gesamtkuchens“ zu fördern versuchte, und eben nicht nur die jeweils eigene Volkswirtschaft (Marshallplan für Westeuropa, Ausbau der Wirtschaftshilfe für Entwicklungsländer).

Die schon in den 50er und 60er Jahren fortschreitende Globalisierung von Märkten und Unternehmen wurde somit durch eine Globalisierung der Politik „komplottiert“.

Seit Anfang der 70er Jahre haben sich die globalen Rahmenbedingungen grundlegend geändert. Mit der Aufgabe fester Wechselkurse und stabiler Zinssätze, der fortschreitenden Deregulierung der Finanzmärkte sowie der steigenden Tendenz, nur die Wettbewerbsfähigkeit der eigenen Volkswirtschaft im Visier zu haben (also nur den jeweiligen „Kuchenanteil“ und nicht das Wachstum des globalen „Gesamtkuchens“), vergrößerte sich der Einflusbereich des „Systems Markt“ zu Lasten des „Systems Politik“ auch auf der Ebene der Weltwirtschaft.

2.2 Gütermärkte versus Finanzmärkte

In der Prosperitätsphase wurden die Finanzmärkte durch die Wirtschaftspolitik ruhiggestellt und so das Gewinnstreben der Unternehmen systematisch auf realwirtschaftliche Aktivitäten auf den Gütermärkten gelenkt. Dies gilt insbesondere für die Weltwirtschaft: Bei festen Wechselkursen und stabilen Rohstoffpreisen blieb Spekulation auf den internationalen Finanzmärkten im Vergleich zu Aktivitäten auf den internationalen Gütermärkten unattraktiv. Unter diesen Rahmenbedingungen zog das Gewinnstreben der Unternehmen eine stetige Expansion des „Gesamtkuchens“ nach sich: der „Real-kapitalismus“ stellt ein Positiv-Summenspiel dar.

In der Krisenphase seit Anfang der 70er Jahre ließen die Deregulierung der Finanzmärkte und die Schaffung neuer Spekulationsinstrumente, insbesondere der Futures und Optionen („Derivate“), die Gewinnchancen kurzfristiger Finanztransaktionen im Vergleich zu Aktivitäten auf den Gütermärkten steigen. Die Expansion spekulativer Transaktionen auf den Devisen-, Rohstoff-, Anleihen- und Aktienmärkten erhöhte wiederum die Instabilität der für realwirtschaftliche Aktivitäten wichtigsten Preise der Weltwirtschaft wie Zinssätze, Wechselkurse und Rohstoffpreise.

2.3 Dollar als Weltwährung versus Dollar als nationale Währung der USA

Seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs spielt der Dollar eine Doppelrolle, er fungiert als nationale Währung der USA und als Standardwährung der Weltwirtschaft (mangels einer echten supranationalen Weltwährung). Seit dem Zusammenbruch des Weltwährungssystems im Jahr 1973 schwankt der Wechselkurs des Dollar von al-

len wichtigen (Reserve-)Währungen am stärksten, nicht zuletzt deshalb, weil der Dollar die Vehikelwährung auf den globalen Devisenmärkten darstellt. Die *key currency* der Weltwirtschaft ist somit zugleich auch die instabilste Währung geworden.

Diese Entwicklung dämpfte das Wachstum von Welthandel und Weltproduktion nachhaltig, denn in seiner Eigenschaft als Weltwährung stellt der Dollar den *numeraire* für alle supranationalen *flows* wie den Handel mit Rohstoffen, insbesondere mit Erdöl, sowie für die meisten supranationalen (*financial*) *stocks*, wie internationale Forderungen und Verbindlichkeiten, dar. Jede ausgeprägte Änderung von Zinssatz und Wechselkurs des Dollar beeinflusst daher nicht nur die Austauschverhältnisse zwischen den USA und den übrigen Ländern, sondern auch die relativen Preise zwischen Rohstoffen und Industriewaren und damit die Terms of Trade zwischen jedem Länderpaar, in Abhängigkeit von den jeweiligen Export- bzw. Importanteilen von Rohstoffen und Industriewaren. Verliert etwa der Dollar gegenüber den übrigen Währungen an Wert, so werden dadurch gleichzeitig die Exporterlöse der Rohstoffproduzenten entwertet, ausgedrückt in einem der Importstruktur entsprechenden Währungsbündel.

