

Die Liberalisierung der Finanzmärkte: Ein Spiel ohne Verlierer?

MARINA PONTI
DAVIDE ZANONI

Die Globalisierung der Weltwirtschaft schreitet mit großer Geschwindigkeit voran, vor allem im internationalen Finanzsystem. Die vermuteten Segnungen der Globalisierung haben sich jedoch nur ansatzweise gezeigt und sind auch nicht gleichmäßig auf alle Nationen verteilt. Die Öffnung inländischer Kapitalmärkte für ausländische Investoren bleibt weiterhin ein wesentliches Merkmal des „Washingtoner Konsenses“, auch wenn einige Fachleute die Meinung vertreten, dass die Freizügigkeit privaten Kapitals in den 1990er Jahren einer der Hauptgründe für die Finanzkrisen in den aufstrebenden Volkswirtschaften, den *emerging markets*, darstellte.

Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs ist nur in der Theorie gleichermaßen von Vorteil für die entwickelte wie die sich entwickelnde Welt; in der Praxis jedoch steigen damit die Vorteile für westliche Anleger und Banken, die die größeren Möglichkeiten zur Diversifizierung ihres Portefeuilles und zur globalen Platzierung ihrer Spargelder und Anlagen nutzen. Ausserdem bietet die Liberalisierung den Gläubigerländern neue Möglichkeiten zur Streuung ihrer Investitionen und zur besseren Verteilung der Risiken gerade zu einem Zeitpunkt, an dem deren alternde Bevölkerungen mit ihren wachsenden Pensionsfonds auf der Suche nach höheren Renditen für ihre Anlagen sind.

Ein Land kann von der größeren Freizügigkeit des Kapitals nur profitieren, wenn sein inländischer Finanzmarkt entsprechend strukturiert ist. Deshalb stellt der freie Kapitalverkehr zwar für finanziell hochentwickelte Länder ein positives Moment dar, aber sowohl die *emerging markets* als auch die Volkswirtschaften im Übergang werden ständig von unkontrollierbarer und unerwarteter Kapitalflucht sowie von plötzlichen unbegründeten Deregulierungs- und Liberalisierungsmaßnahmen bedroht. Infolgedessen bedeutet eine größere Freizügigkeit des Kapitals zunächst hohe Kosten und begrenzte Chancen für Länder mit neuen Märkten, denen es an soliden, modernen nationalen Finanzinstitutionen mangelt und die besonders anfällig sind für die Volatilität der Kapitalströme.

Die Finanzkrisen der 1990er Jahre zeigten, dass der Prozess der Liberalisierung katastrophale Folgen haben kann, wenn er nicht richtig gesteuert wird. Für Länder ohne angemessenen ordnungspolitischen und aufsichtsrechtlichen Rahmen, ohne ein richtig funktionierendes Rechtssystem und eine entsprechende Gerichtsbarkeit sowie ohne ausreichenden Schutz gegen hoch riskantes und unethisches Verhalten kann Liberalisierung zu einer extrem teuren und sehr gefährlichen Angelegenheit werden. Leider sind solche Strukturen gerade in den Schwellenländern so gut wie gar nicht vorhanden. Es ist auch eher unwahrscheinlich – obwohl es wichtig wäre – dass sich dies in näherer Zukunft ändert angesichts der dafür erforderlichen komplexen Prozesse.

Man kann jedoch provisorische Maßnahmen ergreifen, um schutzbedürftige nationale Volkswirtschaften finanziell zu stabilisieren, bis starke Finanzstrukturen geschaffen worden sind. Dazu gehören u.a. Beschränkungen der Beleihungsquoten und Konsumentenkredite, maximale Rückzahlungsfristen und minimale Anzahlungsraten. Weitere Maßnahmen, um nationale Finanzsysteme weniger anfällig zu machen, bestehen u.a. in Beschränkungen der Schulden in Auslandswährung und sorgfältigen Kontrollen zur Begrenzung des Kapitalzuflusses.

