

<b>Zeitschrift:</b>	Widerspruch : Beiträge zu sozialistischer Politik
<b>Herausgeber:</b>	Widerspruch
<b>Band:</b>	21 (2001)
<b>Heft:</b>	40
<b>Artikel:</b>	Die neue Finanzarchitektur : zur Regulation und Reform der internationalen Finanzmärkte
<b>Autor:</b>	Altvater, Elmar
<b>DOI:</b>	<a href="https://doi.org/10.5169/seals-651622">https://doi.org/10.5169/seals-651622</a>

### 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:** 08.02.2026

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

# Die neue Finanzarchitektur

## Zur Regulation und Reform der internationalen Finanzmärkte

Die Wechselkurse schwanken seit dem Zusammenbruch des Fixkurssystems von Bretton Woods im Jahre 1973 mit hoher – und wie die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich im Jahresbericht 2000 darlegt – mit zunehmender Volatilität: die Preise für Finanzprodukte (Renditen, Zinsen, Kurse) verändern sich schnell und in alle Richtungen, nach oben wie nach unten. Dank der Finanzinnovationen, speziell der Derivate, ist es möglich, nicht nur bei Bewegungen der Preise von Finanzprodukten nach oben zu verdienen, sondern auch dann, wenn sie fallen. So wird im Kapitalismus der Derivate der alte alchimistische Traum wahr, aus wertlosem Dreck wertvolles Gold zu machen. Das wäre nicht nur kein Problem, sondern löste sogar sehr viele Probleme, wenn nicht erstens die Preise in der realen Wirtschaft (Löhne, Preise für Güter und Dienste) viel weniger volatil wären, und wenn nicht zweitens die Entwicklung der Preise für Finanzprodukte, in Sonderheit die Zinsen, die Entwicklung realer Größen (Weltproduktion, Welthandel, Direktinvestitionen, Beschäftigung) längst hinter sich gelassen hätte. Die monetären Größen befinden sich im freien Flug und lassen den realen Größen mit Bodenhaftung das Nachsehen.

Freilich passen sich reale Verhältnisse der monetären Flexibilität und Volatilität zum Teil und immer mühsam an: Arbeit und Lohnfindung werden flexibilisiert. Die „Rigiditäten“ des Fordismus werden überwunden, also jene sozialen Verhältnisse, die mit ihren Normen und Formen Sicherheiten vermittelten: dazu gehörten in den Industrieländern ein sicherer Arbeitsplatz, ein sicheres Einkommen und ein System sozialer Sicherheit im modernen Wohlfahrtsstaat. Flexibilität und Volatilität werden Charakteristikum der Normalität. Doch keine Frage, besonders ausgeprägt sind sie auf den globalen Finanzmärkten, die sich seit dieser Zeit mit atemberaubender Geschwindigkeit entwickeln. Manche Sozialwissenschaftler sehen in den neuen Formen von Volatilität der Finanzen, Flexibilität der Arbeit und Individualisierung der Lebensführung die heraufdämmernde post-fordistische Produktionsweise (Aglietta 2000; Marazzi 1999), endlich ist die Ersehnte da. Doch Vorsicht, das neue System ist formlos-instabil. Die globalen Transformationen vom Fordismus zu einem wie auch immer gearteten Postfordismus durchqueren eine Phase der „Informalisierung“, in der es Sicherheiten, die für die Stabilität einer Formation, einer Regulationsweise, eines Regimes unverzichtbar sind, nicht gibt.

### Reale und monetäre Entwicklung: Zinsen und Wachstumsraten

Die Bodenhaftung haben die Finanzmärkte mit ihren „abgeleiteten Produkten“ (Derivate) seit Beginn der 80er Jahre verloren, als die Realzinsen nach

oben gingen und die Wachstumsraten des realen Bruttoinlandsprodukts in aller Welt hinter sich ließen. Die OECD (1993) gibt dafür die folgenden Gründe an: erstens die Kreditnachfrage zur Finanzierung der öffentlichen Defizite, die nachfrageseitig den „Preis“ des Kapitals nach oben getrieben hat; zweitens den Inflationsdruck in den 70er und frühen 80er Jahren, der sowohl mit der Entwicklung der Nachfrage als auch mit derjenigen der Kosten („Lohn-Preis-Spirale“) erklärt werden kann; drittens die Globalisierung der Finanzanlagen, weil auf der Suche nach den besten Renditen die Zinsen überall angehoben werden mußten, um Kapital an „Kapitalflucht“ zu hindern oder international hochgradig mobiles Kapital „am Standort“ zu attrahieren. Obendrein verschiebt sich, viertens, in den G7-Ländern (besonders ausgeprägt in der Euro-Region) das Niveau der realen Wachstumsrate des BIP nach unten.

In den USA, Kanada und Großbritannien sind in den 90er Jahren hingegen die Wachstumsraten leicht gestiegen, freilich ohne das Niveau des „golden age“ bis Anfang der 70er Jahre auch nur annähernd zu erreichen. Ob dies als Errungenschaft des „atlantischen“ Kapitalismus interpretiert werden kann, ist freilich strittig, zumal auch die höheren Wachstumsraten nicht dazu geführt haben, daß sie das reale Zinsniveau überschritten. Lediglich in den USA übersteigt in der zweiten Hälfte der 90er Jahre das reale Wachstum die realen Zinsen. Dies wird von vielen (beispielsweise von der OECD) als eine positive Auswirkung der Dynamik der „new economy“ (Altvater/Mahnkopf 2000) in den USA interpretiert. Die Folgen der Erhöhung des Zinsniveaus über die realen Wachstumsraten sind beträchtlich und sie können in einer Analyse der Entwicklung der Finanzmärkte in den vergangenen Jahrzehnten nicht unberücksichtigt bleiben.