Von diesem Bewertungseffekt der Wechselkursänderungen des Dollar als Weltwährung sind jene Länder am stärksten betroffen, die nur über ein einziges, in Dollar notierendes Exportgut verfügen: die Erdölexporteure des Nahen Ostens. Insbesondere sie werden daher versuchen, sich für eine Umverteilung der Erlöse aus dem Welthandel zu ihren Lasten, ausgelöst durch eine Dollarabwertung, dadurch zu revanchieren, daß sie den Dollarpreis für Erdöl sprunghaft in die Höhe treiben.

Nicht nur wegen der tendenziell gegenläufigen Entwicklung zwischen Dollarkurs und Rohstoffpreisen (in Dollar), sondern auch deshalb, weil die Preise aller nicht aus den USA stammenden Industriewaren in Dollar (um)gerechnet steigen, wenn der Dollarkurs fällt (und vice versa), zeigen die Welthandelspreise in Dollar und der Dollarkurs einen signifikant inversen Verlauf: verliert der Dollar an Wert (wird die Weltwährung billiger), so steigen die Dollarpreise, und die Welthandelsinflation beschleunigt sich wie etwa in den 70er Jahren. Umgekehrt gingen die Welthandelspreise in Dollar zwischen 1981 und 1985 sowie zwischen 1995 und 1997 im Zusammenhang mit den beiden Auswertungsschüben der Weltwährung, also ihrer Verteuerung, deutlich zurück (es herrschte Deflation).

Die Abfolge von Inflation und Deflation im Welthandel (auf Dollarbasis) bewirkt enorme Schwankungen der Realzinsen für in-

ternationale Dollarschulden (die reale Verzinsung der Auslandsschuld eines Landes ergibt sich als Differenz zwischen dem Nominalzins in jener Währung, in der die Schuld besteht, und der Veränderung der Exportpreise in gleicher Währung, wobei diese zumeist der Dollar ist): In Phasen einer „billigen“ Weltwährung wie in den 70er Jahren sind die Realzinsen einer internationalen Schuld zumeist sogar negativ (was weniger entwickelte Länder zu einer übermäßigen Kreditaufnahme verführt), in Phasen einer „teuren“ Weltwährung aber extrem hoch (was viele Schuldnerländer in die Zahlungsunfähigkeit treibt, da sich die nunmehr hohen Realzinsen auch auf alle unter viel günstigeren Bedingungen aufgenommenen Kredite beziehen).

Eine weitere Konsequenz der Doppelrolle des Dollar besteht darin, daß sich die USA als einziges Land in eigener Währung im Ausland verschulden können, und zwar in nahezu unbegrenztem Ausmaß, weil diese Währung zugleich den monetären Standard der Weltwirtschaft bildet.

3. Etappen in der Nachkriegsentwicklung der Weltwirtschaft

Auf der Grundlage der oben skizzierten Zusammenhänge sollen nun die wichtigsten Etappen in der weltwirtschaftlichen Entwicklung seit 1945 rekonstruiert und dabei gezeigt werden, wie eng der Übergang von der Prosperität in die Krise mit der „Ent-Fesselung“ der Finanzmärkte und dem damit verbundenen Übergang von einem „realkapitalistischen“ zu einem „finanzkapitalistischen“ Regime verknüpft ist.

3.1 Die Prosperitätsphase bis Anfang der 70er Jahre

Das Weltwährungssystem von Bretton Woods und das in mehreren GATT-Runden liberalisierte Welthandelssystem stellten die beiden bedeutendsten sozialen Innovationen für die Weltwirtschaft der Nachkriegszeit dar. Sie trugen wesentlich zur friktionslosen Expansion des internationalen Güter-, Einkommens- und Finanzierungs-kreislaufs bei, die bis Anfang der 70er Jahre anhielt. Stabile Zinssätze, Wechselkurse und Rohstoffpreise begünstigten längerfristig orientierte Aktivitäten auf den Gütermärkten, insbesondere Investition und Außenhandel, relativ zu kurzfristig orientierter Spekulation auf den Finanzmärkten.

