Zeitschrift: Rote Revue : Zeitschrift für Politik, Wirtschaft und Kultur
Herausgeber: Sozialdemokratische Partei der Schweiz
Band: 77 (1999)
Heft: 1

Artikel: Die globalen Finanzmärkte
Autor: Vontobel, Werner
DOI: https://doi.org/10.5169/seals-341481

Nutzungsbedingungen
Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Mehr erfahren

Conditions d'utilisation
L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. En savoir plus

Terms of use
The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. Find out more

Download PDF: 22.08.2025

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch

Die globalen Finanzmärkte

Sind Finanzkrisen das Werk kollektiver Dummheit, oder werden sie von jenen ausgelöst, die davon profitieren? Tatsache ist, dass sie einigen einen vorhersehbaren Profit bringen und dass dieser Umstand die Wahrscheinlichkeit von Finanzkrisen stark erhöht.

Werner Vontobel

Verschwörungstheorien werden normalerweise bloss von paranoiden Aussenseitern ausgeheckt und weiterverbreitet. Paul Krugman ist kein Aussenseiter. Als Professor für Ökonomie am Massachusetts Institute of Technology und als einer der weltweit besten Kenner der globalen Finanzmärkte steht er im Gegenteil knietief im Mainstream. Dennoch fragt sich Krugman in jüngster Zeit immer öfter, ob das, was er (und wir) in den letzten Monaten auf den weltweiten Finanzmärkten beobachten mussten, nicht vielleicht doch «das Nebenprodukt eines grossangelegten Beutezugs einer Handvoll dubioser Fincanciers sei». Krugman gibt zu, dass diese Version etwas jenseitig tönt, «aber sie könnte sich durchaus als wahr erweisen.»

Ob es eine Verschwörung gab, wird vielleicht dereinst die Geschichtsschreibung klären. Schon heute ist hingegen klar, dass die globalen Finanzmärkte nicht so funktionieren, wie es noch vor wenigen Jahren fast alle geglaubt haben, nämlich als ein Instrument, das die Ersparnisse weltweit dort investiert, wo sie zum Wohle aller den grössten Nutzen bringen. Diese Theorie der «optimalen Allokation» wird inzwischen nicht mehr nur von der Realität Lügen gestraft, auch die vorherrschende Theorie hat sich (unter anderm dank Paul Krugman) der Realität angenähert.

Anders als die einst sakrosankte Theorie der perfekten Märkte unterstellt, ist nämlich die Information auch auf den Finanzmärkten keineswegs vollkommen, und zwar aus mindestens zwei Gründen: Erstens kostet die Information und ihre Verarbeitung Zeit und Geld. Zweitens ist die Information auf den Finanzmärkten ungleich verteilt: der Schuldner kennt den Wert der Ware (des Kredits) besser als der Gläubiger. Vor allem in (fernen) Entwicklungs- und Schwellenländern können auch grosse Schuldner selten richtig eingeschätzt werden. Da die Schuldner ein Interesse haben, ihre Lage zu positiv darzustellen, sind ihre Informationen nicht glaubhaft. Die Gläubiger gehen mit dieser Informationsunsicherheit wie folgt um:

- Sie verlangen bei jedem Anzeichen von Unsicherheit hohe Risikoprämien. Dadurch wird die Aufnahme von Krediten nur für jene Schuldner interessant, die zwar ein hohes Risiko aufweisen, dieses aber verheimlichen können. Es kommt somit zu einer negativen Auswahl. Die schlechten Risiken erhalten mehr Kredit als die guten (die auf bessere Zeiten warten).
- Sie reduzieren das Risiko, indem sie sich nur kurzfristig und nur in liquiden Märkten engagieren und indem sie sich

schon bei geringen Anzeichen von Unsicherheit zurückziehen.
- Internationale Kredite gehen selten direkt an die Schuldner, sondern werden von Banken vermittelt. Diese übernehmen damit das ganze Währungs- und Fristenrisiko (sie leihen kurzfristige Gelder langfristig aus). Damit entsteht zwar ein Klumpenrisiko, doch die Gläubiger gehen davon aus, dass der Staat die Bank nicht Pleite gehen lässt.

Gesetze des Marktes

Schon diese Verhaltensmuster der Geldgeber an sich sind ein Kochrezept für Krisen. Die globalen Investoren neigen nämlich dazu, sich beim geringsten Anzeichen von Problemen en masse und blitzschnell aus den als gefährdet erachteten Märkten zurückzuziehen. Angesichts dieser nicht abzustreitenden Tatsache haben sich die Apostel der perfekten Kapitalmärkte in ein pseudoreligiöses Reduit zurückgezogen. Sie behaupten jetzt allen Ernstes, dass es zu den erwähnten kollektiven Rückzügen nur kommt, wenn die Wirtschaftspolitik des betreffenden Landes gegen die Gesetze des Marktes gefrevelt hat. Diese Fehler werden dann vom Kapitalmarkt hart, aber gerecht bestraft. Der Markt wird dadurch noch perfekter: Er sorgt mit seinen Strafaktionen dafür, dass nur noch gute Wirtschaftspolitik gemacht wird.