*Erstens.* Es kann in der sich öffnenden Schere zwischen Realzinsentwicklung und Wachstumsraten des BIP der positive Anreiz gesehen werden, die ökonomischen Verhältnisse in Wirtschaft und Staat rational ordnen zu müssen, um der disziplinierenden Wirkung der Finanzmärkte Rechnung zu tragen. Diese Auffassung geht so weit, die globalen Finanzmärkte als eine „fünfte Gewalt“ neben Legislative, Exekutive, Judikative und Medien zu bestimmen, der sich die Regierungen anzudienen haben (so der Vorsitzende der Deutschen Bank, Rolf Breuer). Für den Staat heißt dies: Freier Kapitalverkehr schränkt die Handlungsspielräume von Regierungen ein. Politische Weichenstellungen, die zu Lasten der Rentabilität der Kapitalbildung im Inland gehen, können zu einer Kapitalflucht führen. Bei einer fiskalischen Belastung des Kapitals sind also Vorsicht und Rücksichtnahme gefordert. Wenn öffentliche (souveräne) Schuldner wegen hohen Schuldendienstes in Schwierigkeiten geraten – und dies ist in großem Maßstab seit den 80er Jahren vor allem in den Entwicklungsländern geschehen –, dann nur, weil Schuldner es versäumt haben, sich den neuen Marktbedingungen und der härter gewordenen „monetären Budgetrestriktion“ (Janos Kornai) anzupassen. Im übrigen haben die restriktiven Wirkungen der monetären Größen Anpassungsstrategien des Unternehmensmanagements zur Folge:

Der Übergang zum Shareholder Value-Denken und -Handeln erklärt sich zu einem Teil aus dieser Entwicklung.

*Zweitens.* Es läßt sich zeigen, daß die „hard budget constraint“ negative Wirkungen zeitigt, z.B. für den Arbeitsmarkt. Dies ist für die Arbeitsmarktentwicklung in den USA und in Deutschland nachgewiesen worden. Dort korrelieren eindeutig positiv Realzinsniveau und Arbeitslosenquote (Palley 2000, 48). Mit der Korrelation lassen sich keine Kausalaussagen begründen. Der Zusammenhang zwischen Zinsbildung auf Finanzmärkten und Arbeitslosigkeit auf Arbeitsmärkten ist sehr vermittelt. Dennoch läßt sich mit aller gebotenen Vorsicht schlußfolgern, daß hohe Realzinsen über den Investitions- und Einkommensmechanismus eher negativ auf die Beschäftigung wirken.

*Drittens.* Von nicht wenigen Autoren wird die Zunahme der Volatilität vor allem kurzfristiger Kapitalanlagen für die Entstehung von Finanzkrisen wegen der plötzlichen Invasion und Evasion von Kapitalien großen Umfangs (wegen des „Herdenvorverhaltens“ der Anleger potenziert) mitverantwortlich gemacht. Die Volatilität der Kapitalanlagen generell würde keinerlei Probleme heraufbeschwören, wenn die realen Größen (Handel mit Gütern und Diensten, das BIP und die Arbeitsmärkte) in ähnlicher Weise flexibel und mobil und daher volatil sein könnten oder wenn die finanziellen Anforderungen aus den volatilen Umdispositionen aus realen Überschüssen problemlos abgedeckt werden könnten. Dies dürfte jedoch nur in Ausnahmesituationen der Fall sein, und am allerwenigsten in Entwicklungsländern.

*Viertens.* Darüber hinaus lösen hohe Realzinsen unweigerlich periodische Finanzkrisen aus, wenn im Konjunkturverlauf die realen Erträge des Kapitals (Profitraten) absinken. Ob diese in Form von Schuldenkrisen (wie in den 80er Jahren) oder Währungs- und dadurch ausgelösten Finanzkrisen (wie in den 90er Jahren) auftreten, hängt von vielen begleitenden Umständen ab, die sowohl in globalen Funktionsmodi der Märkte (Grad der Öffnung; wirtschaftspolitisches Paradigma etc.) als auch in verfehlter makro- und mikroökonomischer Politik ihren Ursprung haben können.