Chiles Erfahrungen mit Kapitalverkehrskontrollen in den 1990er Jahren sind ein konkretes Beispiel für solche temporären Maßnahmen. Chile führte im Juni 1991 Beschränkungen des Kapitalzuflusses ein. Anfänglich unterlagen alle Kapitalzuflüsse einer 20%igen Pflichtrücklage, die nicht verzinst wurde. Bei Laufzeiten unter einem Jahr galten die Rücklagen für die Zeit, in der das Kapital im Land blieb, während bei längeren Laufzeiten die Bardepotpflicht für ein Jahr bestand. Im Juli 1992 wurde diese Pflichtrücklage auf 30% erhöht und zwar verbindlich für ein Jahr, unabhängig von der Dauer der Anlage. Mit dieser Politik haben offizielle Stellen bisher folgende Ergebnisse erzielt:

- ein Rückgang der Geldmenge bei kurzfristigen Kapitalzuflüssen und eine Zunahme der längeren Laufzeiten. Tabelle 1 zeigt deutlich, dass die geringeren kurzfristigen Zuflüsse voll durch entsprechende Zunahmen bei längerfristigen Anlagen ausgeglichen wurden. Somit ging die Gesamtmenge der Gelder, die nach Chile flossen, infolge der Kapitalverkehrskontrollen nicht zurück;

- eine geringere Anfälligkeit des Landes gegenüber Instabilitäten auf den internationalen Finanzmärkten;
- die Fähigkeit der Zentralbank, eine unabhängige Geldpolitik zu verfolgen (trotz der bestehenden festen Wechselkurse) und große Diskrepanzen zwischen den inländischen und internationalen Zinssätzen aufrechtzuerhalten.

TABELLE 1

Bruttokapitalzufluss nach Chile (in Mio. US\$)						
Jahr	Kurzfristige Kapitalflüsse	Gesamt in Prozent	Kurzfristige Kapitalflüsse	Gesamt in Prozent	Gesamt	Rücklagen*
1988	916,564	96.3	34,838	3.7	951,402	/
1989	1,452,595	95.0	77,122	5.0	1,529,717	/
1990	1,683,149	90.3	181,419	9.7	1,864,568	/
1991	521,198	72.7	196,115	27.3	717,313	587
1992	225,197	28.9	554,072	71.1	779,269	11,424
1993	159,462	23.6	515,147	76.4	674,609	41,280
1994	161,575	16.5	819,699	83.5	981,274	87,039
1995	69,675	6.2	1,051,829	93.8	1,121,504	38,752
1996	67,254	3.2	2,042,456	96.8	2,109,710	172,320
1997	81,131	2.8	2,805,882	97.2	2,887,013	331,572

* Rücklagen der Banco Chile

Quelle: Central Bank of Chile.

Das Beispiel zeigt, dass vorübergehende Maßnahmen, wie z.B. Beschränkungen der Kapitalbewegungen, als Instrumente hilfreich sind, um finanzielle Stabilität zu gewährleisten, Finanzkrisen zu vermeiden und langfristige Kapitalzuflüsse zu fördern. Solange kein stabiles internationales Finanzsystem existiert, kann man deshalb Kapitalverkehrskontrollen als sinnvolle, sichere und positive politische Option zur Förderung von Entwicklung ansehen.

Der Bericht des Generalsekretärs der Vereinten Nationen, der für den Vorbereitungsprozess der im März 2002 in Mexiko stattfindenden Gipfelkonferenz „Financing for Development“, (Finanzierung für Entwicklung, FfD) erstellt wurde, erwähnt Kapitalverkehrskontrollen in Artikel 21 als eine temporäre Maßnahme zum Schutz wirtschaftlicher Stabilität. In den Formulierungen klingt aber deutlich durch, dass Kapitalverkehrskontrollen keinen Ersatz für notwendige Reformen im Finanzsystem darstellen sollten. Wir teilen diese Meinung, aber betonen nochmals, dass solche Reformen in den meisten Schwellenländern bisher nur ansatzweise in Angriff genommen wurden. In der Zwischenzeit sollte die internationale Gemeinschaft Sofortmaßnahmen zum Schutz nationaler Finanzstabilität empfehlen und unterstützen.

Ausserdem ist das sogenannte Politikdilemma der „Unmöglichkeit der Heiligen Dreieinigkeit“ – d.h. gleichzeitig die Freizügigkeit des Kapitals, einen festen Wechselkurs und eine unabhängige Geldpolitik zu verfolgen – in Wirklichkeit nicht gegeben. Es gibt keine überzeugenden Argumente oder Beweise, die für eine umfassende Liberalisierung der Kapitalmärkte und –bewegungen um jeden Preis sprechen. Im Gegenteil: Ad-hoc-Maßnahmen zur Kontrolle der Kapitalbewegungen, die auf die spezifischen Bedürfnisse einzelner Länder zugeschnitten sind und entsprechend umgesetzt werden, sollten von nationalen Regierungen ergriffen und von den internationalen Institutionen aktiv unterstützt werden. Auch die spekulative Beschaffenheit eines beträchtlichen Teils der Finanzströme spricht für derartige Maßnahmen.