Diese «Theorie» passt zwar zu den Allmachtsgefühlen der Financiers, nicht aber zu den Fakten. In Wirklichkeit ist es nämlich so, dass gerade die «guten» Länder besonders gefährdet sind. Dies wiederum hängt mit zwei andern Gesetzmässigkeiten der Kapitalmärkte zusammen:

1. Die globalen Kapitalströme werden nicht in erster Linie von den Schwellen- und Entwicklungsländern angezogen, sondern sie gehen vielmehr von den Industrieländern selbst aus. Immer wenn dort die Renditen sinken, halten die Financiers Ausschau nach guten Anlagemöglichkeiten in den sogenannten Emerging Markets. Und als «emerging» gilt ein Markt dann, wenn seine «Fundamentals» (Zahlungsbilanz, Währungsstabilität, sozialer Frieden oder was auch immer gerade als wichtig betrachtet wird) gut sind.
2. Diese Kapitalzuströme sind für die betroffenen Länder ein Problem. Werden die Kapitalien nämlich unbeschränkt zugelassen, so führt dies zu einer massiven Aufwertung der eigenen Währung. Dadurch werden die Importe billiger, und es werden erfahrungsgemäss viele Luxusgüter eingeführt. Gleichzeitig werden die Exporte teurer; die Zahlungs- und Leistungsbilanz verschlechtert sich bis zu einem Punkt, wo das ausländische Kapital wieder massiv abfliesst und der ganze Boom zusammenkracht.

Schon die Verhaltensmuster der Geldgeber sind ein Kochrezept für Krisen.

Um dies (ohne gesetzliche Beschränkung der Kapitaleinfuhr) zu verhindern, gehen viele Regierungen dazu über, die Kapitalimporte zu sterilisieren. Konkret: Die Regierung kauft Devisen auf, legt sie zu den Währungsreserven und finanziert diese Operation, indem sie eigene Obligationen ausgibt. Damit diese gekauft werden, muss das Zinsniveau in einheimischer Währung deutlich höher sein als das in Devisen. Die Regierung (oder die Notenbank) zahlt also den ausländischen Investoren gleichsam eine Zinssubvention, was noch mehr Devisen anlockt – bis auch hier ein Crash der unhaltbaren Situation ein Ende bereitet.

Fazit: Der globale Devisenmarkt ist – gerade wegen seiner globalen Dimensionen – extrem ineffizient und neigt zu spektakulären Zusammenbrüchen. Angesichts dieses offensichtlichen Ungenügens stellt sich die Frage, warum wir nicht längst einen besser funktionierenden Kapitalmarkt haben. Mindestens ein Teil der Antwort liegt in der Art und Weise, wie die Verluste und Gewinne der Finanzkrisen verteilt werden.

Nehmen wir als Beispiel Südkorea, dessen Schuldenkrise bisher wie ein gelungener Hold-Up abgelaufen ist, eine perfekte Blaupause für spätere Nachahmungstäter:

Punkt 1: Man locke das Opfer mit günstigen kurzfristigen Krediten in die Falle. Mitte 1997 letzten Jahres hatten die Dollarschulden der koreanischen Banken und Multis 153 Milliarden erreicht, rund 100 davon kurzfristig.

Regierungen gehen dazu über, Kapitalimporte zu sterilisieren.

Punkt 2: Die Gläubiger verlieren plötzlich das Vertrauen in Korea. Sie sind nicht mehr bereit, ihre Darlehen zu verlängern. Die südkoreanischen Schuldner müssen innert kürzester Frist mehr Dollar zurückzahlen, als im ganzen Land verfügbar sind.

Punkt 3: Die Gläubigerbanken lassen durchsickern, dass sie selbst nicht mehr zahlungsfähig wären, falls ihre Guthaben gegenüber Korea massiv abgeschrieben werden müssten. Es drohe eine Kettenreaktion von Pleiten, welche die ganze Weltwirtschaft lahmlegen könne.

Das genügt. Der Rest läuft von alleine, denn in Washington sitzt eine riesige Bürokratie, genannt Internationaler Währungsfonds, kurz IWF, die nur darauf wartet, die Welt zu retten. Sie hat zu diesem Zweck ein Rezept entwickelt, das sie immer wieder anwendet. Der IWF übernimmt zusammen mit den Notenbanken und Regierungen der Industrieländer die Garantie für die gefährdeten Schulden. Längerfristig wird das ganze Land (also z.B. Korea) für die Schulden haftbar gemacht.

