

SWP

# Die internationalen Finanzmärkte

Heribert Dieter

Stiftung Wissenschaft und Politik, Berlin

SW

Heribert Dieter  
Renner-Institut  
Oktober 2004

# Re-Regulierung der internationalen Finanzmärkte

- Bestandsaufnahme: Volatile Kapitalströme, stark schwankende Wechselkurse, Finanzkrisen
- Optionen für die Stabilisierung von Wechselkursen und das Trilemma der internationalen Finanzpolitik
- Skepsis: Einzelmaßnahmen greifen zu kurz

SW

Heribert Dieter  
Renner-Institut  
Oktober 2004

# Die Umkehr der Kapitalströme

- Globalisierung - insbesondere die Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs - sollte zu stärkeren Kapitalströmen in die Entwicklungsländer führen
- Stattdessen: Seit der Asienkrise fließt Kapital aus dem Süden in den Norden, vor allem in die USA - etwa 80% der weltweiten Kapitalimporte gehen dorthin
- Amerikanische Kapitalimporte: etwa \$ 500 Mrd.
- Heute finanzieren Entwicklungs- und Schwellenländer die Entwicklung - genauer: den Konsum in den Vereinigten Staaten

SW

Heribert Dieter  
Renner-Institut  
Oktober 2004

# Kapitalflüsse in EL von 1993 bis 2003

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Privatkapital insgesamt, netto	139,1	147,5	211,5	228,8	102,2	62,1	84,8	29,4	24,9	62,4	64,9
Direktinvestitionen, netto	57,6	81,4	98,2	114,4	141,7	153,6	164,0	158,0	172,1	151,3	160,9
Portfolioinvestitionen, netto	87,6	112,8	42,7	90,2	46,7	-0,1	34,3	-4,3	-42,6	-3,0	-4,0
Andere private Kapitalflüsse, einschließlich Bankkredite, netto	-6,1	-46,8	70,5	24,1	-86,2	-91,5	-113,4	-124,3	-104,6	-85,9	-91,9
Öffentliche Kapitalflüsse, netto	50,3	5,5	26,5	-2,3	68,3	69,9	12,2	0,2	15,4	20,6	18,2

SW

Heribert Dieter  
Renner-Institut  
Oktober 2004

# Wechselkurse und die Empfehlungen des IWF: Allein flexible Kurse?

- Nach der Asienkrise vertrat der IWF den “bipolar view”: Entweder strikt fixierte Wechselkurse oder frei schwankende Kurse
- Seit dem Kollaps des argentinischen “currency board” im Jahr 2002: Nur noch flexible Kurse?
- Einspruch: Ein flexibler Wechselkurs ist für viele Entwicklungsländer keine vernünftige Empfehlung
- Solide Finanzpolitik allein ist kein ausreichender Schutz vor spekulativen Attacken

SW

Heribert Dieter  
Renner-Institut  
Oktober 2004

# Nachteile flexibler Wechselkurse

- Schwellenländer wie Brasilien und Südafrika: Keine Chance, den Wechselkurs zu stabilisieren
- Südafrika: In der zweiten Hälfte 2001 verlor der Rand 50% seines Wertes, makroökonomische Indikatoren unauffällig, Ende 2002 wieder auf Ausgangsniveau
- Brasilien: Im Herbst 2002 massive Spekulation gegen den Real, vor allem, weil ein linker Kandidat - Lula da Silva - Präsident zu werden drohte
- Interesse von Akteuren: Veränderung von Wechselkursen bringt Gewinn, Stabilität ist unerwünscht

SW

Heribert Dieter  
Renner-Institut  
Oktober 2004

# Folgen der Unsicherheit

- Die Zahl der Länder mit frei schwankenden Wechselkursen ist von 20 im Jahr 1989 auf 82 im Jahr 2003 gestiegen (free and managed floats)
- Bei schwankenden Kursen ist das Wechselkursrisiko privatisiert, d.h. Unternehmen müssen Versicherungen gegen Schwankungen kaufen, v.a. bei Banken
- Aber: Zentralbanken versuchen, auf Wechselkurse Einfluss zu behalten und sammeln Währungsreserven an
- Folge: Massiver Aufbau von Reserven in Entwicklungs- und Schwellenländern

SW

Heribert Dieter  
Renner-Institut  
Oktober 2004

# Währungsreserven 94 bis 01 in Mrd. Dollar

	94	95	96	97	98	99	2000	2001
World	<b>1,014</b>	<b>1,165</b>	<b>1,357</b>	<b>1,492</b>	<b>1,454</b>	<b>1,619</b>	<b>1,850</b>	<b>1,949</b>
All Developing Countries	<b>521</b>	<b>614</b>	<b>730</b>	<b>841</b>	<b>859</b>	<b>963</b>	<b>1,105</b>	<b>1,187</b>
Asia without Japan	<b>323</b>	<b>357</b>	<b>423</b>	<b>472</b>	<b>508</b>	<b>585</b>	<b>678</b>	<b>724</b>
America w/o USA/Can	<b>88</b>	<b>106</b>	<b>133</b>	<b>155</b>	<b>140</b>	<b>137</b>	<b>147</b>	<b>157</b>

