

Heribert Dieter

Nach den Krisen der 90er Jahre: Re-Regulierung der internationalen Finanzmärkte?

Die Asienkrise sowie die Krisen in Rußland und in Brasilien haben uns vor Augen geführt, welche Gefahren von der gegenwärtigen Struktur des heutigen Währungs- und Finanzsystems ausgehen. Ein Resultat der Finanzkrisen ist, daß zahlreiche Beobachter eine Neuordnung der Weltfinanzmärkte bzw. Maßnahmen auf regionaler oder nationaler Ebene zum Schutz vor neuen Krisen fordern. Es liegen heute eine Reihe von Vorschlägen zur Stabilisierung des internationalen Währungssystems, zur Re-Regulierung von internationalen Finanzmärkten und zur nationalen Krisenprävention vor.¹ Reformen durch nationale oder regionale Maßnahmen haben zwar durchweg eine geringere Reichweite als neue globale Regime, sie haben aber den entscheidenden Vorteil, vergleichsweise zügig realisierbar zu sein. Es zeichnet sich ab, daß sich neue Formen des Regionalismus als Ergebnis der jüngsten Krisen herausbilden. Die Europäische Union gilt dabei erneut als Modell, das aber weder in Ostasien noch in Lateinamerika unmodifiziert übernommen werden dürfte. Dennoch hat regionale Re-Regulierung auf mittlere Sicht die Chance auf Erfolg. Mit einer raschen Realisierung von Reformvorschlägen auf internationaler Ebene ist hingegen kaum zu rechnen. Vor allem die Regierung der USA begegnet einer nennenswerten Re-Regulierung der internationalen Finanzmärkte sehr kritisch. Verantwortlich dafür sind vor allem zwei Punkte. Zum einen hat sich die Politik der USA in den 90er Jahren gewandelt von einem „unilateral globalism“ hin zu „global unilateralism“ (vgl. Huntington 1999). Zum anderen profitieren in den USA eine Reihe einflußreicher Akteure von der Deregulierung der internationalen Finanzmärkte, und diese Akteure haben kein Interesse an einem neuen internationalen Regime, das ihre Handlungs- und Profitmöglichkeiten einschränken würde.

1 Unter Re-Regulierung werden hier alle Maßnahmen staatlicher Akteure zur Verbesserung der Stabilität der nationalen und internationalen Finanzsysteme verstanden sowie Maßnahmen zur Beschränkung der Volatilität von Wechselkursen. Re-Regulierung kann sich in der Zurücknahme von Liberalisierungs- und Deregulierungsmaßnahmen niederschlagen, kann aber auch neue, innovative Instrumente verwenden.

1. Währungspolitik und Zahlungsbilanz

Die Krisen der vergangenen drei Jahre, also die Asien-, Brasilien- und in geringerem Maße die Rußlandkrise, haben zum Nachdenken über zwei zentrale Bereiche der Außenwirtschaft angeregt. Einmal ist die Frage nach angemessenen Währungsregimen wieder in den Vordergrund getreten. Bei der Analyse der Finanzkrisen spielte vor allem die Vereinbarkeit von festen Wechselkursen mit offenen Kapitalmärkten eine wichtige Rolle. Die Überlegungen von Robert Mundell aus den 60er Jahren sind hierbei noch immer von Belang und sollen deshalb kurz diskutiert werden. Zweitens hat sich in den Krisen der letzten Jahre erneut gezeigt, daß bei der Analyse von Volkswirtschaften immer wieder ein fragwürdiges Rangverhältnis in der Interpretation der Zahlungsbilanz unterstellt wird: Kapitalim- und -exporte werden als Ergebnis von Leistungsbilanzsalden gewertet. Diese Sichtweise unterschlägt aber, daß nationale Wirtschaftspolitik im Zeitalter von Deregulierung und Liberalisierung nur einen indirekten Einfluß auf Kapitalbewegungen hat. Dies gilt allerdings für Zuflüsse in stärkerem Maße als für Kapitalabflüsse: In letzterem Fall lassen sich häufig auf nationaler Ebene liegende Gründe, beispielsweise eine extreme Niedrigzinspolitik wie im Falle Japans, beobachten.

1.1. Das Trilemma der Währungspolitik

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

Erstens wird eine unabhängige Geldpolitik angestrebt, die eine Reaktion sowohl auf Phasen der wirtschaftlichen Schwäche wie auch der Überhitzung der Ökonomie ermöglichen sollte. Die Notenbank sollte also in der Lage sein, auf eine Rezession mit einer deutlichen Zinssenkung und auf Überhitzungserscheinungen mit Zinserhöhungen reagieren zu können.

Zweitens wird ein stabiler Wechselkurs angestrebt. Stabile Wechselkurse erleichtern nicht nur den internationalen Handel, sondern auch internationale Finanztransaktionen, da die Wirtschaftssubjekte über eine sichere Kalkulationsbasis verfügen. Umgekehrt stellen stark schwankende Wechselkurse für international operierende Unternehmen entweder ein Risiko, oder, bei Wechselkursunsicherheit durch Derivate, Kosten dar.

Drittens wird die volle Konvertibilität der Währung angestrebt, d.h. nach der Abschaffung von Kapitalverkehrsbeschränkungen sollte sowohl die Ein- als auch die Ausfuhr der Währung uneingeschränkt möglich sein.

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

- flexiblen Wechselkursen, wobei die Kurse phasenweise erratisch schwanken können,
- oder festen Kursen, die eine unabhängige Geldpolitik der Zentralbank, d.h. ein konjunkturabhängige Zinspolitik unmöglich machen. Die zinspolitischen Entscheidungen der Zentralbank zielen dann allein auf die Verteidigung des Wechselkurses,
- oder Kapitalverkehrskontrollen, die eine Verbindung von festen Wechselkursen und flexibler Zinspolitik ermöglichen, aber andere Nachteile aufweisen (vgl. auch Krugman 1999: 60f; Tietmeyer 1999a: 1).

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

Von größerer Bedeutung ist hingegen, daß die Kombination von festen Wechselkursen, boomender Ökonomie und offenen Kapitalmärkten für die Zentralbanken ein neues Dilemma erzeugt. Zur Dämpfung der Konjunktur wäre in diesem Fall eine Anhebung des inländischen Zinsniveaus angemessen. Dies führt bei offenen Kapitalmärkten aber nicht zu einer Reduzierung der Kreditaufnahme, sondern verlagert diese ins Ausland. Unternehmen greifen auf billigere Kredite auf internationalen Finanzmärkten zurück. Das Ergebnis sind Kapitalzuflüsse und ein Aufwertungsdruck auf die Währung. Zur Reduzierung der Kapitalzuflüsse müßte die Notenbank eine Senkung des inländischen Zinsniveaus anstreben, was die Überhitzung noch verstärken würde. In dieser Situation haben Zentralbanken nur die Wahl zwischen hohen Kapitalimporten, die eine Quelle der Instabilität sein können, und einem durch den Boom induzierten hohen Inflationsrisiko.

1.2 Leistungsbilanzsalden und globalisierte Finanzmärkte

Die angemessene Interpretation von Leistungsbilanzsalden erscheint vor diesem Hintergrund besonders wichtig. Die Zahlungsbilanz einer Volkswirt-

schaft besteht aus der Leistungsbilanz, in der Handels- und Dienstleistungsbilanz zusammengefaßt werden, sowie der Kapitalverkehrsbilanz und der Devisenbilanz. In der Kapitalverkehrsbilanz werden die Ex- und Importe von Kapital erfaßt, in der Devisenbilanz die Forderungen und Verbindlichkeiten der Zentralbank. Wenn sich die Devisenreserven der Zentralbank also nicht ändern, so entspricht einem Defizit in der Leistungsbilanz ein Überschuß in der Kapitalverkehrsbilanz: Zum Ausgleich der Zahlungsbilanz wird Kapital importiert. Umgekehrt gilt, daß einem Überschuß in der Leistungsbilanz ein Defizit in der Kapitalverkehrsbilanz entspricht.