Die Stabilität des Dollarkurses bildete das monetäre Fundament dafür, daß die relativen Preise zwischen den in Dollar notierenden Rohstoffen und Industriewaren und damit auch die Terms of Trade zwischen den wichtigsten Ländergruppen etwa konstant blieben. Die Vermeidung von Verteilungskämpfen zwischen den Industrieländern und den Rohstoffexporteuren trug wiederum dazu bei, daß das Preisniveau im gesamten Welthandel fast zwei Jahrzehnte lang stabil blieb.

Unter diesen Bedingungen ergab sich eine ausgeprägte Konvergenz im Wachstumsprozeß, insbesondere innerhalb der Gruppe der Industrieländer. Die Streuung des BIP je Kopf ging zwei Jahrzehnte lang kontinuierlich zurück, die einzelnen Volkswirtschaften wuchsen somit um so rascher, je niedriger ihr reales Produktions- und Einkommensniveau war.

Wegen des stark und anhaltend überbewerteten Dollarkurses war das „Catching Up“ gegenüber den USA besonders markant. Während das reale Einkommensniveau der USA Anfang der 50er Jahre noch fast doppelt so hoch war wie der Durchschnitt der übrigen Industrieländer, lag es Anfang der 70er Jahre nur mehr um etwa 40% darüber. Gleichzeitig verschlechterte sich der Exportmarktanteil der USA fast kontinuierlich.

3.2 Die Entwertung des Dollar in den 70er Jahren und ihre Folgen

Unter diesen Bedingungen gewannen in den USA jene Kräfte immer mehr an Einfluß, welche einen Übergang zu flexiblen Wechselkursen befürworteten. Die Aufgabe des Systems von BRETTON WOODS aus dem nationalökonomischen Interesse der USA hatte ungeahnte weltökonomische Konsequenzen, da der Dollar weiterhin der – nunmehr instabile – numeraire für weltwirtschaftliche *flows* und *stocks* blieb:

- Destabilisierende Währungsspekulation verursachte starke Schwankungen der Wechselkurse um ihr theoretisches Fundamentalegleichgewicht der Kaufkraftparität.
- Die zwei ausgeprägten Abwertungen des Dollar 1971/73 und 1977/78 entwerteten die Exporterlöse der erdölproduzierenden Länder und wurden damit indirekt zu einer wesentlichen Ursache für die beiden Ölpreisverteuerungen 1973 und 1979, die nachfolgenden Rezessionen und die ausgeprägte Abschwächung des Welthandelwachstums.

- Der Zusammenbruch des Weltwährungssystems von Bretton Woods befreite die USA vom Zwang, einen überhöhten Dollarkurs zu halten. In den 70er Jahren verfolgten sie daher eine ausgeprägte Niedrigzinspolitik.
- Das Zusammenwirken von niedrigem Dollarzins, sinkendem Dollarkurs und einem dementsprechend hohen Anstieg der Dollarpreise im Welthandel ließ den Realzins für internationale Schulden stark negativ werden. Dies förderte die Akkumulation internationaler Schulden durch die Entwicklungsländer.
- Niedrige Dollarzinsen und ein sinkender Dollarkurs belebten Investitionen und Exporte der USA, sie wuchsen zwischen 1973 und 1979 wieder merklich rascher als etwa in der BRD.