Zur erfolgreichen Kontrolle des Kapitalverkehrs muß man die Zusammensetzung der Finanzströme analysieren und untersuchen, inwieweit sie Entwicklung unterstützen können. In den letzten zwei Jahrzehnten hat sich aus einem Gemisch von Liberalisierung, Spekulation und technischer Innovation ein Sy-

stem riesigen Ausmaßes entwickelt, das eher auf der Grundlage von Gerüchten als von wirtschaftlichen Basisdaten funktioniert. Die Hauptakteure in diesem System, u.a. Geschäfts- und Investmentbanken, tauschen jeden Tag 1.862 Milliarden US\$ bei Währungsgeschäften und im Freiverkehr (*Over the Counter Transactions – OTC*) untereinander aus. Ausserdem ist der Devisenmarkt größer geworden. Tabelle 2 zeigt, dass das Volumen der börsentäglichen Devisentransaktionen von 18,3 Milliarden US\$ 1977 auf 1,5 Billionen US\$ 1998 angestiegen sind. Fügt man noch die Transaktionen bei Derivaten hinzu, kommt man auf fast 1,6 Billionen US\$. Zugleich stieg in der Zeit von 1977 bis 1998 das Verhältnis zwischen dem Jahreswert des Devisenumsatzes und den Exporterlösen von 3,51 auf 55,97, während gleichzeitig das Verhältnis von Zentralbankreserven und täglichem Devisenumsatz von 14,5 auf nur 1 zurückging.

TABELLE 2

Durchschnittlicher Umsatz an den Devisenmärkten pro Tag 1998, nach Laufzeit unterteilt (in Mio. US\$)						
LAUFZEIT	2 TAGE	3-7 TAGE	1 JAHR	1 JAHR	GESAMT	%
1. Spot	577,737				577,737	40.1
2. Outright		65,892	58,680	5,099	129,671	9.0
3. Forward						
4. Forex swaps		530,683	192,592	10,847	734,122	50.9
Total	577,737	596,575	251,272	15,946	1,441,530	100.0
%	40.1	41.4	17.4	1.1	100.0	

Quelle: B.I.S. (1998)

Tabelle 2 zeigt, dass 40,1% der Verträge aus zweitägigen Kassamarktgeschäften bestehen, 41,7% haben Laufzeiten von 3 bis 7 Tagen und nur 1,1% laufen über mehr als ein Jahr. Es sollte festgehalten werden, dass währungsgebundene Kontrakte rein spekulativer Natur sind. Dieser Markt entzieht sich jeglicher öffentlichen Kontrolle und ist vollkommen abgekoppelt von produktiven Tätigkeiten.

TABELLE 3

Offizielle Reserven, Devisenhandel und Exporte, 1977–98					
JAH	OFFIZIELLE RESERVEN (IN BILL. US\$)	RESERVEN UND GOLD (IN BILL. US\$)	TAGES-UMSÄTZE* (IN BILL. US\$)	RESERVEN / TAGESUMSÄTZE	
	(1)	(2)	(3)	(1)/(3)	(2)/(3)
1998	1,636.1	1,972.0	1,500.0	1.0	1.3
1995	1,347.3	1,450.0	1,190.0	1.1	1.2
1992	910.8	1,022.5	820.0	1.1	1.2
1989	722.3	826.8	590.0	1.2	1.4
1986	456.0	23.0	270.0	1.7	2.0
1983	339.7	494.6	119.0	2.8	4.2
1980	386.6	468.9	82.5	4.7	5.7
1977	265.8	296.6	18.3	14.5	16.2

* ohne Derivate

Quelle: B.I.S. (1998)

Der Finanzsektor entwickelte sich unglaublich schnell im Vergleich zum internationalen Handel mit Gütern und Dienstleistungen. Der Gesamtwert der Güter, die 1998 gehandelt wurden, belief sich auf 6,7 Billionen US\$ und war damit um 14% größer als 1995. Bei den Finanzaktivitäten geht es um 76 mal größere Geldmengen als beim globalen Handel mit Gütern und Dienstleistungen: auf je-

den im Handel ausgegebenen Dollar kommen 75 US\$, die in Geldvermögen angelegt werden. Auf den Finanzmärkten sind die geldwerten Renditen – wie auch die Risiken – sehr viel höher als in der realen Wirtschaft mit der Folge, dass zunehmend Vermögenswerte aus langfristigen Produktionsinvestitionen abgezogen und in Spekulationsgeschäfte investiert werden. Wie das chilenische Beispiel bewies, können Kapitalverkehrskontrollen den Regierungen die Möglichkeit geben, langfristige Investitionen zu fördern und kurzfristige abzuschrecken, indem man sie teurer macht.