Globaler Konkurs nach IWF

Um das Erpressungsmanöver zu erkennen, muss man sich kurz den wesentlichen Unterschied zwischen dem «globalen Konkurs nach IWF» und dem Konkursrecht innerhalb aller zivilisierten Länder vergegenwärtigen. Im zivilen Konkurs ist die Haftung beschränkt; erstens auf den Schuldner und zweitens auf dessen Eigenkapital. Fällt der Verlust höher aus, was im Konkurs fast immer der Fall ist, so verliert auch der Gläubiger.

Der globale Konkurs à la IWF hingegen verläuft ganz anders. Erstens ist die Haftung nicht beschränkt, sondern der Gläubiger kann sogar mehr als sein ursprüngliches Guthaben einfordern. Zweitens wird, um diesen Anspruch durchzusetzen, meist die ganze Bevölkerung solidarisch für den Schaden haftbar gemacht.

Doch der Reihe nach: Da ist zunächst einmal der Zinsgewinn. Der globale IWF-Konkurs auferlegt dem Schuldner regelmässig höhere Zinsen. Im Falle Südkorea sind die Zinsen für Won-Schulden vorübergehend auf rund 12 Prozent und für Dollarschulden um 4 Prozentpunkte gestiegen. Inzwischen haben sie zwar das alte Niveau fast wieder erreicht, insgesamt dürften die ausländischen Gläubigerbanken dank dem IWF-Konkurs dennoch 5 bis 10 Milliarden Dollar zusätzlich verdient haben.

Weit einschneidender als der Zinseffekt ist jedoch die Vergrösserung der Hauptschuld durch den Währungs- und Börseneffekt. Die Notwendigkeit, Dutzende Milliarden Dollar in kürzester Zeit zu beschaffen, hat den Won gegenüber dem Dollar um 30 Prozent abgewertet. Gleichzeitig haben sich die Preise der koreanischen Kapitalgüter (sichtbar in den Börsenkursen) in Won gemessen praktisch halbiert. Pro Million Schulden in Dollar muss Korea also nach der Krise 30 bis 100 Prozent mehr einheimische Waren, Dienstleistungen und Kapitalgüter abliefern als zuvor.

Um solche Forderungen praktisch durchzusetzen, muss die ganze Bevölkerung haftbar gemacht werden. Und das geht so: In allen asiatischen Krisenländern wurde ein grosser Teil der insgesamt geschrumpften Produktionskapazitäten auf Export umgetrimmt, während der Import praktisch zusammengebrochen ist. Zweck: Devisen anhäufen, Schulden zurückzah-