3.3 Reagonomics, die Weltwirtschaft und die Entwicklung in den USA

Die weltwirtschaftliche Entwicklung in der ersten Hälfte der 80er Jahre wurde vom politischen und ökonomischen Kurswechsel in den USA geprägt:

- Der Übergang zu einer monetaristischen Wirtschaftspolitik stärkte die Rolle der USA auf den Finanzmärkten. Hohe Zinsen und ein stark steigender Wechselkurs machten den Dollar wieder zur begehrtesten Währung der Welt.
- Aus genau diesen Gründen wurde die Position der USA auf den internationalen Gütermärkten nachhaltig geschwächt: hohe Realzinsen und eine überschießende Dollaraufwertung dämpften zwischen 1979 und 1985 das Wachstum von Investitionen und Exporten.
- Die Reagan-Administration reagierte auf die hartnäckige Rezession 1980/82 mit einer starken Ausweitung des Budgetdefizits; dies leitete zwar den Konjunkturaufschwung in den USA ein, verursachte aber im Zusammenwirken mit der Dollaraufwertung eine dramatische Verschlechterung der Leistungsbilanz der USA.
- Von dieser Entwicklung profitierten insbesondere Japan und die BRD, die Verbesserung ihrer Leistungsbilanzen erleichterte die Reduktion ihrer Budgetdefizite erheblich.
- Der steile Anstieg des Dollarkurses zu Beginn der 80er Jahre bewirkte, daß die bis dahin hohe Inflation im Welthandel in eine Deflation kippte und der Realzins für internationale Schulden

zwischen 1980 und 1981 um mehr als 30 Prozentpunkte stieg; dies löste 1982 die internationale Schuldenkrise aus.

- Die dadurch erzwungenen Importeinschränkungen der Entwicklungsländer waren der wichtigste Grund für den Rückgang der Pro-Kopf-Einkommen in Lateinamerika und Afrika in den 80er Jahren.

3.4 Die Unterbewertung des Dollar und die US-Wirtschaft

Das Budget- und Leistungsbilanzdefizit der USA und ihre drastischen Anteilsverluste am Welt- und Binnenmarkt erzwangen in der zweiten Hälfte der 80er Jahre einen wirtschaftspolitischen Kurswechsel: eine lockere Geldpolitik ließ den Zinssatz und Wechselkurs des Dollar bis Anfang der 90er Jahre auf das niedrigste Niveau der Nachkriegszeit fallen, die US-Position auf den internationalen Gütermärkten begann sich wieder deutlich zu verbessern. Zwischen 1990 und 1995 expandierten die realen Exporte der USA um 7,3% pro Jahr, und damit deutlich rascher als etwa die japanischen oder deutschen Exporte (4,5% bzw. 3,3%).

Die ausgeprägte Unterbewertung des Dollar machte die USA auch als Investitionsstandort wieder attraktiv, insbesondere im Vergleich zu Ländern mit extrem überbewerteten Währungen. Während die realen Investitionen in den USA zwischen 1990 und 1995 um 6,1% pro Jahr expandierten, stiegen sie in Deutschland (trotz der Wiedervereinigung) nur um 2,0%, in Japan gingen sie sogar leicht zurück (-0,2%).

Die Clinton-Administration verstärkte die Bemühungen, das *leadership* der USA auf den Gütermärkten wiederherzustellen; der handelspolitische Druck auf die EU, insbesondere aber auf Japan, nahm zu und wurde durch ein *talking the dollar down* unterstrichen. Diese Strategie wird den USA durch eine latente Dollarschwäche auf den Finanzmärkten erleichtert, die im enormen Volumen der Auslandsschulden der USA begründet ist (diese betragen Ende 1994 mehr als 1 Billion Dollar und waren damit wesentlich größer als die Schulden von Lateinamerika und Afrika zusammen).

Die enorme Abwertung des Dollar seit Beginn der 70er Jahre trug wesentlich dazu bei, daß sich die Wirtschaft der USA seither etwa gleichschrittig mit den übrigen Industrieländern entwickelte; der bis zum Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods anhaltende Prozeß eines langfristigen „Catching Up“ gegenüber den USA wurde gestoppt; dies gilt auch für den generellen Konvergenzprozeß im

Wachstum aller Industrieländer. Seit Anfang der 90er Jahre konnten die USA ihren realen Produktions- und Einkommensvorsprung gegenüber den übrigen Industrieländern sogar wieder ausbauen.

In seiner Eigenschaft als Weltwährung trug die enorme Abwertung des Dollar zwischen 1985 und 1995 nicht nur dazu bei, daß sich die Finanzlage der Schuldnerländer merklich verbesserte (insbesondere in Lateinamerika), sie stimulierte in den 90er Jahren auch die Aufnahme zusätzlicher Dollarschulden (insbesondere in Ostasien).