*Fünftens.* Realzinsen oberhalb der realen Wachstumsrate können wegen der einseitigen und an die Substanz gehenden Transfers zu den Gläubigern die Ungleichheit in der Welt erhöhen, sofern es Schuldern nicht gelingt, auf die Seite der Gläubiger zu wechseln. Auf diese positive Wendung richtete sich die Erwartung der Weltbank mit ihrer „Schuldenzyklus-Hypothese“ der 80er Jahre. Es war schon damals absehbar – und es hat sich zwischenzeitlich bestätigt –, daß die Hypothese völlig grundlos war und ist. Sie taucht dennoch immer wieder auf, etwa in der neoklassischen Annahme, die globalen Kapitalmärkte erlaubten Kreditnehmern zum Zwecke der Kapitalbildung den Zugriff auf die „globale Ersparnis“. Doch die Gläubiger-Schuldner-Beziehungen sind einseitig, zumal wenn die zu zahlenden Zinsen oberhalb der realen Wachstumsrate liegen und die Schulden in fremder Währung (in US\$) zu bedienen sind. Daher ist die *Ungleichheit* (gemessen am Pro-Kopf-Einkommen) in der Welt gestiegen; dies zeigen Statistiken von Weltbank oder UNDP. Sofern die Ungleichheit eine Ver-

schlechterung der Lebensbedingungen für viele Menschen einschliesst (gemessen mit dem Human Development Index – HDI – des UNDP), ist sie ein Faktor, der für soziale Konflikte, politische Auseinandersetzungen, ja Bürgerkriege und zwischenstaatliche Kriege mitverantwortlich ist. Die Finanzkrisen, in denen in der Vergangenheit von Schuldern immer harte Anpassungsmaßnahmen verlangt wurden, haben in einer Reihe von Ländern ihren Anteil an blutigen Konflikten (Indonesien, Mexiko, Rußland, Philippinen; vgl. Stiglitz in „The New Republic“, 17.4.2000; auch in „Welt am Sonntag“, 24.9.2000).

*Sechstens.* Hohe Realzinsen befördern darüber hinaus die Spekulation. Finanzanlagen sind attraktiver als Anlagen in Realkapital. Nur bei hohen Zinsen ist Fonds-Sparen interessant, weil es bei niedrigen Zinsen Alternativen (Investitionen im realen Sektor) gäbe. Dass bei hohen Renditen auf Finanzanlagen eine spekulative „Manie“ wie zu Zeiten der Tulpenspekulation in den frühen Zeiten des Kapitalismus ausbrechen kann, gibt in den Ländern mit boomender Aktienbörse durchaus Anlass zur Besorgnis; nach der Manie folgt nicht selten der Crash. Da das Risiko der Kapitalanlagen unter diesen Umständen hoch bleibt, können die Zinsen nicht sinken.

*Siebtens.* Höhere Realzinsen als die reale Wachstumsrate des BIP sind zunächst *ex-post* relevant. Erst im nachhinein stellt sich heraus, ob der Zinsdienst aus den erwirtschafteten Überschüssen mikro- und makroökonomisch erbracht, ob also das „Aufbringungsproblem“ (das „budgetary problem“, Keynes) gelöst werden kann. *Im voraus* werden bei Kredit- und Investitionsentscheidungen immer „externer“ und „interner“ Zins, also Marktzins und erwartete Rendite in einem Zeitabschnitt von der Gegenwart in die Zukunft (also unter Bedingungen der Unsicherheit und daher risikobehaftet) verglichen, indem erwartete Zukunftserträge auf den Gegenwartswert abdiskontiert werden. Dabei handelt es sich um nominelle Größen, denn im nachhinein ist die Inflationsrate allenfalls abzuschätzen. Wenn die Inflationsrate Nominalrenditen und Nominalzinsen gleicherweise trifft, ist sie für das Kalkül unerheblich. Das Konzept des Shareholder Value wird entwickelt, um den realen Unternehmenswert monetär auszudrücken und ihn so mit allen (finanziellen) Alternativanlagen vergleichbar zu machen. Wenn Zukunftserträge, die unsicher sind, auf den Gegenwartswert abgezinst werden, ist eine Neigung zu Kurzsichtigkeit („Myopie“) und „short terminism“ (Bindungen werden möglichst kurzfristig eingegangen) naheliegend. Dies ist ein Faktor, der die finanziellen Instabilitäten auf globalen Märkten verstärken kann.

Hier schimmert eine *neue Phase* kapitalistischer Entwicklung durch, mag man sie „post-fordistisch“ nennen oder nicht. Die „reelle Subsumtion“ der Arbeit unter das Kapital findet nicht mehr ausschließlich oder vorwiegend „vor Ort“ in der Fabrik statt, sondern infolge der Wirkungsweise des Finanzsystems im „globalen Raum“. Das Kapital ist wie immer auf der Suche nach höchster Rendite. Es kann dies aufgrund technischer und finanzieller Innovationen nun tatsächlich weltweit. Es sucht die realen Überschüsse zur „Stillung seines Werwolfheißhunders“ (Marx) in allen

Weltregionen; sie werden dem Kapital nicht mehr localiter, sondern globaliter real subsumiert. Der moderne Kapitalismus hat in dieser Hinsicht gewisse Ähnlichkeiten mit dem kolonialen „Raubtierkapitalismus“ (Helmut Schmidt): die ausgebeuteten Regionen und Länder werden überfordert. Denn es gelingt ihnen nicht, die realen Verhältnisse so zu trimmen, daß die monetären Forderungen anstandslos aus einem Überschuß (Mehrwert) bedient werden können. Wenn es nicht einmal die asiatischen Wunder-Ökonomien geschafft haben, wie sollten es afrikanische Länder oder Transformationsgesellschaften Mittel- und Osteuropas schaffen?