Spannend ist nun die Frage nach den Kausalitäten. Hier gehen die meisten Interpretationen von Zahlungsbilanzen davon aus, daß die Leistungsbilanz über die Kapitalbilanz entscheidet. Anders gesagt: Die Kapitalbilanz wird als das „passive resultierende Element“ der Zahlungsbilanz betrachtet. Diese Interpretation trifft aber nicht immer zu: Leistungsbilanzdefizite sind nicht allein Ausdruck nationaler Wirtschaftspolitik und Ergebnis der Entscheidungen von inländischen Akteuren. Im Zeitalter deregulierter, globalisierter Finanzmärkte reflektieren Defizite in der Leistungsbilanz nämlich auch die Entscheidungen von internationalen Investoren, die Kapital in eine Volkswirtschaft importieren. Dies galt insbesondere im Falle der ostasiatischen Länder: Diese wurden, trotz bereits hoher Sparquoten, von ausländischem Kapital überflutet, was zu einer Überhitzung der betroffenen Ökonomien beitrug.

Der deutsche Ökonom Wolfgang Stützel hat sich in den 1950er Jahren mit diesem Thema beschäftigt. Stützel bemerkte zum Verhältnis von Kapitalzuflüssen und Leistungsbilanzsalden:

„Woher rührt es, daß das, was im Binnenverkehr selbstverständlich ist, daß nämlich Entstehen und Höhe von ‚Leistungsbilanzsalden‘ wesentlich von der Finanzierungsseite her determiniert sind, im internationalen Verkehr mit anscheinend derselben Selbstverständlichkeit völlig außer Betracht gelassen wird?“ (Stützel 1958: 129)

Stützel stellte fest, daß diese sehr spezielle Interpretation von Leistungsbilanzsalden weit verbreitet sei und in der OEEC, der Vorläuferorganisation der OECD, der Weltbank und dem Währungsfonds vertreten werde. Er bemerkte, daß hinter jener Tradition der Außenwirtschaftstheorie, die ein Rangverhältnis zwischen güterwirtschaftlichen und finanziellen Bestimmungsgründen für die Art und Höhe von Außenwirtschaftssalden sieht, das alte Modell der reinen Goldumlaufwährung stehe: Dort war Leistungsbilanzsaldo gleich Goldbewegung (Stützel 1958: 178).

Anzumerken wäre noch, daß Stützels Arbeit zu einer Zeit veröffentlicht wurde, als Kapitalverkehrskontrollen auch in den westlichen Industrieländern weit verbreitet waren. Ende der 90er Jahre ist der Im- und Export von Kapital in den wenigsten Ländern beschränkt, und dennoch wird an der Interpretation der Kapitalbilanz als „passiv Resultierende“ festgehalten, ein bemerkenswerter Vorgang.

Tabelle 1: Leistungsbilanzsalden in Ostasien in Mrd. US-Dollar

	Indonesien	Südkorea	Thailand	Malaysia
1996	- 7,66	- 23,01	- 14,69	- 4,59
1998	+ 4,32	+ 40,03	+ 14,23	+ 9,20

Quelle: World Bank, *Global Development Finance* 1999; World Bank, *Regions and Countries* 1999

Daß diese Lesart auch noch heute Relevanz hat, zeigt nicht zuletzt die Asienkrise. Die Leistungsbilanzdefizite vor Ausbruch der Asienkrise wurden als Versäumnisse der nationalen Wirtschaftspolitik charakterisiert, während die Veränderung seit 1998 als wirtschaftlicher Erholungsprozeß bezeichnet wird. Tatsächlich ist aber zugleich ein Rückgang der Importe und ein Abzug von Kapital aus den Krisenländern zu verzeichnen: Die Kapitalverkehrsbilanzen wiesen nach 1997 keine Überschüsse, d.h. einen Zufluß von Kapital, sondern Defizite auf. Entsprechend wandelten sich die Leistungsbilanzen (vgl. Tabelle 1). Welche Faktoren nun einen stärkeren Einfluß auf den Wandel der Leistungsbilanzsalden hatte, ist allerdings unklar.

2. Optionen für Reformen

Die Optionen für Reformen betreffen unterschiedliche Bereiche der Währungs- und Finanzmärkte. Mir erscheint eine Einteilung in vier Bereiche sinnvoll: Erstens Vorschläge zur Schaffung eines neuen Währungssystems, zweitens Möglichkeiten der Re-Regulierung von internationalen Finanzmärkten, drittens Maßnahmen der nationalen Wirtschaftspolitik zur Stabilisierung von Kapitalströmen und schließlich die Entwicklung eines monetären Regionalismus.

2.2. Ein neues Währungssystem

Schon seit den 70er Jahren wird immer wieder eine Neuordnung der Währungsregime diskutiert. Allen Vorschlägen liegt die Überlegung zu Grunde, daß flexible Wechselkurse nicht nur zu erratisch schwankenden Wechselkursen geführt haben, sondern auch zur Instabilität der Finanzmärkte wesentlich beigetragen haben. Wechselkursstabilität hingegen wird als wachstums- und wettbewerbsfördernd gesehen (vgl. z.B. Herr 1999: 227).

Recht konkret sind die Vorschläge, die der frühere US-Notenbankpräsident Paul Volcker gemacht hat. Volcker hat sich für einen Währungsmechanismus zwischen den großen Industrieländern ausgesprochen. Nach Vorbild der Europäischen Währungssystems sollte ein Zielzonensystem mit definierten Bandbreiten für Wechselkursschwankungen und international abgestimmten Maßnahmen der Wirtschaftspolitik beim Erreichen von Grenzwerten eingeführt werden. In die gleiche Richtung zielen Vorschläge des früheren Mitglieds im Bundesbankrat, Claus Köhler, der sich ebenfalls für eine Wechselkursordnung im internati-

onalen System ausgesprochen hat. Köhler schlägt vor, die Wechselkurse durch Kaufkraftparitäten festzulegen und durch gemeinsame Deviseninterventionen zu sichern. Allein schon die Ankündigung gemeinsamen Handelns würde, so Köhler, ausreichen, die Devisenmärkte zu stabilisieren (Köhler 1998: 203).

Die Einführung der einheitlichen europäischen Währung hat einen zusätzlichen Anlaß geliefert, über eine andere Architektur der Weltwährungsordnung nachzudenken. Die Etablierung einer zweiten Reservewährung neben dem US-Dollar hat die Schaffung eines Zielzonensystems zumindest theoretisch erheblich erleichtert. Nicht zuletzt deshalb schloß sich Fred Bergsten, Direktor des amerikanischen Institute for International Economics, im Frühjahr 1999 den Forderungen nach einem Euro-Dollar-Wechselkursregime an (Bergsten 1999: 28). Zwischen Euro und US-Dollar sollte eine relativ schmale Bandbreite des Wechselkurses möglich sein. In den transatlantischen Wirtschaftsbeziehungen sind, nunmehr über einen Zeitraum von einigen Jahren, relativ niedrige Leistungsbilanzsalden, vergleichsweise parallel verlaufende Zinsentwicklungen sowie niedrige Inflationsraten zu verzeichnen. Mithin lägen relativ günstige Voraussetzungen für eine Stabilisierung der Wechselkurse vor.

Zu bedenken ist jedoch, daß die Verteidigung des Euro-Dollar-Wechselkurses mit Hilfe von Zinserhöhungen und -senkungen zumindest phasenweise die Unterordnung der nationalen Wirtschaftspolitiken unter das Ziel der Wechselkursstabilisierung erfordern würde. Notenbanken müßten bereit sein, die Zinsen trotz negativer Konsequenzen für die nationale Konjunktur zu erhöhen. Die Durchsetzung einer solchen Politik dürfte sowohl in der EU als auch in den USA zu erheblichen Kontroversen führen.² Jeffrey Frankel (1999: 3) stellt dazu fest, daß die USA gegenwärtig nicht bereit sind, ihre Geldpolitik den Verhältnissen im Ausland unterzuordnen.