Nicht zuletzt als Folge der günstigen Wirtschaftsentwicklung in den USA im Vergleich zu EU und Japan setzte Mitte 1995 die stärkste Dollaraufwertung seit den frühen 80er Jahren ein; sie wurde zur wichtigsten Einzelursache der jüngsten Finanzkrisen, da sie nicht nur die reale Last von Dollarschulden aufwertete, sondern auch zum Verfall des Ölpreises 1997 beitrug – beides eine Folge der Rolle des Dollar als Weltwährung.

3.5 Das Wiedererstarben des Dollar und die Wirtschaftskrise in Ostasien

Zwei Entwicklungen sind allen „Tigerländern“ in den 90er Jahren gemeinsam: erstens haben sich ihre Leistungsbilanzen seit 1993/94 merklich verschlechtert und zweitens finanzierten sie diese Defizite mit Dollarkrediten westlicher Banken.

Die wichtigste Ursache für die Leistungsbilanzdefizite der „Tiger“ war die Diskrepanz zwischen ihrer Wachstumsdynamik und jener in Europa und Japan. Seit Beginn der 90er Jahre haben anhaltend hohe Realzinsen, die Spaltung in Hart- und Weichwährungsländer und die gleichgeschaltete Sparpolitik das europäische Wirtschaftswachstum nachhaltig gedämpft (in Japan wurde die exorbitante Yen-Aufwertung zur wichtigsten Wachstumsbremse), gleichzeitig expandierten Realinvestition und Produktion in den „Tigerländern“ weiterhin enorm. Dementsprechend steigerten diese Länder ihre Importnachfrage nach Produkten aus der EU (und Japan) viel stärker, als wir unsere Nachfrage nach ihren Gütern erhöhten.

Anders gesagt: Die „Tiger“ haben mit ihrer Nachfrage wesentlich zum exportgetragenen Wachstum der EU beigetragen und so unsere hausgemachte Krise gemildert.

Im Hinblick auf die Finanzströme bedeutete dies (dargestellt am Beispiel Deutschlands): Bei hohem Sparen der Haushalte, restriktiver Fiskalpolitik und geringer Verschuldensbereitschaft der Unternehmen nahm die überschüssige Liquidität der deutschen Banken

immer mehr zu, sie waren daher froh, diese Gelder in die dynamischen Länder Ostasiens verleihen zu können; bis Ende 1996 waren die Forderungen deutscher Banken bereits auf 122,7 Mrd. \$ angewachsen (laut IFO-Institut). Bei anhaltend starkem Wirtschaftswachstum in Ostasien (es lag noch 1997 bei etwa 7%) dürfte der überwältigende Teil der ausländischen Kredite reale Investitionsprojekte finanziert haben und nicht kurzfristige Aktien- oder Grundstücksspekulation.

Weder das Niveau der Auslandsverschuldung der „Tigerländer“ noch das Tempo ihrer Zunahme waren für den Ausbruch der Finanzkrise entscheidend, sondern die Tatsache, daß es sich um Dollarschulden handelte, und daß 1995 die stärkste Dollaraufwertung seit Anfang der 80er Jahre einsetzte: bis Mitte 1997 stieg der Dollarkurs von 1,40 auf 1,80 DM bzw. von 85 auf 115 Yen (um ca. 30% bzw. 35%). Dies senkte die zur Bedienung von Auslandsschulden benötigten Exporterlöse in Dollar: Bekam etwa Hyundai Mitte 1995 für ein nach Deutschland um 20.000 DM exportiertes Auto noch etwa 14.300 \$, so waren es zwei Jahre später nur mehr 11.100 \$, und zwar lediglich als Folge der Dollaraufwertung gegenüber der DM (für die Finanzierung einer Auslandsschuld in Dollar ist – jedenfalls kurzfristig – nicht der Wechselkurs zwischen Dollar und Landeswährung relevant, sondern zwischen dem Dollar und den übrigen Währungen, in denen ein Schuldnerland Exporterlöse erzielt).