Zwar tendieren die Finanzmärkte dazu, Raum und Zeit weitestgehend zu eliminieren, doch sind Kreditbeziehungen, der Wert von Papieren letztlich von den Bedingungen der „realen Welt“ abhängig. Das dichotomische Weltbild der Neoklassik trägt also nicht: die „reale“ Welt stabiler ökonomischer Beziehungen, wenn nur die Märkte flexibel genug zu reagieren vermögen – und die monetäre Sphäre einer ausreichenden Geldversorgung, damit die privaten Akteure miteinander bei stabilen Erwartungen in (monetäre) Beziehungen treten können. Der Grundirrtum des herrschenden Denkens ist darin zu erblicken, daß Geld in erster Linie als Zirkulationsmittel aufgefasst wird und nicht als selbstreferentielles Geld, das quantitativ mit dem Zins wächst. Der monetäre Zuwachs aber muß real produziert werden, wenn Geld wertvoll bleiben soll.

Zu diesen Tendenzen und Gefahren müssen die seit Beginn der 90er Jahre „explosionsartige“ (Baker) Entwicklung von illegaler Kapitalflucht (zumeist zur Steuervermeidung), Geldwäsche zur Verbergung krimineller Akte (Drogen, Menschenhandel, Waffenschmuggel, Anlagebetrug etc.) und Korruption hinzugezählt werden. Nicht nur die Stabilität, sondern auch die Sicherheit des Geldes als „ultimatives Medium der Kontrakterfüllung“ ist betroffen. All diese Aktivitäten, die in Deutschland im Jahre 2000 so skandalträchtig waren, daß „Schwarzgeldaffäre“ zum Wort des Jahres avancieren konnte, deuten darauf hin, daß Normen und gesellschaftliche Formen in Zeiten der Globalisierung und der Auflösung der Sicherheiten des Fordismus in großem Stil gebrochen werden. Hier wird die „Entgrenzung der Politik“ offensichtlich – und zwar sowohl in bezug auf die Grenz- und Regelüberschreitung privater Akteure auf globalen Märkten als auch in bezug auf das Verschwinden von Regulierungspotential durch politische Institutionen.

## **Internationale Regulation der Finanzmärkte wird die Instabilitäten nur eindämmen können**

Dies alles zusammengenommen gibt genügend Anlass für eine internationale Debatte über eine Reform der globalen „Finanzarchitektur“. Dazu sagte Walden Bello lakonisch: „It's the wiring, not the architecture“. Von einer Reform der Währungsordnung und der Finanzmärkte sowie der internationalen Institutionen (vor allem von IWF und Weltbank) darf freilich nicht zu viel erhofft werden. Denn krisenfrei hat sich eine kapitali-

stische Weltwirtschaft niemals entwickelt, und dies wird in Zukunft nicht anders sein. Diese Feststellung allerdings enthebt einen nicht, über eine Regulierung der globalen Finanzmärkte nachzudenken (Prokla 2000).

Während in den 70er Jahren Fragen der Reform des Währungssystems im Zentrum standen und in den 80er Jahren im Zusammenhang mit der Schuldenkrise nach Wegen einer Entlastung der Schuldner und ihrer Befähigung zum Schuldendienst (durch „Strukturanpassung“) gesucht wurde, ist in den 90er Jahren die „Architektur“ des Finanzsystems das Thema der Reformdebatte. Allerdings geht es dann nicht nur um die „Innenarchitektur“ oder die „Verkabelung“ der finanziellen Wolkenkratzer, sondern um deren Fundamente, um die „Bodenhaftung“. Zunächst sind mit der Finanzarchitektur die strukturellen Grundlagen, die Regeln und Institutionen des globalen Finanzsystems angesprochen, denn die Asienkrise hat gezeigt, daß auch „gute“ Schuldner in eine schwere Krise geraten können. Im ersten Jahrzehnt des neuen Jahrhunderts wird es aber nicht nur darum gehen, sondern auch um Grundfragen der ökonomischen, sozialen und politischen „Einbettung“ des globalen Finanzsystems – und diese Fragen sind nicht angemessen zu beantworten ohne eine Politik, die auf eine Senkung des Niveaus der Realzinsen zielt.

## **Regeln für Währungsmärkte – Zielzonen für Wechselkurse?**

Bei der Diskussion um Regeln für die Bildung der Wechselkurse sind mehrere Ansätze in der Diskussion: Dazu gehört in erster Linie die Festlegung von Schwankungsbreiten (Zielzonen) für die Kursrelationen zwischen den großen Währungsblöcken (Dollar-, Euro- und Yen-Raum). Wenn sich Zentralbanken und internationale Institutionen zu deren Einhaltung (unter Berücksichtigung ausgehandelter Schwankungsbreiten) verpflichten würden, könnte dies eine positive Signalwirkung haben. Allerdings erfordert die Stabilisierung der Währungsrelationen auch eine in etwa gleichgerichtete Entwicklung der Lohnstückkosten und der Preise. Mit anderen Worten: Es geht nicht nur um Währungspolitik schlechthin, sondern um Politik-Koordination zwischen verschiedenen Feldern der Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik und zwischen Ländern (Währungsräumen) sowie um die Herstellung eines gesellschaftlichen Basiskonsenses über Ländergrenzen hinweg. Davon sind die Hauptakteure auf den Devisenmärkten weit entfernt. Folglich sind Zielzonen derzeit unrealistisch, zumal die USA – anders als die Europäer – auf keine Erfahrungen mit der kooperativen Koordination von Wechselkursen zurückblicken können.