Trotz unbestreitbarer Probleme der Implementierung ist es reizvoll, eine nachhaltige Stabilisierung der Währungsbeziehungen zu untersuchen. Ein globales Währungsregime müßte auf einem transatlantischen Währungsregime – also zwischen den beiden größten Ökonomien – basieren. Mit einem solchen transatlantischen Mechanismus wären die Währungsmärkte bereits erheblich beruhigter als heute. Im nächsten Schritt könnte der Versuch unternommen werden, in Ostasien zunächst eine Währungsschlange und später eine Währungsunion zu etablieren, die dann, nach einer Übergangsphase, an das transatlantische Währungssystem herangeführt werden könnte. Mit der Realisierung einer ostasiatischen Währungsunion ist aber kaum in weniger als 15 bis 20 Jahren zu rechnen, da in nahezu allen asiatischen Teilnehmerländern heute wichtige Voraussetzungen für ein solches Projekt nicht erfüllt sind.

2 In Europa ist zudem die EZB nicht ohne weiteres in der Lage, Wechselkurspolitik zu betreiben. Zumindest für formelle Vereinbarungen über Wechselkurse ist nicht die EZB, sondern der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister, in dem alle EU-Mitgliedsländer vertreten sind, zuständig (vgl. Spanger 1999: 136).

Interessant ist in diesem Zusammenhang der Bericht einer Arbeitsgruppe des amerikanischen Council on Foreign Relations zur Zukunft des internationalen Finanzsystems mit. Während die Mehrheit der Arbeitsgruppe in den zentralen Empfehlungen den völligen Verzicht auf fixierte Wechselkurse fordert (Council on Foreign Relations 1999: vii), haben eine Reihe von Personen in einem Minderheitsvotum eine abweichende Sicht zu Protokoll gegeben. Zu dieser Gruppe gehören unter anderen Paul Allaire, der Vorstandsvorsitzende von Xerox, Fred Bergsten, George Soros und Paul Volcker, der von 1979 bis 1987 Chef der amerikanischen Notenbank war.

Die Gruppe bemerkt, daß eine Reform des globalen Finanzsystems ohne eine Stabilisierung der Wechselkurse zwischen Euro, Dollar und Yen sinnlos wäre (ebd.: 127). Entwicklungs- und Schwellenländern wird, entgegen der Mehrheitsmeinung in der Arbeitsgruppe, nicht die völlige Ablehnung von fixierten Wechselkursen empfohlen. Vielmehr sollten diese Länder regelmäßig an die unterschiedlichen Preisentwicklungen angepaßte Zielzonenregime, sogenannte *crawling bands*, anwenden. Im Ergebnis plädiert die prominente Gruppe vehement für eine Neuordnung der weltweiten Währungsbeziehungen:

„Our point is that ‚reforming the international financial architecture‘ without reforming the currency regime is like watching Hamlet without the Prince. The international monetary system will continue to be ineffective and crisis prone until that crucial centrepiece of its operation is thoroughly revamped. We urge the G-3 countries to adopt some variant of target zones in the near future“ (Council on Foreign Relations 1999: 129).

So erfreulich und überzeugend diese Stimmen, so klar ist auch, daß es sich um das Votum einer Minderheit der Arbeitsgruppe gehandelt hat. Und selbst wenn sich diese Arbeitsgruppe, die allerdings sehr prominent besetzt war, zu einer eindeutigen Empfehlung für ein neues Wechselkursregime hätte entschließen können, bleibt sehr fraglich, ob dies bereits eine entscheidende Schwächung des Widerstandes gegen eine internationale Zusammenarbeit zur Fixierung von Wechselkursen auf dem Washingtoner Kapitollshügel und der Wall Street bedeutet hätte (vgl. Abschnitt 3).

2.2. Ansätze zur Re-Regulierung der internationalen Finanzmärkte

Institutionelle Reformen

Nach den Erfahrungen der vergangenen Jahre wäre denkbar, auf internationaler Ebene Instrumente zur Regulierung von Kapitalflüssen zu finden. Dabei ist sowohl an die Weiterentwicklung bestehender Strukturen, insbesondere der Bank für internationalen Zahlungsausgleich in Basel (BIZ), als auch an die Schaffung einer neuen Organisation zu denken (vgl. zur Arbeit der BIZ den Beitrag von Susanne Lütz).

Die Ausweitung des Mandats der BIZ stößt jedoch an Grenzen. Dies liegt vor allem daran, daß die BIZ die „Zentralbank der Zentralbanken“ ist. Formal ist die BIZ eine Aktiengesellschaft, deren Aktien von den Zentralbanken

der Mitgliedsländer gehalten werden. Dies führt zu einem relativ begrenzten Maß an politischer Kontrolle ihrer Handlungen. Bis zu einem gewissen Grad ist die relative Autonomie einer solchen Institution sicher nützlich. Dennoch kann in demokratischen Gesellschaften nicht auf eine parlamentarische Kontrolle verzichtet werden, wenn eine solche Institution politisch eminent wichtige Aufgaben wahrnimmt.

Nicht zuletzt deshalb erscheint ein neues, politisch kontrolliertes Regime wichtig, über das in den Vereinten Nationen bereits nachgedacht wird. Mitte Juli 1998 wurde dem „Economic and Social Council“ ein Konzept zur Entwicklung einer „World Financial Organisation“ (WFO) vorgestellt. Die vom „Committee for Development Planning“ erarbeitete Idee sieht die Schaffung einer Organisation vor, die auf dem Gebiet der internationalen Kapitalströme eine ähnliche Funktion übernehmen sollte wie sie die Welthandelsorganisation WTO auf dem Gebiet des Warenhandels ausübt. Eine WFO könnte einen Beitrag zur Stabilisierung der internationalen Finanzmärkte dadurch leisten, daß Formen der Regulierung von kurzfristigen Kapitalbewegungen geschaffen werden, die nationale Regulierungen ergänzen, und zudem Richtlinien für die Kreditbeziehungen zwischen privaten Gläubigern und privaten Schuldnern verabschiedet werden (vgl. *Financial Times*, 24.7.1998).

Während die Schaffung einer WFO gegenwärtig noch Zukunftsmusik ist und dies zunächst auch bleiben wird, hat eine andere Institution bereits ihre Tätigkeit begonnen: Das maßgeblich von deutscher Seite propagierte „Global Financial Stability Forum“. Die Ziele dieses von der G-7 getragenen Forums sind zunächst eher vage formuliert: Mehr Transparenz, Verbesserung der Finanzmarktaufsicht, Verbesserung des Krisenmanagements (Tietmeyer 1999a). Im Forum sind eine Reihe von Akteuren aus den G-7 Ländern, unter anderem die BIZ, die OECD, Vertreter der Zentralbanken und der Finanzministerien, nationale Bankaufsichtsbehörden sowie Aufsichtsgremien von Versicherungen vertreten (Tietmeyer 1999b: 3f).

Trotz der zunächst eher unpräzise anmutenden Zielsetzung werden in diesem Forum in den Arbeitsgruppen die gegenwärtig wichtigsten Themen der internationalen Finanzmärkte bearbeitet. Die drei Arbeitsgruppen beschäftigen sich mit „highly leveraged activities and institutions“, wozu in erster Linie Hedge Fonds gehören, sowie mit kurzfristigen Kapitalströmen und freien Bankzonen (Tietmeyer 1999b: 5). Die Berufung des renommierten ehemaligen BIZ-Vorstandes Andrew Crockett zum Vorsitzenden des Forums dürfte zur Steigerung der Relevanz dieses Gremiums beitragen.