Da der Dollar die Weltwährung darstellt und daher der größte Teil internationaler Schulden in Dollar notiert, kann ihre reale Last (ihr Realzins) nur dann ermittelt werden, wenn Nominalzins und Preisveränderung in Dollar errechnet werden. Ein Blick in den letzten „World Economic Outlook“ des Währungsfonds macht deutlich, daß sich die Weltwirtschaft seit zwei Jahren in einem Deflationsprozeß auf Dollarbasis befindet: 1995 waren die Weltmarktpreise für Industriewaren noch um 10,3% gestiegen, 1996 sanken sie um 3,1% und 1997 um 7,3%. Bei nahezu konstantem Nominalzins (LIBOR) ist der Realzins für eine internationale Dollarschuld zwischen 1995 und 1997 somit um 17 Prozentpunkte angestiegen. Dies ist die wichtigste Ursache der Schuldenkrise der „Tigerländer“.

Aus der Sicht der Gläubiger stellt sich der Prozeß so dar: Nehmen wir an, eine deutsche Bank hätte Mitte 1995 Südkorea einen Kredit von 1 Mrd. \$ (1,4 Mrd. DM) gegeben, für den in der Folge zwar die Zinsen, aber keine Tilgungen bezahlt wurden. Mitte 1997 war die

deutsche Forderung 1,8 Mrd. DM wert, im Ausmaß der Dollaraufwertung gegenüber der DM hat der Gläubiger einen Extragewinn erzielt, der Schuldner einen Extraverlust (in DM jeweils 400 Millionen). Wenn nun der Schuldner diese Aufwertung seiner Schuld nicht bezahlen kann, so wird die Bank entsprechende Rückstellungen und schließlich Abschreibungen vornehmen müssen; im Endeffekt haben alle verloren, am meisten die auf den Gütermärkten tätigen Unternehmen und ihre Beschäftigten.

3.6 Der Finanzkapitalismus und die Krise in Rußland

Ein Lehrstück finanzkapitalistischer Dynamik stellt die Entwicklungsgeschichte der Krise in Rußland dar. Ausgehend von einer Hyperinflation von etwa 900% im Jahr 1993 gelang es, die Geldentwertung bis Anfang 1998 auf 10% zu senken. In dieser Übergangsphase lagen die nominellen (Rubel-)Zinsen natürlich auf hohem, wenn auch sinkendem Niveau (so lag die Verzinsung von Schatzscheinen 1995 bei 168%, 1996 bei 86% und 1997 bei 26%). Um den Prozeß der Disinflation zu stärken, wurde der Wechselkurs des Rubels seit Anfang 1995 stabil gehalten; diese an sich grundvernünftige Politik schitterte wegen des gleichzeitig freien (Finanz-)Kapitalverkehrs in folgendes Dilemma:

- Entweder der feste Rubelkurs wird glaubwürdig, dann entsteht ein Ungleichgewicht: die im Vergleich zu Dollar oder DM hohen Rubelzinsen machen kurzfristige Kapitalverschiebungen nach Rußland für westliche Banken enorm profitabel,
- oder der feste Rubelkurs ist unglaubwürdig, dann droht eine Kapitalflucht, welche zunächst die Devisenreserven aufbraucht und schließlich eine Abwertung erzwingt.

Hintereinander wurden beide Varianten realisiert. Je länger der Rubelkurs stabil blieb, desto mehr Kapital floß in russische *debt securities*: im ersten Halbjahr 1996 waren es 2,0 Mrd. \$, im zweiten 5,7 Mrd. \$ und in der ersten Jahreshälfte 1997 13,3 Mrd. \$ (IWF-Daten). Nach Abzug von internationalem Finanzkapital aus Ostasien und der dadurch ausgelösten Krise, stieg die kurzfristige Veranlagung in Rußland enorm an, und zwar auf 30,6 Mrd. \$ im zweiten Halbjahr 1997.