## **Unilaterale Integration von Währungsmärkten durch Dollarisierung**

James Tobin hat die Alternative zwischen (bzw. die Kombination von) *Integration* und *Segmentation* von Währungsmärkten ins Gespräch gebracht; dies wird in den Debatten um die „Tobin-Steuer“ zumeist vergessen. Eine Alternative zur Verteuerung von Währungstransaktionen und daher

der Segmentierung von Währungsmärkten ist die Integration von Währungen zu einem Währungsraum mit möglichst festen Kursrelationen. Die Integration von Währungen zu Währungsblöcken beseitigt mit den flexiblen Kursen auch die Anreize zur Währungsspekulation. Tatsächlich ist eine Tendenz der Währungsintegration in verschiedenen Formen als eine Konsequenz der Globalisierung und ihrer Krisen feststellbar:

In Europa ist eine *multilaterale Währungsunion* mit der Schaffung des Euro entstanden, ihre weitere Ausgestaltung ist – insbesondere im Zusammenhang mit der Erweiterung der EU oder hinsichtlich des Verhältnisses zu EU-Mitgliedern, die nicht zum „Euroland“ gehören – im Flusse. Welche Alternativen es dabei gibt, kann hier nicht erörtert werden.

In Lateinamerika gibt es eine Reihe von Beispielen *unilateraler Integration* durch „*Dollarisierung*“. Einige Länder haben entweder die nationale Währung zu Gunsten der Einführung des Dollar aufgegeben (Panama schon seit langem, Ecuador seit Anfang 2000, El Salvador seit dem 2.1.2001, Guatemala im Mai 2001) oder die nationale Währung so fest an den Dollar gebunden, wie die Währungen im Euroraum an den Euro fixiert sind (Argentinien). In nahezu allen anderen lateinamerikanischen Ländern (und selbst in Kuba) gilt der US\$ als die Währung, in der größere Kontrakte abgewickelt werden (z.B. Immobiliengeschäfte) oder die zur Vermögenshaltung Verwendung findet. Dieser Prozeß der unilateralen Integration in den US\$-Währungsraum wird als „*Dollarisierung*“ bezeichnet. Länder, die diesen Schritt unternehmen, geben freilich ihre geld- und währungspolitische Souveränität weitgehend auf. Der Schritt zurück ist zumeist schwierig, zumal dann, wenn die Dollarisierung vorgenommen wurde, um bei externen Kreditgebern um Vertrauen in die Wertstabilität der Schulden des jeweiligen Landes zu werben oder bei freier Konvertibilität Direktinvestitionen anzuziehen. Eine Abkehr von der Bindung an den US\$ würde mit Sicherheit eine Abwertungsspirale auslösen und daher eine Steigerung externer Schulden.

Doch zeigt es sich auch, daß die Dollarisierung kostspielig sein kann. Argentinien mußte Ende 2000 ca. 40 Mrd US\$ an externen Krediten aufnehmen, um die interne ökonomische und soziale Krise sowie die Zahlungsbilanzkrise 2000 (wegen der Überbewertung der Währung) zu überwinden. Inzwischen steigt die Arbeitslosigkeit und die Regierung hat keine politischen Instrumente der Gegensteuerung, zumal durch die wilde Privatisierung der 90er Jahre der Staat mittellos ist. Vor den Botschaften Spaniens oder Italiens bilden sich lange Schlangen von auswanderungswilligen Argentiniern (*El País*, 31.12.2000) – das Land bietet keine Perspektive mehr. In Ecuador sind die sozialen Leistungen in US\$ extrem gekürzt worden, und auf dem Lande und in indigenen Gemeinschaften wird mit Dollar schon deshalb nicht gezahlt, weil keine vorhanden sind.

Der *Dollarisierung* in Lateinamerika entspricht in einigen europäischen Ländern die „*DMarkisierung*“ – im Kosovo, in Montenegro, wo die DM gesetzliches Zahlungsmittel ist, und in einigen baltischen Staaten, wo die Währung an die DM fix gebunden ist. Bei der unilateralen Währungsinte-

gration gibt es eine Fülle von Problemen für alle Beteiligten. Es wäre in diesem Zusammenhang sicherlich von Nutzen, die Lehren der deutsch-deutschen Währungsunion von 1990 zu studieren.

Eine weitere Möglichkeit der unilateralen Integration ist die Einführung von *Currency Boards* (Bindung an mehrere harte Devisen) mit strikten Regeln für den Geldumlauf (wie einst unter dem Goldstandard), wodurch die Währungsregime sich an harte und starke Währungen als „Stabilitätsanker“ koppeln. Probleme entstehen aber unweigerlich dann, wenn eine Aufwertung der Währung negative Folgen für die Leistungsbilanz aufweist und – aus sozialen oder beschäftigungspolitischen Erwägungen – keine Kontraktionspolitik der Geldmenge entsprechend den Devisenabflüssen eingeleitet wird.

## Multilaterale Integration durch regionale Währungsfonds

Unmittelbar nach Beginn der Asienkrise, im Spätsommer 1997, wurde erstmals ein Asiatischer Währungsfonds (AWF) diskutiert und die Bildung einer multilateralen Währungsintegration in Angriff genommen. Die japanische Regierung schlug im August 1997 die Einrichtung eines "Asian Monetary Fund" vor. Dieser Fonds sollte mit einem Kapital von \$ 100 Mrd. ausgestattet werden. Die bereitgestellten Mittel sollten gegen Währungsspekulation eingesetzt werden. Der AWF sollte sich deutlich von den Programmen des IWF unterscheiden. Vor allem aber war dieser erste Versuch zur Schaffung eines AWF ein Element des „Thinking East Asian“, also der bewussten Abgrenzung vom Westen und dessen Werten.