Insgesamt gesehen ist die Tietmeyer-Initiative zwar ein Schritt in die richtige Richtung. Sie bleibt aber schon deshalb unvollständig, weil eine Stabilisierung der Wechselkurse nicht angestrebt wird und weil zudem eine Reihe von Problemen der internationalen Finanzmärkte, die in den letzten Jahren deutlich wurden, nicht thematisiert werden. Vor allem die phasenweise äußerst

pro-zyklisch wirkenden Agenturen zur Bewertung von Kreditrisiken (Moody's Investor Services, Standard & Poor's, Fitch IBCA) müssten nach den Erfahrungen der letzten Jahre geprüft und stärker rechenschaftspflichtig gemacht werden.

Die Beschränkung von Leistungsbilanzsalden

Weniger die Schaffung einer neuen Institution zur Kontrolle der internationalen Kapitalströme, sondern deren Reduzierung durch Einführung von Sanktionen steht im Mittelpunkt von Überlegungen zur Beschränkung von Leistungsbilanzsalden. Seit dem Zusammenbruch des Regimes von Bretton Woods im Jahre 1973 und den sich anschließenden Liberalisierungen des Kapitalverkehrs haben Überschüsse und Defizite in den Leistungsbilanzen von nationalen Ökonomien an Bedeutung gewonnen (Herr 1999: 220). Diese Entwicklung hat insbesondere für Länder mit Leistungsbilanzdefiziten, z.B. den asiatischen Krisenländern, heftige Anpassungskrisen zur Folge gehabt. Ein radikaler Bruch mit dem gegenwärtigen liberalen Regime wäre die Sanktionierung von Leistungsbilanzüberschüssen, deren Spiegelbild Defizite in der Kapitalverkehrsbilanz, also Kapitalexporte, sind.

In Bretton Woods lagen 1944 zwei Modelle für die Architektur des internationalen Finanzsystems vor: Zum einen der von dem Amerikaner Harry Dexter White vorgelegte White-Plan, auf dem unser heutiges System basiert, zum anderen der nie realisierte Keynes-Plan. Die zutreffende Überlegung von John Maynard Keynes war, Länder, die zur dauerhaften Erzielung von Leistungsbilanzüberschüssen tendieren, zu sanktionieren. Keynes hatte vorgeschlagen, daß Leistungsbilanzüberschüsse in einer Clearingstelle verrechnet werden sollten und im Verlauf einer für jedes Land festzulegenden Periode entweder mit Leistungsbilanzdefiziten verrechnet werden sollten oder verfallen sollten. Damit würde Volkswirtschaften der Anreiz genommen, durch die dauerhafte Erzielung von Leistungsbilanzüberschüssen und damit Kapitalexporten zur Steigerung der Volatilität der Weltwirtschaft beizutragen.

Das bis heute wirkende, auf dem White-Plan basierende Modell geht im Gegensatz dazu davon aus, daß sich Leistungsbilanzüberschüsse durch Währungsmechanismen selbst regulieren. Angenommen wird, daß ein Überschuß in der Leistungsbilanz eines Landes zur Steigerung der Nachfrage nach einheimischer Währung führt. Dieser Nachfrageanstieg führt dann, bei flexiblen Wechselkursen, theoretisch zu einem Anstieg des Wechselkurses der einheimischen Währung, was zu einer Verteuerung von Exporten und zu einem Abbau des Leistungsbilanzüberschusses führen würde. Das Problem dabei ist, daß dieser Mechanismus ausgehebelt werden kann, wenn die erzielten Leistungsbilanzüberschüsse nicht in einheimische Währung umgetauscht werden, sondern im Ausland verbleiben, beispielsweise um Aktiva im Ausland zu erwerben. Wie dies funktioniert, haben japanische Akteure über Jahre hinweg

gezeigt. Überschüsse wurden in den USA, z.B. in US-Staatsanleihen, investiert und dadurch der Wechselkurs des Yen zum US-Dollar auf niedrigem Niveau stabilisiert. Auf diese Art und Weise konnte eine massive Aufwertung des Yen, die zum Ausgleich der Leistungsbilanz beigetragen hätte, vermieden werden.

Um künftig hohe Leistungsbilanzüberschüsse zu verhindern, wäre denkbar, daß die Zentralbanken von Ländern, die dauerhafte Überschüsse erzielen, in einem neuen Währungsregime verpflichtet werden, einen kleinen Teil der Überschüsse, zu denken wäre an ein Zehntel, zinslos bei einem zu schaffenden Weltwährungsrat zu hinterlegen. Dieser Weltwährungsrat könnte sowohl bei der Regulierung von Leistungsbilanzsalden als auch bei der Stabilisierung der Wechselkurse eine zentrale Funktion bekommen.

Ähnlich wie Keynes dies vorgeschlagen hatte, könnten die hinterlegten Überschüsse nach einer gewissen Zeit dem Weltwährungsrat zugeführt werden und dessen Eigenkapital bzw. Reserven stärken. Damit würde für die nationale Wirtschaftspolitik ein Anreiz geschaffen, durch geeignete Maßnahmen hohe Leistungsbilanzüberschüsse zu verhindern. Keineswegs wäre es nötig, Leistungsbilanzüberschüsse prinzipiell zu begrenzen. Problematisch sind nur hohe und über Jahre hinweg erzielte Überschüsse, weswegen auch nur diese von Sanktionsmechanismen erfaßt werden sollten. Betrachtet man die Entwicklung der Leistungsbilanzsalden der großen Industrieländer, wird deutlich, daß gegenwärtig nur Japan von einer Sanktionierung lang anhaltender Überschüsse betroffen wäre.

Gegen eine Sanktionierung von dauerhaften Leistungsbilanzüberschüssen könnte man einwenden, daß damit die Regierungen von Nationalstaaten für die Entscheidungen von Konsumenten und Investoren Verantwortung übernehmen müssen, sie diese aber nicht beeinflussen können. Ein solches Argument erweist sich bei näherer Prüfung aber nicht als stichhaltig. Nationale Wirtschaftspolitik ist, trotz der Globalisierungstendenzen der vergangenen Jahre, nach wie vor zumindest teilweise in der Lage, Investitions- und Konsumentscheidungen zu beeinflussen. Zwar gilt dies, wie eingangs gezeigt, nur in begrenztem Umfang für kapitalimportierende Länder. Anders aber bei Ländern, die dauerhaft Kapital exportieren. Dort finden sich unweigerlich Maßnahmen der nationalen Wirtschaftspolitik, die den Kapalexport stark begünstigen.

2.3. Maßnahmen der nationalen Wirtschaftspolitik zur Stabilisierung von Kapitalströmen

Maßnahmen der nationalen Wirtschaftspolitik können nur einen Teil der negativen Konsequenzen volatiler Kapitalströme verhindern. Eine umfassende Stabilisierung der internationalen Finanzmärkte ist so nicht zu erreichen. Sol-

che Maßnahmen haben dennoch ihre Berechtigung, da mit einer umfassenden Re-Regulierung und Stabilisierung der Weltfinanzmärkte, wie noch zu zeigen ist, gegenwärtig nicht zu rechnen ist.

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

Prinzipiell möglich sind auch heute Maßnahmen zur Regulierung des Kapitalverkehrs.³ Eine Erfahrung der jüngeren Vergangenheit ist, daß Ökonomien mit umfassenden Beschränkungen des Kapitalverkehrs weniger verwundbar sind als Ökonomien mit liberalisiertem Kapitalverkehr: China ist von der Asienkrise vor allem deshalb verschont geblieben, weil ein panikartiger Abzug von Kapital nicht möglich war und weil eine Spekulation gegen die chinesische Währung durch die Kapitalverkehrskontrollen effektiv unterbunden wurde.

Nach den Finanzkrisen der letzten Jahre ist die Debatte um Kapitalverkehrsbeschränkungen, sowohl präventiv als auch zur Eindämmung von Krisen, neu entfacht worden. Barry Eichengreen betrachtet Kapitalverkehrsbeschränkungen zur Verhinderung von Finanzkrisen dann als angemessen, wenn

- Finanzmärkte nur wenig entwickelt sind,
- das Risikomanagement des privaten Sektors nur wenig ausgebildet ist,
- die Fähigkeit der Überwachungsbehörden, insbesondere die Bankenaufsicht, ebenfalls begrenzt ist.