Mit dem Verfall des Ölpreises ab November 1997 – eine „Spätfolge“ der Dollaraufwertung 1995/97 – nahm der Zweifel am festen Rubelkurs zu, und zwar zunächst bei russischen Unternehmen: die-

se transferierten schon im letzten Quartal 1997 13,5 Mrd. \$ ins Ausland. Bis zum August 1997 schwand das Vertrauen in den festen Rubelkurs immer mehr, und der Druck auf den IWF stieg, mit Finanzspritzen zu helfen und den westlichen Banken indirekt ihre „Inflationsgewinnrenditen“ auszuzahlen. Schließlich waren die Devisenreserven verbraucht, und der Rubel verlor mehr als die Hälfte seines Werts: der einzige wirtschaftliche Erfolg, die Stabilisierung der Inflation, wird dadurch zunichte werden.

Auch in Lateinamerika nimmt die Gefahr einer schweren Finanzkrise seit Mitte 1998 zu (die Krisenstafette war gewissermaßen von Ostasien an Rußland und von Rußland an Lateinamerika weitergegeben worden), nicht zuletzt wegen der enormen Kapitalflucht aus Brasilien. Ähnlich wie in Rußland hatte die brasilianische Regierung die Hyperinflation durch einen festen Wechselkurs (des Real) zu bekämpfen versucht, und das mit großem Erfolg. Angesteckt vom Virus der Kapitalflucht in Ostasien und Rußland, nahm der Zweifel am festen Realkurs Mitte 1998 zu. In der Hoffnung auf Spekulationsgewinne als Folge einer möglichen Abwertung des Real floß daher immer mehr Finanzkapital aus Brasilien ab; dies nötigte wiederum die Notenbank zu einer Erhöhung der Zinsen auf etwa 50%, was zunächst das Wirtschaftswachstum dämpft und in der Folge eine Real-Abwertung unvermeidlich macht.

3.7 Die internationalen Finanzkrisen, die USA und Europa

Nicht zuletzt auf Grund der Erfahrungen der Schuldenkrise der 80er Jahre, der kaum noch existenten Inflation und damit der Möglichkeit bzw. Gefahr eines Kippens in eine (leichte) Deflation, scheint auf seiten der USA die Bereitschaft zu bestehen, bei einer merklichen Verschärfung der Krise die Dollarzinsen nachhaltig zu senken.

Während eine solche Lockerung der Geldpolitik des Leitwährungslandes mögliche Krisenfolgen für die Weltwirtschaft mildern wird, könnte die wirtschaftliche Entwicklung der EU dadurch dann gedämpft werden, wenn gleichzeitig die EZB in der Frühphase des EURO nicht zu einer gleichschrittigen Zinssenkung bereit ist und der EURO in der Folge gegenüber dem Dollar aufwertet (er ist schon derzeit etwa um 20% überbewertet).

Diese Möglichkeit verweist auf folgendes Trilemma: Als nationale Währung der USA ist der Dollar seit Mitte der 80er Jahre gegenüber dem ECU und dem Yen stark unterbewertet, was die wichtigste Ursache für anhaltende Marktanteilsgewinne der USA ist;

als Weltwährung hat er aber seit 1995 schon zu stark an Wert gewonnen, weil mit der Aufwertung des Dollar eben auch alle Dollarschulden aufgewertet werden. Und schließlich ermöglicht es die Doppelrolle des Dollar den USA, sich in eigener Währung schrankenlos im Ausland zu verschulden.

Diese Möglichkeit nutzen die USA seit 15 Jahre in exorbitantem Ausmaß. Derzeit erreichen die Finanzschulden der USA gegenüber dem Ausland schon fast 1.500 Mrd. Dollar, und sie wachsen weiter um ca. 150 Mrd. Dollar pro Jahr (etwa im Ausmaß des Leistungsbilanzdefizits der USA); die reichste Volkswirtschaft ist somit gleichzeitig das größte Schuldnerland und der größte Nettoverbraucher von Gütern- und Dienstleistungen aus dem Rest der Welt (einen solchen Realtransfer hätten die Entwicklungs- und Reformländer viel nötiger). Da die jährliche Kreditaufnahme der USA weit höher ist als ihre Zinszahlungen für die bestehende Schuld, zahlen sich die Gläubigerländer (insbesondere die EU und Japan) die Zinsen gewissermaßen selbst. Dafür sowie für den realen Ressourcentransfer erhalten sie immer höhere Gutschriften der USA.