Die Ursachen für das Scheitern des AWF liegen auf zwei Ebenen: *Erstens* haben die US-Regierung sowie der Internationale Währungsfonds die japanische Initiative scharf abgelehnt. Zu Recht unterstellten die Gegner des AWF, daß mit der erfolgreichen Etablierung eines asiatischen Fonds eine Aushöhlung der Bedeutung des IWF verbunden gewesen wäre. *Zweitens* hat die japanische Regierung den nötigen Nachdruck bei der Umsetzung ihrer Initiative vermissen lassen. Hier zeigt es sich, daß multilaterale währungspolitische Kooperation nicht nur ökonomischen Erwägungen folgt, sondern die regionalen oder globalen „politischen Karten“ neu mischt.

Im Gegensatz zur (unilateralen oder multilateralen) Integration trennt eine Strategie der *Segmentation* Währungsräume mit dem marktkonformen Mittel der Erhöhung der Transaktionskosten beim Tausch einer Währung gegen eine andere. Dazu dient (1) die viel diskutierte „*Tobin tax*“ auf Devisenumsätze (in der Höhe von weniger als 1 Prozent). Einen ähnlichen Effekt können (2) härtere Eigenkapitalvorschriften, ein Kreditregister, die Kontrolle der Umschlagszentren (Off Shore Centers OFCs) etc. haben. Auch Kapitalverkehrskontrollen (an nationalen Grenzen) separieren (3) Währungsmärkte. Dafür stehen die in der jüngsten Krisensequenz vergleichsweise erfolgreichen Beispiele von Chile und Slowenien (Bardepotpflicht) und Malaysia (Kapitalimportkontrollen) oder der VR China (Kapitalimport- und -exportkontrollen). Aber es sollte nicht der Vergessenheit

anheimfallen, daß Kapitalverkehrskontrollen bis in die 70er Jahre hinein ein ganz übliches Instrument der Segmentation auch in der Welt der westeuropäischen Industrieländer gewesen sind. Die Maßnahmen (1) bis (3) unterscheiden sich hinsichtlich des Grades internationaler Kooperation. Eine Tobin Tax erfordert Kooperation zumindest im Bereich der OECD-Länder; Kapitalverkehrskontrollen sind Möglichkeiten, die einzelne Länder ergreifen können.

Eine Tobin Tax wird im übrigen auch unter dem Aspekt diskutiert, daß den nationalen Steuerstaaten die Steuerbasis mehr und mehr schwindet und daher der am wenigsten mobile Produktionsfaktor (Arbeit) einen immer größeren Anteil der Steuerlast trägt (in Europa ist der Anteil der Kapitalsteuern am Steueraufkommen von 50 Prozent zu Beginn der 80er Jahre auf 35 Prozent heute zurückgegangen). Die Tobin Tax belastet hingegen den mobilsten Produktionsfaktor: das kurzfristige Kapital. Dafür sprechen folglich auch Erwägungen über Steuergerechtigkeit. Im übrigen könnten die Einnahmen aus der Tobin Tax für soziale und/oder Entwicklungsprojekte verwendet werden. Dies war im übrigen ein Vorschlag von Präsident Mitterrand auf dem Weltsozialgipfel 1995 in Kopenhagen.

### **Ein regulativer Ordnungsrahmen für globale Kreditmärkte**

Darüber, daß der Ordnungsrahmen von Kreditmärkten verbessert werden muß, besteht nach den Erfahrungen mit den Finanzkrisen der 90er Jahre breiter Konsens. Denn die „Contagion-effects“ konnten sich ausbreiten (die Währungsräume also sich sozusagen wechselseitig „infizieren“), weil die Märkte weitgehend dereguliert sind. Die Reformüberlegungen des 1999 eingerichteten *Financial Stability Forum* (FSF) beziehen sich folglich vor allem auf die kurzfristigen Kapitalflüsse mit besonders ausgeprägter Volatilität, auf die Off-Shore-Zentren, die fast wie „virtuelle“ Orte der Kapitaltransaktionen fungieren, und bestimmte hochspekulative Akteure (Hedge-Fonds), die wegen hoher Hebelwirkung besonders riskante Geschäfte betreiben und ein permanentes systemisches Risiko darstellen (vgl. zu einzelnen Aspekten [www.fsforum.org](http://www.fsforum.org) ).

Durch die Liberalisierung des Kapitalverkehrs ist die Bedeutung der gut 50 Offshore-Zentren gewachsen, in denen es auf der einen Seite keine oder kaum eine Finanzaufsicht, auf der anderen Seite absolute Geheimhaltung und kaum Steuern gibt. Sie sind in den 90er Jahren zunehmend zu Geschäftssitzen von Spekulationsfonds – die ihr Engagement auf diese Weise verdunkeln konnten – zum Ziel für Steuerflucht und zum Umschlagsplatz und zur Wäscherei schmutzigen Geldes geworden. Inzwischen hat die OECD auch im Zusammenhang mit den Empfehlungen des FSF die Einhaltung bestimmter Regeln seitens der Umschlagzentren gefordert und mehr Kooperation angemahnt. Nicht-kooperative OFCs sollen mit Sanktionen belegt werden. Daraufhin haben einige der als Off-Shore-Zentren deklarierten „special jurisdictions“ ihre Kooperation zugesagt (auch die Schweiz, zögerlich Liechtenstein, gar nicht: Nauru). Ein Problem im Zusammenhang

der Regelung der OFCs ist der Sachverhalt, daß „special jurisdictions“ auch in den großen Finanzzentren New York, Tokio, London, Bangkok zu finden sind.