In der Praxis treffe dies für die Mehrheit der Entwicklungs- und Schwellenländer zu, weshalb dort Kapitalverkehrsbeschränkungen die Regel sein sollten (Eichengreen 1998: 8).

Die chilenische Regierung hat mit der Einführung einer Bardepotpflicht im Jahr 1991 den Versuch unternommen, Einfluß zu nehmen auf Kapitalzuflüsse, ohne umfassende Kapitalverkehrsbeschränkungen zu erlassen. Dies bedeutete, daß ein Teil sowohl ausländischer Kredite als auch im Ausland aufgenommener Anleihen einer Bardepotpflicht unterlagen, d.h. zinslos bei der chilenischen Zentralbank hinterlegt werden mußten. Nach Ablauf eines Jahres wurde das Bardepot erstattet. Anfangs belief sich das Bardepot auf 20%

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

der Kreditsumme und wurde 1992 auf 30% erhöht. Im Juni 1998 erfolgte eine Senkung auf 10%, im September 1998 wurde die Bardepotpflicht auf 0% reduziert (vgl. Nadal-De Simone/Sorsa 1999). Die Reduzierung der Bardepotpflicht war die Reaktion auf den Rückgang der Neukredite: In einer Atmosphäre des Rückzugs aus den „emerging markets“ war die Verhinderung des Kapitalzuflusses kein Problem mehr.

Trotz der gegenwärtigen Reduzierung der Bardepotpflicht auf 0% ist dieser Ansatz nicht als gescheitert zu betrachten. Die flexible Handhabung des Instruments ist eine durchaus angemessene Reaktion auf das sich verändernde Umfeld, d.h. das sinkende Interesse an den „emerging markets“. Die Wirtschaftspolitik von Schwellenländern ist erfahrungsgemäß immer wieder mit dem Problem konfrontiert, daß privates Kapital immer dann nach (kurzfristiger) Anlage sucht, wenn es in den Schwellenländern am wenigsten benötigt wird. Umgekehrt gilt, daß Kapitalmangel insbesondere dann zu verzeichnen ist, wenn das wirtschaftliche Umfeld für Entwicklungs- und Schwellenländer besonders problematisch ist. Die Bardepotpflicht nach chilenischen Vorbild liefert zumindest ein Instrument zur Beeinflussung volatiler Kapitalströme.⁴

Neben präventiven Maßnahmen zur Beschränkung des Kapitalzuflusses können auch Maßnahmen zur Eindämmung einer bereits eingetretenen Krise angebracht sein. Die Wiedereinführung von Kapitalverkehrsbeschränkungen ist allerdings ungleich schwieriger als die Beibehaltung und Modifizierung eines existierenden Regimes zur Steuerung von Kapitalströmen. Verantwortlich dafür sind zwei Gründe. Zum einen kann die administrative Kompetenz zur Durchführung von Kapitalverkehrsbeschränkungen fehlen und kurzfristig nicht ohne weiteres (wieder-) hergestellt werden. Zum anderen verstärkt diese Wiedereinführung die in einer Krise ohnehin regelmäßig zu verzeichnende Panik von Investoren und kann dadurch zur Vertiefung der Krise beitragen (Eichengreen 1998: 9).

Nach den Finanzkrisen in Asien, Rußland und Brasilien werden Kapitalverkehrskontrollen unterschiedlicher Reichweite und Ausgestaltung wahrscheinlich an Bedeutung gewinnen. Eichengreen hat auf die besonderen Probleme von Entwicklungs- und Schwellenländern hingewiesen:

„Developing countries have special financial problems. Their monetary and fiscal institutions lack credibility. Their regulators lack administrative capacity. Their financial markets are shallow. They cannot borrow abroad in domestic currency. However much one tries to assume away these problems, the fact of the matter is that these are the defining features of an underdeveloped economy. And as long as they are present, they are arguments for special measures, including capital controls, to limit the risks to the financial system and to free up the use (of) monetary and fiscal policies in a slump“ (Eichengreen 1998: 12f).

Ein neuer Vorschlag zur Stabilisierung der internationalen Kapitalströme

4 In Deutschland galt 1972 und 1973 eine Bardepotpflicht, die aber in der Wirtschaftskrise des Jahres 1974 bereits wieder abgeschafft wurde (Huffschmid 1999: 222 Tabelle 22).

stammt von zwei britischen Ökonomen, William Buitter und Anne Siebert. Sie schlugen die Einführung einer „universal debt-rollover option with a penalty“, abgekürzt UDROP, vor. Dabei handelt es sich um eine einseitig von der Schuldnerseite auszuübende Option: Sämtliche Fremdwährungskredite sollten mit dieser Option versehen werden. Bei Fälligkeit eines Kredits sollte eine automatische Umschuldung möglich sein, wenn der Schuldner es wünscht. Buitter und Siebert schlagen eine Laufzeit der Option von drei bis sechs Monaten vor. Die Ausübung der Option hätte einen bei Aufnahme des Kredits festzulegenden Preis, der wie eine Steuer auf Kreditaufnahmen im Ausland wirken würde. Die Höhe des Preises der Option würde aber von Marktteilnehmern, nicht von staatlicher Seite festgelegt. Regierungen müssten allerdings dafür Sorge tragen, daß keine Fremdwährungskredite ohne Rollover-Option aufgenommen werden dürfen. Auf internationaler Ebene könnte der IWF Beistandskredite verweigern, wenn Kreditverträge ohne Rollover-Option vereinbart wurden (*Economist*, 1.5.1999, S. 76).

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

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

2.4. Neue Formen des Regionalismus

Bereits während der Asienkrise wurden neue, regionale Formen der geld- und währungspolitischen Zusammenarbeit diskutiert. Hervorzuheben ist insbesondere der Vorschlag zur Schaffung eines asiatischen Währungsfonds, dem „Asian Monetary Fund“ (AMF). Der AMF wurde von japanischer Seite im August 1997, also nur wenige Wochen nach dem Ausbruch der Krise am 2. Juli 1997 in Thailand, ins Gespräch gebracht und sollte explizit weichere Konditionen als der IWF anwenden. Der AMF entsprach von seiner Konzeption her eher einem „lender of last resort“ als der IWF: Im Kern ging es um die Bereitstellung von nicht konditionierten Krediten zur Überwindung einer Liquiditätskrise (Dieter/Higgott 1998; Dieter 1998a).

Wenngleich der AMF von der US-Regierung und dem IWF verhindert wurde, so hat die Debatte um neue Formen des Regionalismus seit den Finanzkrisen in Asien und Brasilien an Breite gewonnen. Beispielsweise hat der brasilianische Präsident Enrique Cardoso im November 1999 die Erweiterung des Mercosur um eine makroökonomische Dimension vorgeschlagen. Cardoso regte einen Stabilitätspakt à la Maastricht für den Mercosur an (*Financial Times*, 10.11.1999, S. 5).

Wenige Wochen später haben sich auch die Entwicklungen hin zu einer asiatischen Wirtschaftsgemeinschaft verdichtet. Das regelmäßig stattfindende ASEAN-Gipfeltreffen wurde um Japan, China und Südkorea erweitert. Während des Treffens, das am 27./28. November 1999 in Manila stattfand, wurde eine ambitionierte Planung verabschiedet. In den unterschiedlichsten Bereichen, von wissenschaftlicher Kooperation bis hin zu Sicherheitspolitik, wurden neue Vorhaben ins Auge gefaßt. Von besonderer Bedeutung ist, daß inzwischen eine Integration nach dem Vorbild der europäischen Union von den teilnehmenden Staaten explizit angestrebt wird. Der Vorsitzende des Treffens in Manila, der philippinische Präsident Joseph Estrada, erwähnte gegenüber den Medien die Ziele gemeinsamer Markt, Währungsunion und Ostasiatische Gemeinschaft (*Financial Times*, 29.11.1999, S. 4). Von nicht zu unterschätzender Bedeutung ist, daß inzwischen auch japanische Beobachter eine Währungskooperation in Ostasien befürworten. Eisuke Sakakibara, prominenter früherer Staatssekretär des japanischen Finanzministeriums, hat sich in einem Interview mit der *New Straits Times* Mitte Januar 2000 für eine kooperatives Währungsregime in Ostasien ausgesprochen (*World Bank, Development News*, 12.1.2000).