Der wichtigste Grund, warum die US-Leistungsbilanz trotz der Unterbewertung des Dollar defizitär bleibt, besteht nicht nur darin, daß sich das Leitwährungsland (und nur dieses) zur Gänze in eigener Währung verschulden kann, sondern auch darin, daß ein großer Teil der US-Importe (insbesondere aus Europa) Luxusgüter darstellt, von Porsches bis zu französischen Edelweinen. Die Nachfrage nach solchen Gütern wird überwiegend von den bestsituierten US-Haushalten getragen und ist deshalb kaum preis(wechselkurs)abhängig.

Aus diesen Gründen müßte der Dollarkurs in noch viel höherem Ausmaß unterbewertet sein, sollen die Forderungen der Gläubigerländer, insbesondere der EU und Japans, jemals in Form von Gütern „made in USA“ wenigstens zum Teil zurückgezahlt werden (dies setzt einen Leistungsbilanzüberschuß der USA voraus). Da eine solche Entwicklung die Arbeitslosigkeit in Europa noch mehr steigern würde, liefern wir lieber die Porsches und Bordeaux weiter in die USA und akkumulieren dafür (langfristig wohl uneinlösbare) „Gutschriften“ in den Computern – allerdings: die Produktion unserer Geschenke sichert Arbeitsplätze.

Der groteske Charakter dieses „Spiels“ zeigt sich vor dem Hintergrund des Maastricht-Vertrags: die Finanzierung der Defizite unserer Regierungen, etwa zur Verbesserung der Umwelt, des Bil-

dungswesens oder des öffentlichen Verkehrs in Europa, haben wir stark eingeschränkt, ebenso unsere öffentlichen Schulden, das Defizit und die Schulden der USA uns gegenüber finanzieren wir hingegen schrankenlos (und sind auch noch stolz darauf).

Josef Zuckerstätter

Globale Finanzmärkte: Mythos und Realität

Einleitung

Entwicklung und Einfluß der globalen Finanzmärkte sind in den letzten Jahren zu einem häufig diskutierten Thema geworden. Das Bild der Finanzmanager in der Öffentlichkeit reicht von dem einer mächtigen, von dunklen Kreisen gesteuerten Kaste, deren Ziel es ist, die Weltbevölkerung zu kontrollieren, über den talentierten, gutaussehenden Jungunternehmer, der die Weltwirtschaft als sein Spielzeug betrachtet, bis hin zum wohlmeinenden Pensionsfondsmanager, der nur den Vorteil seiner Kunden im Auge zu haben scheint.

Man sollte jedoch versuchen, einen klaren Blick für die Probleme zu gewinnen, die mit der zunehmenden Bedeutung von nationalen und internationalen Finanzmärkten einhergehen.

In diesem Abschnitt soll daher zunächst auf die Entstehungsgeschichte der internationalen Finanzmärkte eingegangen werden; einige einfache, aber wichtige Erläuterungen zur Funktionsweise von Finanz- und Devisenmärkten folgen. Im Anschluß daran werden einige der Probleme dargestellt, die mit der zunehmenden Bedeutung von Finanzmärkten verbunden sind, um schließlich einige Möglichkeiten politischer Reaktion auf diese Probleme aufzuzeigen

1. Zur Entwicklungsgeschichte der globalen Finanzmärkte

1.1 Das Bretton-Woods-System der fixen Wechselkurse

Wie in fast allen jüngeren Darstellungen zum Thema „Wachstum der internationalen Finanzmärkte“* muß auch hier mit dem Bretton-

* Es sei hier darauf hingewiesen, daß die internationalen Finanzierungsströme bereits zum Ende des vorigen und zu Beginn dieses Jahrhunderts im Zuge der Kolonialisierung und der Industrialisierung der USA bereits ein beträchtliches Volumen erreicht hatten.