Wie Tabelle 3 andeutet, beeinträchtigen die gigantischen Ausmaße privater Geldströme auf den Finanzmärkten ernsthaft die Möglichkeit der Zentralbanken, auf spekulative Angriffe zu reagieren. Die globalen Reserven der Zentralbanken entsprechen dem, was an einem einzigen Tag an Devisen auf den Finanzmärkten bewegt wird; Daten vom März 1999 zeigen, dass sich diese Lage zunehmend verschlechtert. Auf zwei Probleme ist deshalb eine sofortige Reaktion erforderlich:

- Der Umfang der kurzfristigen Kapitalströme, vor allem massive Zuflüsse und Abflüsse spekulativer Gelder (Kassageschäfte), führen zu erheblichen Instabilitäten bei den Wechselkursen;
- Die ausufernde Liquidität der Finanzmärkte macht es nationalen Institutionen – wie z.B. den Zentralbanken – unmöglich, nationale Währungen vor spekulativen Angriffen zu schützen. Gewöhnlich kauft und verkauft eine Zentralbank die nationale Währung auf den internationalen Märkten, um den Wert der Währung relativ stabil zu halten. Die Bank kauft eigene Währung auf, wenn deren Wert durch ein Überangebot aufgrund von Verkäufen eines Anlegers bedroht ist. In der Vergangenheit hatten Zentralbanken ausreichende Reserven, um entsprechend reagieren zu können, wenn ein Anleger größere Geldmengen abstieß oder einen Angriff startete. Gegenwärtig befindet sich mehr Bargeld in Händen der Spekulanten als alle Zentralbanken der Welt zusammen besitzen. Das bedeutet, dass viele Zentralbanken ihre Währungen nicht schützen können; und wenn ein Land den Wert seiner Währung nicht verteidigen kann, verliert es die Kontrolle über seine Geldpolitik.

Die internationale Gemeinschaft sollte sich auf diese neue Situation einstellen und neue Regeln und Institutionen schaffen, die Stabilität und eine gerechtere Verteilung im Finanzsystem gewährleisten können. Die Konferenz der Vereinten Nationen über Finanzierung für Entwicklung (FfD) bietet eine einzigartige historische Gelegenheit, um einen konstruktiven Dialog über dieses Thema zwischen den verschiedenen Akteuren zu fördern: zwischen Regierungen, UN-Agenturen, den internationalen Finanzinstitutionen einschließlich der WTO, der Zivilgesellschaft und dem Privatsektor. Die wesentlichen Herausforderungen sind auf die Tagesordnung der Konferenz gesetzt worden, u.a. die Themen heimische Ressourcen für Entwicklung, private Finanzströme, Handel, öffentliche Entwicklungshilfe, Verschuldung und internationale Finanzarchitektur.

Während des Vorbereitungsprozesses und auf der Konferenz selbst wird die Zivilgesellschaft die Positionen und Entscheidungen der Regierungen sorgfältig unter die Lupe nehmen. Sollten die Entscheidungen keine Fortschritte bringen, wäre eine weitere wertvolle Gelegenheit vertan. Die Zivilgesellschaft erwartet daher u.a., dass es im Rahmen dieser Konferenz eine konsequente Diskussion über die Einführung einer Steuer auf Devisengeschäfte (currency transaction tax, CTT) geben wird. Eine Untersuchung zur CTT-Steuer wurde auf der Sondertagung der UN-Generalversammlung über Soziale Entwicklung im Juni 2000 in Genf empfohlen. Daraufhin hat der Generalsekretär der Vereinten Nationen, Kofi Annan, ein hochrangiges Gremium unter Leitung des früheren mexikanischen Präsidenten Zedillo eingesetzt. Dessen Bericht ist im Juni 2001 erschienen und bekräftigt die Forderung, die Einführung einer CTT umfassend zu prüfen.

Die Zivilgesellschaft sowie Wissenschaftler aus vielen Ländern haben bereits die Frage der wirtschaftlichen Machbarkeit einer Devisenumsatzsteuer untersucht. Die CTT-Steuer wäre eine international einheitlich erhobene Steuer, die bei allen Kassageschäften anfallen würde, bei denen entweder auf den einhei-

mischen Wertpapiermärkten oder auf den Devisenmärkten eine Währung in eine andere umgetauscht würde. Sie würde Spekulationen abschrecken, da sie den Devisenhandel verteuert. Kurzfristige Kapitalbewegungen würden im Volumen abnehmen, was wiederum größere Wechselkursstabilität zur Folge hätte.