len. Als Folge davon ist der einheimische Konsum massiv gesunken, was in Korea 5,5 Millionen Menschen unter die Armutsgrenze gedrückt hat.
Auch hier ist ein Vergleich mit dem zivilisierten Konkursrecht erhellend. Es wäre völlig undenkbar, dass die Gläubiger der Firma zur Befriedigung ihrer Forderungen eine Lohnpfändung aller Angestellten verlangen dürften. Für den IWF scheint dies jedoch normal zu sein. Ganz Südostasien ist für einige Zeit gleichsam auf das Existenzminimum gesetzt worden. Doch dies genügt offenbar noch nicht. Gleichzeitig werden auch noch die verwertbaren Wertgegenstände versilbert. Eine der Auflagen des Währungsfonds bestand darin, Ausländern den Erwerb von Aktien und ganzen Unternehmen zu erleichtern. Die südostasiatischen Krisenländer wurden also gezwungen, ihr Familiensilber zu Schleuderpreisen zu verhökern.
Korea ist kein Einzelfall. Dass sich bei internationalen Zahlungskrisen die Schuldenlast im Zweifelsfall erhöht und auf die Bevölkerung abgewälzt wird, zeigt sich auch im (völlig anders gelagerten) Fall Brasilien. Hier das Problem in Stichworten: Dieses Land hatte Ende 1998 noch rund 50 Milliarden Dollar Währungsreserven. Dem standen aber 230 Milliarden in Dollar denominierte Schulden des Staates, der privaten Unternehmen und der Banken gegenüber. Noch bedrohlicher waren aber interne (in Real denominierte) Guthaben und Schulden im Wert von rund 600 Milliarden Dollar, die unter dem damals noch geltenden Regime der fixen Wechselkurse jederzeit, bzw. solange Vorrat, in Dollar umgewandelt werden konnten.
Die Situation glich einem Sesseltanz mit zehn Tänzern und einem Stuhl. Um die Musik am Laufen zu halten hatte sich die Regierung Cardoso folgendes ausgedacht: Erstens eine Senkung der Staatsausgaben um 84 Milliarden Dollar innert drei Jahren, zweitens sind die kurzfristigen Realzinsen zeitweise auf über 40 Prozent erhöht worden. Bei Inflationsraten von 2 Prozent entspricht dies Realzinsen von über 30 Prozent. Drittens wurde der IWF dazu überredet, notfalls einen zweiten Stuhl (sprich 41 Milliarden Dollar) bereitzustellen. Trotz all dieser Vorsichtsmassnahmen verlangen die internationalen Gläubiger für Dollar-Kredite an Brasilien rund 8 Prozentpunkte mehr Zins als für Dollar-Kredite etwa in den USA.
Mit diesen Massnahmen wollte man – so die Sprachregelung der globalen Finanzmärkte – eine Finanzkrise vermeiden. In Wirklichkeit war die Krise natürlich längst im Gange. Brasiliens Netto-Schuldner (grob gerechnet 90 Prozent der Bevölkerung) zahlen rund 8 Prozent zuviel Zins (Fachjargon «Spread») auf 230 Milliarden Dollar Auslandschuld und rund mindestens 20 Prozent zuviel auf 600 Milliarden Dollar Binnenschulden. Mit andern Worten: Brasiliens Gläubiger kassieren jährlich rund 140 Milliarden Dollar (gut 20 Prozent des Sozialprodukts) bloss dafür, dass sie weitertanzen. Diese Zahl ist nur insofern theoretisch, als Brasiliens Schuldner natürlich nicht in der Lage sind, diese Last zu tragen. Gemäss der brasilianischen Notenbank war schon Mitte 1998, als das Zinsniveau noch bei 20 Prozent lag, mehr als die Hälfte (57,8 Prozent) aller internen Kredite in Liquidation. Konkret: Schulden im Nennwert von 345 Milliarden Real standen im Oktober 1998 noch mit 26 Milliarden in den Büchern der brasilianischen Banken.
Inzwischen ist Brasiliens Währung auch äusserlich zusammengebrochen. Angeblich um das Vertrauen der ausländischen Investoren zu erhalten, hat der IWF Brasiliens Regierung dazu überredet, die Abwertung mit einer abermaligen Zinserhöhung zu begleiten. Auch die Zinsen für brasilianische Dollarschulden sind noch einmal um gut 2 Prozentpunkte gestiegen. In Real gemessen, hat sich damit Brasiliens Aussenschuld innert Tagen um rund 20 % des Bruttosozialprodukts erhöht.

Globale Finanzkrisen unterscheiden sich von lokalen Zahlungsschwierigkeiten dadurch, dass sie für Gläubiger äusserst lukrativ sein können.

Fazit

Globale Finanzkrisen unterscheiden sich von lokalen Zahlungsschwierigkeiten dadurch, dass sie für die Gläubiger äusserst lukrativ sein können. In einigen Fällen, siehe Brasilien, genügt schon die Möglichkeit, mit einer Währungskrise bzw. mit einem massiven Abzug von Guthaben drohen zu können. Dies erklärt wenigstens teilweise, warum Finanzkrisen in letzter Zeit gehäuft auftreten.
Dabei wäre es relativ einfach, erstens die Wahrscheinlichkeit solcher Krisen zu reduzieren und zweitens – falls dies nicht gelingen sollte – die Schäden zu begrenzen. Zu diesem Zweck bräuchte es erstens einen internationalen Schuldengerichtshof. Dieser hätte beispielsweise im Fall Korea ein Zahlungsmoratorium verhängt, die kurzfristigen Schulden verlängert und allenfalls die Zinsen herabgesetzt. Denkbar wäre auch gewesen, dass Korea von sich aus die Rückzahlung seiner kurzfristigen Schulden verweigert und die Gläubiger zu Verhandlungen aufgefordert hätte.
Damit lassen sich auch die eingangs gestellten Fragen klar beantworten. Ja, Währungskrisen sind insofern das Ergebnis kollektiver Dummheit, als ihre Wahrscheinlichkeit mit relativ einfachen Massnahmen deutlich verringert werden könnte. Dass dies bisher nicht geschehen ist, hängt damit zusammen, dass die Währungskrisen für einige Akteure sehr profitabel sind. Seit einiger Zeit wächst allerdings auch die Einsicht, dass globale Währungskrisen letztlich auch auf Wachstum, Konjunktur und Wohlstand der Industrieländer zurückwirken können.

Werner Vontobel ist Redaktor bei der Wochenzeitung CASH. Dort schreibt er seit langem und fortlaufend zu den im Text beschriebenen Vorgängen.