Die Konturen dieses ostasiatischen Integrationsprojektes sind gegenwärtig gewiß noch sehr undeutlich. Es zeichnet sich aber ab, daß die Kooperation in den Bereichen Währungspolitik und Finanzmärkte einen größeren Stellenwert haben wird als handelspolitische Vereinbarungen. Dies ist einmal mit den Erfahrungen der Asienkrise zu erklären: Die asiatischen Krisenländer er-

führen nur begrenzte Unterstützung aus der eigenen Region und waren gezwungen, an den Internationalen Währungsfonds heranzutreten. Zum anderen dürfte keines der beteiligten asiatischen Länder ein Interesse an einer ostasiatischen Freihandelszone haben, die insbesondere den USA im Falle einer schwächeren wirtschaftlichen Entwicklung den Vorwand für weitere protektionistische Maßnahmen liefern könnte. Deshalb erscheint es aus heutiger Sicht nicht unrealistisch, mittelfristig die Entwicklung eines „East Asian Financial Caucus“ zu erwarten. Im Zentrum dieses Projekts würden weniger Fragen des Handels, sondern eher der Zusammenarbeit auf währungs- und finanzpolitischen Gebiet stehen. Denkbar ist also, daß in Ostasien eine neue Form zur Realisierung regionaler Integration geschaffen werden wird, die auf die klassischen Stufen Freihandelszone und Zollunion gänzlich verzichtet.

Damit ist aber ein zentrales Problem für diese neuen Formen des Regionalismus benannt: Es liegt bislang keine Theorie vor, die die Umsetzung eines monetären Regionalismus unter den aktuellen weltwirtschaftlichen Bedingungen zum Gegenstand hat. Obwohl die Bedeutung klassischer Handelsschranken, also vor allem von Zöllen, in den letzten Jahren deutlich abgenommen hat, ist Bela Balassas fünfstufiges Konzept zur Verwirklichung von regionaler Integration noch immer von großer Bedeutung. Problematisch dabei ist, daß die ersten drei Stufen Freihandelszone, Zollunion und Gemeinsamer Markt im Wesentlichen auf die Liberalisierung des Warenhandels abzielen, während in der Stufe vier mehr oder weniger unvermittelt eine Wirtschafts- und Währungsunion angestrebt werden soll. Für die Entwicklung eines den heutigen Bedingungen Rechnung tragenden Konzeptes für regionale Integration wäre es aber elementar, Formen der supranationalen Zusammenarbeit in Fragen der Geldpolitik zu entwickeln, die der Vorbereitung auf eine Währungsunion dienen würden.

Bislang liegt ein solches Konzept zwar noch nicht vor, aber mögliche einzelne Elemente können genannt werden. Zum einen bietet sich an, Maßnahmen zur Reduzierung der Volatilität von Kapitalströmen in einer Region gemeinsam einzuführen. Dies könnten sowohl Bardepots à la Chile als auch die bereits angesprochenen UDROP sein. Denkbar ist auch die regionale Zusammenfassung von Bankaufsichtsbehörden sowie deren elektronische Vernetzung. Die Vereinbarung von regionalen Währungsfonds zur Bereitstellung von Liquidität in Finanzkrisen könnte ein weiterer Teil eines neuen, monetären Regionalismus sein. Dabei ist auch an private oder halbstaatliche Formen der Liquiditätssicherung zu denken. Erneut bietet sich Europa als Modell an: Anfang des Jahres 2000 wird über einen europaweiten Ausbau der „Liquiditäts-Konsortialbank“ beraten. Die sogenannte Liko-Bank, gegründet 1974 nach der Herstatt-Pleite, soll ein Sicherheitsnetz für den Fall einer europaweiten Bankenkrise bereitstellen. Die gegenwärtig diskutierten Vorschläge der Bundesbank sehen eine Ausweitung der Nachschußpflicht der beteiligten

Banken (gegenwärtig sind dies 136 deutsche Geldinstitute) von 1,9 Mrd. Euro auf 10 Mrd. Euro vor, während die Bundesbank selbst eine von 0,56 Mrd. Euro auf 5 Euro Mrd. ausgeweitete Refinanzierungslinie anbietet (FAZ, 11.1.2000, S. 25).

Auch in Bezug auf die währungspolitische Zusammenarbeit können Bausteine eines monetären Regionalismus benannt werden. Ein zentrales Element müßte dabei die regionale Koordination von makroökonomischen Maßnahmen sein. Insbesondere wäre hier eine gemeinsame oder zumindest koordinierte Zinspolitik als Voraussetzung zur Schaffung eines regionalen Wechselkursregimes zu nennen. Eine regionale Wechselkursfixierung, nach dem Vorbild des Europäischen Währungssystems EWS, könnte anschließend die Vorstufe zur Schaffung einer gemeinsamen Währung darstellen.

Deutlich wird an dieser kurzen Auflistung von möglichen Maßnahmen zweierlei. Erstens bedarf es des politischen Willens der beteiligten Akteure in einer Region, staatliche Regulierung und Kontrolle durchzusetzen. Notwendig ist die Bereitschaft, auf kurzfristige Effizienzsteigerungen zugunsten der langfristigen Stabilität und Prosperität einer Region zu verzichten. Zum zweiten ist die Bereitschaft vonnöten, die nationale Wirtschaftspolitik zumindest phasenweise den regionalen wirtschaftspolitischen Zielen unterzuordnen.⁵

Die Überlegungen zur Entwicklung eines monetären Regionalismus außerhalb Europas befinden sich zwar noch in einem frühen Stadium und bislang sind lediglich die Konturen solcher Projekte zu erkennen (vgl. dazu auch Huffs Schmid 1999: 202ff). Bereits heute läßt sich aber feststellen, daß diese Formen der monetären regionalen Integration mittelfristig eine sinnvolle Alternative zur Entwicklung einer neuen globalen Finanzarchitektur darstellen können (van Scherpenberg 1999: 24). Am Ende eines solchen Prozesses könnte der Austausch des bisherigen Systems von einer Leitwährung, einigen weniger bedeutenden und vielen Dutzend völlig unbedeutenden Währungen durch drei regionale Währungen mit globaler Bedeutung stehen: Euro, Dollar und eine asiatische Währung. Eine solche Entwicklung erscheint auch deshalb an Plausibilität zu gewinnen, weil in den USA gegenwärtig die Bereitschaft zur internationalen Zusammenarbeit kaum vorhanden zu sein scheint.