Darüber hinaus ist zu erwarten, daß regulative Maßnahmen, die das Risiko von Kapitalflüssen generell senken, auch zu einer Reduzierung des Realzinsniveaus auf globalen Märkten beitragen und somit Schuldner (z.B. Unternehmer, die Kredite zur Investitionsfinanzierung aufnehmen wollen) entlasten. Dieser Effekt ist auch dadurch zu erreichen, daß Kreditgeber im Falle von Krisen in die (Mit-)Verantwortung genommen werden („bail-in“) und sich an den Kosten einer Schuldenrestrukturierung oder Entschuldung beteiligen. In diesem Kontext wären auch Reformen des internationalen Insolvenz-Rechts anzugehen, durch die Schuldner entlastet werden, wenn Umschuldung und Konditionalität für Dritte (z.B. die Bevölkerung eines Landes) unzumutbare Härten bedeuten (Einführung eines internationalen Schiedsverfahrens mit Beteiligungsrechten für alle „stakeholder“). Der IWF müßte bei allfälligen Umschuldungen nicht nur einseitige Konditionalitäten für Schuldner formulieren, sondern – wie übrigens bereits im Keynes-Plan von 1944 vorgesehen – auch Konditionalitäten für Gläubiger. Der private Sektor müßte demnach in Schuldenrestrukturierungen mehr eingebunden werden als in der Vergangenheit geschehen; er darf vor allem nicht mehr damit wie selbstverständlich rechnen, daß Schuldner nicht bankrott gehen können, weil sie durch IWF und andere offizielle Institutionen gerettet werden. Das naheliegende Verhalten des „*moral hazard*“, wenn von offiziellen Institutionen Rettung der eingegangenen Kreditengagements vor Verlusten erwartet werden kann, kann durch angemessene Regeln unterbunden werden.

Immer wieder wird in der Debatte auf die Notwendigkeit einer funktionierenden Banken-, Börsen- und Versicherungsaufsicht verwiesen, zumal die Aufsichtsorgane erstens wesentlich national und die Akteure auf den Märkten global operieren und zweitens die nationalstaatlichen Regeln sehr verschieden sind. Die Vorschläge, die vom FSF gemacht worden sind, müssten eigentlich von einer globalen Aufsichtsbehörde aufgegriffen und weiterentwickelt werden: verbessertes Risiko-Monitoring und -management, höhere Transparenz, ein Kreditregister, um Öffentlichkeit über die Geldgeber der hochspekulativen Fonds herzustellen; bessere Daten, Vereinheitlichung von Standards und „sound practices“, eventuell eine Kreditversicherung (z.B. gemäß dem Soros-Vorschlag). An eine Realisierung dieser vom FSF empfohlenen oder angesprochenen („considered“) Reformen ist freilich derzeit nicht zu denken.

## **Reform der globalen Institutionen**

Auch die Reform der Institutionen des globalen Währungs- und Finanzsystems, vor allem der Bretton Woods Institutionen, steht an. Es geht nicht um deren Auflösung, wie manchmal von Kritikern gefordert, also auch nicht um deren marktkonforme Reduktion zu Gunsten des privaten Sektors, wie

der US-amerikanische Finanzminister Lawrence Summers vorschlägt. Gegen eine deutlichere Arbeitsteilung zwischen IWF und Weltbank, wie etwa vom Meltzer-Report (angefertigt für den US-amerikanischen Kongreß) verlangt, ist nichts zu sagen. Doch wären die dem IWF zur Verfügung stehenden Finanzmittel und deren Verwendung zu überprüfen; es handelt sich dabei ja im wesentlichen um öffentliche Mittel, die in der Regel auch zur Rettung privater Institutionen verwendet werden. Auch wenn der IWF ursprünglich ein Fonds und keine Bank sein sollte, läßt sich die Arbeitsteilung mit der Weltbank nicht auf diesen Unterschied stützen. Die Weltbank ist ohne Frage für die Finanzierung von *Entwicklung* verantwortlich. Doch gerade angesichts jüngster Auseinandersetzungen um den World Development Report 2000 ist hervorzuheben, daß Entwicklung nicht gleichbedeutend mit Wachstum ist, von dem die Überwindung der Armut quasi-automatisch erwartet wird. Diese Hoffnung hat schon in der Vergangenheit getrogen und es spricht nichts dafür, daß dies in Zukunft anders sein wird. Kommt hinzu, daß Wachstum ökologische Probleme erzeugt und durch Kredite finanziert werden muß, für die heute im Schnitt Zinsen oberhalb der realen Erträge gezahlt werden müssen. Entwicklung verlangt auch Maßnahmen zur Beeinflussung der Verteilung von Ressourcen, von Einkommen, von Lebenschancen und von Partizipationsmöglichkeiten im weitesten Sinne.