Durch Besteuerung Stabilität zu schaffen erforderte jedoch hohe Steuersätze; dies würde aber den Betrieb auf den internationalen Finanzmärkten empfindlich beeinträchtigen. Eine geringe Gebühr auf internationale Finanztransaktionen würde zwar nicht zu Verzerrungen führen, aber ebenso wenig würde sie spekulatives Verhalten auf den Devisenmärkten verhindern. Ein möglicher Kompromiss bestünde nach den Vorschlägen von Professor Paul Bernd Spahn von der Universität Frankfurt in einem zweistufigen System: einer Minimalsteuer auf Devisentransaktionen (minimal rate transaction tax) und einem Aufschlag beim Währungsumtausch (exchange surcharge), der – als Spekulationsbremse – nur in Zeiten von Wechselkurssturbulenzen erhoben würde. Die Mindesttransaktionssteuer würde durchgängig erhoben und ein beträchtliches solides Einnahmepolster bilden, ohne die normale Liquiditätsfunktion der internationalen Finanzmärkte zu beeinträchtigen. Gleichzeitig könnte sie als Überwachungs- und Kontrollmechanismus für den Aufschlag auf Devisengeschäfte dienen, der zusammen mit der Transaktionssteuer erhoben würde. Dieser Aufschlag, der nicht fällig wird, solange die Devisenmärkte normal funktionieren, wäre nicht als Einnahmequelle gedacht, sondern als eine Art automatischer Schutzschalter, sobald spekulative Angriffe gegen einzelne Währungen unternommen würden. Eine solche Mindestschutzgebühr von z. B. zwei Basispunkten auf Devisengeschäfte würde die Kapitalkosten nur unerheblich verteuern und hätte wahrscheinlich keine Auswirkungen auf das Volumen der Devisentransaktionen. Der Aufschlag würde allerdings die negativen Auswirkungen anderer geldpolitischer Maßnahmen vermeiden, bei denen wertvolle internationale Reserven geopfert oder mehr als großzügige Zinssätze angeboten werden, um spekulative Angriffe abzuwehren. Er würde gleichzeitig auch die Erwartungen auf wiederholte Notverkäufe (bail-outs) der Zentralbanken dämpfen und unethisches Verhalten und die Auswirkungen der Finanzkrisen begrenzen.

Zusammenfassend würde die Einführung einer Devisenumsatzsteuer:

- kurzfristige spekulative Währungs- und Kapitalbewegungen verringern;
- die Unabhängigkeit in der Gestaltung nationaler Politik fördern;
- die Besteuerungskapazitäten einzelner Länder wieder aufbauen, die durch die Globalisierung der Märkte ausgehöhlt wurden;
- Steuerlasten gerechter zwischen verschiedenen Sektoren einer Volkswirtschaft verteilen;
- Kapitalbewegungen nachvollziehbar machen, um damit Steuerhinterziehung und Geldwäsche zu bekämpfen.

Ausserdem würde die Devisenumsatzsteuer Einnahmen schaffen, die für entwicklungspolitische Zwecke zur Verfügung gestellt werden könnten. Die so erzielten Einnahmen sollten jedoch nicht die Erfüllung grundsätzlicher internationaler Verpflichtungen ersetzen. Dazu gehören z. B. der international vereinbarte Umfang öffentlicher Entwicklungshilfe (0,7% des BSP), angemessene Schuldenreduzierung und Initiativen zur Schuldenstreichung sowie ausgewogenere Handelsabkommen. Diese zentralen Verpflichtungen werden alle auf der FfD-Konferenz zur Diskussion stehen.

Die Zivilgesellschaft wird sich dafür stark machen, dass diese Konferenz zu einem konkreten Erfolg wird. Unser übergreifendes Ziel ist es dabei, in einem partizipatorischen und transparenten Prozess zu einer Definition neuer Regeln für das internationale Finanzsystem auf der Grundlage einer gerechteren Umverteilung von Nutzen und Kosten zu gelangen. Umverteilung sollte im Mittelpunkt der politischen Tagesordnung dieser Konferenz und des neuen Jahrtausends insgesamt stehen, damit wir soziale und wirtschaftliche Entwicklung für alle Menschen erreichen können.

Mani Tese
<rel.esterne@manitese.it>
University of Castellanza-LIUC