3. Das zentrale Hemmnis für eine Re-Regulierung der internationalen Finanzmärkte: Die Interessen der Wall Street

Das wichtigste Hemmnis für eine Reform des gegenwärtigen Weltwährungs- und Weltfinanzsystems dürften die Interessen wichtiger Akteure in den USA

5 Erneut zeigt sich hier die Relevanz der Überlegungen von Robert Mundell: Die Stabilisierung von Wechselkursen, auch innerhalb einer Region, hat bei Beibehaltung von offenen Kapitalmärkten zumindest eine Einschränkung der zinspolitischen Autonomie der beteiligten Zentralbanken zur Folge.

sein. In der Vergangenheit, insbesondere in den 90er Jahren, haben die Vereinigten Staaten ihre außen- und außenwirtschaftspolitischen Interessen immer ungerührter durchgesetzt. Die Kritik an dieser unilateralen Politik der USA nimmt jedoch erkennbar zu. Dies gilt inzwischen auch für prominente amerikanische Beobachter: Samuel Huntington hat im Frühjahr 1999 die Außenpolitik der Regierung mit deutlichen Worten kritisiert. Besonders an Außenministerin Albright, die die USA als „indispensable nation“ bezeichnet hatte, kritisierte Huntington, daß sie damit unterstelle, andere Nationen seien „dispensable“, also verzichtbar oder entbehrlich (Huntington 1999: 37).⁶ Huntington führt in seinem Beitrag eine Reihe von unilateralen Politiken der USA auf. Die wichtigsten sind:

- Andere Länder wurden unter Druck gesetzt, amerikanische Werte hinsichtlich der Durchsetzung von Menschenrechten und Demokratisierung umzusetzen.
- Andere Länder wurden daran gehindert, militärisch aufzurüsten und damit die Überlegenheit der USA bei konventionellen Streitkräften zu gefährden.
- Amerikanisches Recht wurde anderen Gesellschaften extraterritorial aufgezwungen.
- Die USA versuchten, die Interessen amerikanischer Unternehmen unter dem Deckmantel von Freihandel und offenen Märkten durchzusetzen.
- Zudem nahmen die USA Einfluß auf die Politik von IWF und Weltbank zur Unterstützung der gleichen Unternehmensinteressen (Huntington 1999: 38).

Wenngleich Huntingtons Kritik nicht völlig neu ist, so überrascht es doch, sie von einem namhaften US-Wissenschaftler in dieser Form zu hören. Huntington kritisiert aber nicht nur die einzelnen Politiken der USA, sondern stellt das Ende dieses unipolaren Moments fest (ebd.: 39). Da in Washington das Ende dieses kurzen unipolaren Moments aber nicht erkannt wird, wächst die Isolation der USA:

„In acting as if this were a unipolar world, the United States is also becoming increasingly alone in the world. American leaders constantly claim to be speaking on behalf of the ‘international community’. But whom do they have in mind?“ (Ebd.: 40).⁷

Huntington faßt den Wandel der US-Außenpolitik zusammen: Nach dem 2. Weltkrieg betrieben die USA eine Politik des „unilateral globalism“, heute

6 Der amerikanische Autor und Kolumnist der *International Herald Tribune*, William Pfaff, stellt ebenfalls fest, daß außerhalb der USA dieser Führungsanspruch sehr kritisch verfolgt wird: „But the vast majority of mankind is indifferent to American claims, if not hostile to them, and the elites of other nations of the world are not willing to accept that a hierarchy of political societies and cultures exists in which the United States rightly occupies the first place“ (Pfaff 1998: 6).

7 Huntington sieht die USA vor allem als Vertreter der angelsächsischen Länder, fallweise der Kontinentaleuropäer, Israels und Japans (ebd.: 41).

dagegen des „global unilateralism“. Darin liegt die Gefahr, daß die USA sich nicht nur selbst auf Isolationismus zurückziehen, sondern von anderen Akteuren der Weltpolitik isoliert werden (ebd.: 42).

William Pfaff argumentiert ähnlich und betont, die unterstellte moralische Überlegenheit der USA werde von nicht-amerikanischen Akteuren mit einem gewissen Langmut verfolgt.

„The existence of these claims has become an irksome constant in international relations, regarded by others as something that must be allowed for in dealing with the United States, a philosophical-ideological atmosphere that must be pierced, as during the days of Stalin it was necessary in dealing with the Soviet Union to put up with a certain number of Marxist arguments and formulations before getting down to the real business“ (Pfaff 1998: 6).

Eine Re-Regulierung der globalen Finanzmärkte hätte natürlich nicht nur Gewinner, sondern auch Verlierer. Profitieren würden von einer stabileren Weltfinanzordnung vor allem Waren produzierende Unternehmen und deren Beschäftigte sowie die auf externe Finanzierung angewiesenen Schwellen- und Entwicklungsländer. Im Warenhandel würden die Erlöse aus Exportgeschäften weniger stark von Wechselkursschwankungen beeinträchtigt, bei der Kreditaufnahme im Ausland würde das Währungsrisiko ebenfalls sinken und damit eine stetigere Entwicklung ermöglichen.

Verlierer wären aber diejenigen, die von Volatilitäten der internationalen Währungs- und Finanzmärkte profitieren. Das Land mit dem am stärksten entwickelten Finanzsektor, die USA, hätte hier per Saldo auch die meisten Verlierer aufzuweisen. Deshalb überrascht es nicht, daß die US-Regierung Vorschläge zur Stabilisierung von Wechselkursen, wie sie Ende 1998 vom damaligen deutschen Finanzminister Lafontaine vorgetragen worden waren, noch nicht einmal diskutieren wollte (vgl. Bergsten 1999: 22).

Jagdish Bhagwati hat 1998 darauf hingewiesen, daß die enge Verbindung von US-Finanzsektor und amerikanischer Regierung, die er als „Wall Street – Treasury Complex“ bezeichnete, zu einer problematischen Situation führt. Zur Sicherung eigener Interessen werden nämlich die Vorteile des freien Kapitalverkehrs angepriesen, ohne daß in angemessener Weise auf Risiken der Liberalisierung hingewiesen werde (Bhagwati 1998: 7). Bhagwati konstatiert eine erfolgreiche Lobbyarbeit der Wall Street:

„Wall Street’s financial firms have obvious self-interest in a world of free capital mobility since it only enlarges the arena in which to make money. It is not surprising, therefore, that Wall Street has put its powerful oar into the turbulent waters of Washington political lobbying to steer in this direction“ (Bhagwati 1998: 12).

Europa könnte mittelfristig die Dominanz der USA im IWF und in der Weltbank beenden. Die Verlagerung des IWF-Sitzes nach Europa, möglicherweise nach Paris, wäre ein sinnvolles Instrument, den überproportionalen Einfluß der Amerikaner auf die Politik des Fonds zu reduzieren. Der konkrete Anlaß für die Forderung nach einer Verlagerung des IWF-Sitzes ist die Einführung des Euro. Die Eurozone verfügt nunmehr über 23,15% des IWF-

Kapitals, deutlich mehr als die USA mit 17,72%. Da der IWF satzungsgemäß seinen Hauptsitz im Land mit den höchsten Kapitalanteilen hat, liegt eine Verlagerung in die Eurozone nahe. Allerdings müßten sich die elf Regierungen der Eurozone vor der Thematisierung eines solchen Projekts auf eine gemeinsame Position verständigen und müßten gegebenenfalls auch bereit sein, auf einige Posten im Exekutivrat zu verzichten.⁸

Wenngleich Vorschläge zur Verlagerung des IWF-Sitzes kurzfristig unrealistisch erscheinen mögen, so sind aber erste Schritte in diese Richtung bereits zu vermelden. Die deutsche und die französische Regierung haben in den Jahren 1998 und 1999 über eine Neuordnung der Stimmrechte europäischer Länder im IWF nachgedacht. Vor allem der frühere deutsche Finanzminister Oskar Lafontaine soll diesbezügliche Initiativen gestartet haben. Lafontaine habe eine Bündelung der Stimmrechte Deutschlands, Italiens und Frankreichs angeregt mit dem expliziten Ziel, die amerikanische Dominanz im IWF zu brechen (*International Herald Tribune*, 19.10.1999, S. 19). Auch nach dem Rücktritt Lafontaines wird der Gedanke der Bündelung von Stimmrechten weiter verfolgt. Der inzwischen ebenfalls zurückgetretene französische Finanzminister Strauss-Kahn hat im Herbst 1999 eine Zusammenfassung der Stimmrechte Frankreichs und Deutschlands ins Gespräch gebracht (*Die Zeit*, 7.10.1999).