Der IWF ist in der schwierigen Situation, daß seine Kredite immer dann gefordert sind, wenn die beabsichtigte Entwicklung, die zum Teil von der Weltbank finanziert wird, in eine Krise mündet. Bislang ist der IWF in der Regel „post festum“ eingesprungen. Dies sollte nach den Reformüberlegungen anders werden: der IWF sollte seine Finanzmittel eher zur Prävention einsetzen. Diese Regel ist vernünftig, aber wahrscheinlich äußerst schwer einzuhalten. Die neue Kreditfazilität (Contingency Credit Lines) für Länder mit „solider Wirtschafts- und Finanzpolitik“ berücksichtigt immer noch zu wenig die sozialen Belange des Entwicklungsprozesses.

Die Schulden- und Finanzkrisen der vergangenen zwei Jahrzehnte haben erkennen lassen, daß die versprochenen positiven Effekte der Deregulierung für den Wohlstand der Nationen nicht oder bestenfalls zum Teil eingetreten sind und wohl auch nicht eintreten werden. Dies erinnert daran, daß David Ricardo, auf dessen „Theorem der komparativen Kostenvorteile“ die moderne Theorie von Welthandel und weltwirtschaftlichen Beziehungen gründet, zwar für freien Handel von Gütern und Dienstleistungen eingetreten ist, sich aber vehement gegen die ungezügelte Freiheit der Kapitalflüsse ausgesprochen hatte. Auch Keynes hat diese Position vertreten. Viel spricht dafür, daß die Zweifel an den Wohltaten weitgehend deregulierter Finanzmärkte berechtigt sind. Die ökonomischen, sozialen und politischen Kosten der finanziellen Instabilitäten, wenn sie sich zu Krisen zuspitzen, sind einfach zu hoch.

Es wäre nach den Erfahrungen der vergangenen zehn Jahre verantwortungslos, die Finanzmärkte sich selbst zu überlassen. Allerdings gibt es angesichts der Globalisierung von Wirtschaft und Finanzen die national-

staatliche Alternative der „Selbstgenügsamkeit“, der Autarkie („national self-sufficiency“), die Keynes noch nach der Weltwirtschaftskrise der frühen 30er Jahre präferierte, nicht mehr. Daraus leitet sich die Notwendigkeit von Prävention und Bekämpfung von Krisen auf allen Ebenen, vom nationalen Bereich bis zu globalen Märkten und Institutionen ab.

Allerdings bleiben alle Regeln Stückwerk und die finanziellen Hochhäuser ohne Bodenhaftung, wenn es nicht gelingt, die realen Zinsen unter die reale Wachstumsrate zu drücken. Andernfalls bleibt die „*financial repression*“, die die letzten beiden Jahrzehnte des vergangenen Jahrhunderts gekennzeichnet hat, erhalten. Sie wird über kurz oder lang die nächste Finanzkrise auslösen. In der Türkei und in Argentinien konnte am Ende des Jahres 2000 auf die ersten Anzeichen noch rechtzeitig reagiert werden. Die internationalen Finanzinstitutionen haben aus der Asienkrise und danach durchaus gelernt. Doch manches Lernen ist pathologischer Natur, etwa wenn die Weltbank meint, den durch Volatilität und hohe Zinsen erzeugten finanziellen Problemen mit einer Erhöhung des Wachstums beikommen zu können. Das funktioniert weder ökonomisch noch sozial und vor allen Dingen nicht ökologisch. Finanzkrisen können auf diese Weise nicht verhindert werden. Im Gegenteil.

Die einzige Lösung wäre eine Senkung des realen Zinsniveaus, doch dies wird immer schwerer durchsetzbar, da sich inzwischen die Anlagestrategien darauf eingestellt haben: Unternehmen, die nach der Shareholder-Value-Philosophie wirtschaften, Sparer, die ihr Geld in Investitionsfonds stecken, und die Bürger, die ihre Alterssicherung durch Pensionsfonds teilweise absichern wollen, gieren nach möglichst hohen Zinsen, selbst wenn sie wissen oder ahnen, daß irgendwo irgendjemand im „globalen Dorf“ dafür aufkommen muß. Durch die Globalisierung ist das System in hohem Grade interdependent und zugleich ausbeuterisch. Das kann nicht gut gehen. Es ist instabil – und daher alles andere als eine einigermaßen stimmige soziale Formation.

## Literatur

- Aglietta, Michel, 2000: Ein neues Akkumulationsregime. Hamburg
- Altvater, Elmar / Mahnkopf, Birgit, 2000: „New Economy“ – nichts Neues unter dem Mond? In: WSI-Mitteilungen, Heft 12, Düsseldorf
- Altvater, Elmar / Mahnkopf, Birgit, 1999: Grenzen der Globalisierung. 4. und völlig überarbeitete Auflage, Münster
- Huffschmid, Jörg, 1999: Politische Ökonomie der Finanzmärkte. Hamburg
- Marazzi, Christian, 1999: Fetisch Geld. Zürich
- Palley, Thomas, 2000: Arbeitslosigkeit und makroökonomische Weichenstellungen. In: Lang, Sabine/ Mayer, Margit/ Scherrer, Christoph (Hg.): Jobwunder USA – Modell für Deutschland? Münster
- Prokla, 2000: Re-Regulierung der Weltwirtschaft. Heft 118, Berlin/Münster