Nicht nur eine Reform des IWF erscheint gegenwärtig politisch nicht durchsetzbar zu sein. Die Widerstände gegen eine Einschränkung der Möglichkeiten von institutionellen Investoren, insbesondere der bislang wenig regulierten Hedge Funds, wären gewiß erheblich, gerade in Washington. Der bereits erwähnte Zusammenbruch des Hedge-Fonds LTCM im September 1998 belegt die guten Verbindungen von Wall Street und Washington. Die *Financial Times* wies darauf hin, daß der frühere Vize-Chef der US-Notenbank, David Mullins, Mitglied des Vorstandes von LTCM war und nach wie vor ein persönlicher Freund des Notenbankchefs Alan Greenspan ist. Mullins leitete 1991 eine Untersuchung der Federal Reserve bezüglich der Geschäftstätigkeit der Bank „Salomon Brothers“, die Unregelmäßigkeiten zu Tage förderte und den stellvertretenden Vorstandsvorsitzenden der Bank, John Meriwether, zum Rücktritt zwangen. Meriwether gründete daraufhin LTCM und holte Mullins in den Hedge-Fonds: Ein schönes Beispiel für „Crony Capitalism“ in den Vereinigten Staaten (vgl. *Financial Times*, 3./4. Oktober 1998). Über diese unmittelbaren persönlichen Verflechtungen hinaus wirft die Rettungsaktion für LTCM eine Reihe von Fragen bezüglich der Stabilität des amerikanischen Finanzsystems und die Zusammenarbeit zwischen Wall Street

8 Gegenwärtig kommen sechs der IWF-Exekutivdirektoren aus Ländern der EU. Eine Neuordnung ist jedoch nicht unproblematisch, da die Vertreter einiger kleinerer EU-Länder noch eine Reihe von anderen Staaten vertreten.

und den Aufsichtsbehörden auf. Joseph Stiglitz fragte in diesem Zusammenhang, ob die Bankaufsichtsbehörden wirklich keine Ahnung von den Risiken hatten?⁹ Wenn sie die Risiken nicht kannten, was sagt dies über die Fähigkeit der am besten entwickelten Bankenaufsicht der Welt aus, eine effiziente Bankenaufsicht zu betreiben? Obwohl keine öffentlichen Mittel zur Rettung von LTCM verwendet wurden, könnte es dennoch öffentlichen Druck auf die privaten Akteure gegeben haben. Wenn dem so war, in welcher Form? Und schließlich fragt Stiglitz nach der in Asien so deutlich beschworenen Transparenz, die bei LTCM gewiß nur ansatzweise vorhanden war (Stiglitz 1998b, S. 13). Joseph Stiglitz mußte aber erleben, daß Kritik und die Schaffung von Transparenz in Washington selbst nicht gerne gesehen werden. Stiglitz trat am 24. November 1999 als Chef-Ökonom der Weltbank zurück. Die *Financial Times* meldet dazu, die Entlassung Stiglitz sei auf Betreiben des amerikanischen Finanzministers Larry Summers erfolgt. Dieser habe die Zustimmung der US-Regierung zu einer Vertragsverlängerung von Weltbankpräsident James Wolfensohn von Stiglitz Demission abhängig gemacht (*Financial Times*, 25.11.1999, S. 7).

Literatur

- Bergsten, C. Fred 1999: America and Europe: Clash of the Titans? *Foreign Affairs*, Vol. 78, No. 2 (March/April), 20-34.
- Bhagwati, Jagdish (1998): The Capital Myth. The Difference between Trade in Widgets and Dollars. *Foreign Affairs*, Vol. 77, No. 3 (May-June), 7-12.
- Bienefeld, Manfred (1999): *Can Finance be Controlled?* Paper presented at the conference „Economic Sovereignty in a Globalising World“, 23.-26. März 1999, Bangkok.
- Council on Foreign Relations (1999): *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System. The Future International Financial Architecture*. Report of an Independent Task Force sponsored by the Council on Foreign Relations. New York.
- Dieter, Heribert (1998a): *Die Asienkrise: Ursachen, Konsequenzen und die Rolle des Internationalen Währungsfonds*. Marburg.
- Dieter, Heribert (1998b): Im Tandem zu mehr Stabilität? Der Euro und die Chancen für eine transatlantische Währungs Kooperation. *FREITAG*, Nr. 19, 1.5.1998, S. 7.
- Dieter, Heribert; Higgott, Richard (1998): Verlierer Japan, Gewinner China? Außenpolitische Konsequenzen der Asienkrise. *Internationale Politik*, (Oktober 1998), 45-52.
- Eichengreen, Barry (1998): *Capital Controls: Capital Idea or Capital Folly?* Mimeo.
- Feldstein, Martin (1999): A Self-Help Guide for Emerging Markets. *Foreign Affairs*, Vol. 78, No. 2 (March/April), 93-109.
- Fischer, Stanley (1998a): *The Asian Crisis. A View from the IMF*. Address at the Midwinter Conference of the Bankers Association for Foreign Trade. Washington, D.C., 22.1.1998.
- Fischer, Stanley (1998b): Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF. *Essays in International Finance*, No. 207 (May). Dept. of Economics, Princeton University, 1-11.
- Fischer, Stanley (1998c): In Defense of the IMF. *Foreign Affairs*, 77 (July/August) 4, 107-111.
- Frankel, Jeffrey A. (1999): The International Financial Architecture. *Brookings Policy Brief* No. 51, June.
- Garten, Jeffrey E. (1999): Lessons for the Next Financial Crisis. *Foreign Affairs*, Vol. 78, No. 2 (March/April), 76-92.

9 Wenn nicht auf der Schuldnerseite, so hätte zumindest auf der Gläubigerseite das Ausmaß der Kreditvergabe deutlich werden müssen.

- Herr, Hansjörg (1999): Finanzströme und Verschuldung, in: Hauchler, Ingomar; Messner, Dirk; Nuscheler, Franz (Hrsg.): *Globale Trends 2000*. Frankfurt/Main, 219-243.
- Huffschmid, Jörg (1999): *Politische Ökonomie der Finanzmärkte*. Hamburg: VSA-Verlag.
- Huntington, Samuel P. 1999: The Lonely Superpower. *Foreign Affairs*, Vol. 78, No. 2 (March/April), 35-49.
- Köhler, Claus 1998: Spekulation contra Entwicklungspolitik: Eine Analyse der ostasiatischen Währungskrise. *Internationale Politik und Gesellschaft*, Nr. 2/98, 191-204.
- Krugman, Paul (1999): The Return of Depression Economics. *Foreign Affairs*, Vol. 78, No. 1 (January/February), 56-74.
- Nadal-De Simone, Franzisco; Sorsa, Piritta (1999): A Review of Capital Account Restrictions in the 1990s. *IMF Working Paper 99/52* (April).
- Pfaff, William (1998): The Coming Clash of Europe with America. *World Policy Journal*, Winter 1998/99, 1-9.
- Spanger, Joachim (1999): Der Euro und die transatlantischen Beziehungen. Ein geo-ökonomische Perspektive. *Internationale Politik und Gesellschaft*, 2/99, 130-142.
- Stiglitz, Joseph (1998a): *Sound Finance and Sustainable Development in Asia*. Address to the Asia Development Forum. Manila, 12.3.1998.
- Stiglitz, Joseph (1998b): *Towards a New Paradigm for Development: Strategies, Policies, and Processes*. Prebisch Lecture given at UNCTAD, 19.10.1998.
- Stützel, Wolfgang (1958): *Volkswirtschaftliche Saldenmechanik*. Tübingen.
- Tietmeyer, Hans (1999a): *Chancen und Grenzen für die internationale Kooperation im Bereich von Währung und Finanzmärkten*. Vortrag in der Reihe „Rheingauer Finanzforum“ der European Business School in Oestrich-Winkel am 29.4.1999.
- Tietmeyer, Hans (1999b): *Luncheon Speech at the Conference „Systemic Risk and Lender of Last Resort Facilities“*, Frankfurt, 11.6.1999.
- van Scherpenberg, Jens (1999): Re-Regulierung der internationalen Finanzmärkte? *Aus Politik und Zeitgeschichte*, B 49/99, 19-24.