SW

Heribert Dieter  
Renner-Institut  
Oktober 2004

# Die Kosten von Währungsreserven

- Währungsreserven - meist in Staatsanleihen gehalten - haben einen niedrigen Ertrag
- Schätzung: real nicht mehr als 2 %
- Investitionen, z.B. in Infrastruktur, Bildung, aber auch Produktion resultieren in sehr viel höheren Erträgen: Annahme 12%
- Folge: Entwicklungsländer zahlen Unsummen für Reserven - 2001 mindestens \$ 120 Mrd.
- Zum Vergleich: Entwicklungshilfe aller OECD-Länder: \$ 50 Mrd. im Jahr 2001

SW

Heribert Dieter  
Renner-Institut  
Oktober 2004

# Trilemma der internat. Finanzpolitik

- Mundell/Flemming in den frühen 1960ern: Stabile Wechselkurse (S), unabhängige Geldpolitik (U), unbeschränkter Kapitalverkehr (K): Maximal 2 von 3
- Entweder S und U= Beschränkungen des Kapitalverkehrs (Bretton Woods)
- Oder S und K= Keine unabh. Geldpolitik - Goldstand.
- Oder U und K= Schwankende Wechselkurse (heute)
- In Demokratien: Unabhängige Geldpolitik zwingend
- Ergo: Wahl zwischen festen Wechselkursen oder freiem Kapitalverkehr

SW

Heribert Dieter  
Renner-Institut  
Oktober 2004

# Intermediäre Wechselkursregime

- Auf Dauer funktioniert keines der intermediären Wechselkursregime bei unbeschränktem Kapitalverkehr
- Im Laufe der Zeit: Spekulative Attacken
- Erfolgreich: China mit Kapitalverkehrskontrollen
- Ebenso: Malaysia Beschränkungen 1998-1999
- Bretton Woods - stabile Wechselkurse, hohes Wachstum, Beschränkungen
- Keynes: Let finance be primarily national

SW

Heribert Dieter  
Renner-Institut  
Oktober 2004

# Unterstützung für Beschränkungen des Kapitalverkehrs in der OECD?

- Kapitalverkehrsbeschränkungen nur schwer zu implementieren, weil: Empfängerländer kooperieren nicht
- USA: Brauchen ausländisches Kapital, kein Interesse an Kontrollmitteilungen
- Seit 1984: Keine Besteuerung von Zinseinkünften bei Ausländern in den USA - Beihilfe zur Steuerhinterziehung und Kapitalflucht
- Utopisch, aber faszinierend: Weltweite Quellensteuer - für Herkunftsländer oder Vereinte Nationen (Hemmer)

SW

Hans-Joachim  
Renner-Institut  
Oktober 2004

# Kapitalverkehrskontrollen: Eine Option?

- Der IWF fördert den “bipolar view”, weil nur diese beiden Wechselkursregime ohne Beschränkungen des Kapitalverkehrs gut funktionieren
- Heutige Präferenz für flexible Kurse reflektiert die amerikanische Ablehnung von Kontrollen des Kapitalverkehrs
- Jüngste Beispiele: In den Freihandelsabkommen mit Chile und Singapur: Verbot von Beschränkungen des Kapitalverkehrs
- Gleicher Ansatz: Forderung von John Snow nach Freigabe des Wechselkurses des Yuan

SW

Heribert Dieter  
Renner-Institut  
Oktober 2004

# Stabilität im Zentrum?

- Banal: keine Stabilität in der Peripherie ohne Stabilität im Zentrum
- Seit dem Ende von Bretton Woods 1971 heftige Schwankungen zwischen Dollar, D-Mark bzw. Euro und Yen
- Keine Bereitschaft zur Kooperation, weder diesseits noch jenseits des Atlantik; bestenfalls in Extremsituationen
- Keine Unterstützung für eine harmonisierte Geldpolitik - erneut: Das Trilemma

SW

Heribert Dieter  
Renner-Institut  
Oktober 2004

# Kreditmärkte und Liquidität

- Zwei Vorschläge: Ein Insolvenzverfahren für Staaten oder Mehrheitsklauseln in Anleiheverträgen
- Beide Vorschläge beseitigen nicht das zentrale Problem von modernen Finanzkrisen: Die übermäßige private Kreditaufnahme im Ausland
- Ein ungelöstes Problem: Wer sorgt für Liquidität im Falle einer Panik auf den Kreditmärkten?
- Unvollständige Globalisierung: Auf nationaler Ebene gibt es viele Verfahren, die international fehlen

SW

Heribert Dieter  
Renner-Institut  
Oktober 2004

# Gläubiger der letzten Instanz

- Nationale wie internationale Finanzmärkte brauchen einen Gläubiger der letzten Instanz
- Aufgabe: Gegen den Strom Geld verleihen
- Walter Bagehot im 19. Jahrhundert: Lend freely, at penalty rates, against good collateral
- International: Bereitstellung von Sicherheiten verletzt nationale Souveränität - Beispiel Mexiko 1995
- IWF: War dies bisher nicht, weil in Krisen viel zu langsame Kreditvergabe

SW

Heribert Dieter  
Renner-Institut  
Oktober 2004

# Neugestaltung der Globalisierung oder Fragmentierung der Weltwirtschaft

- Zwei Szenarien: Erfolgreiche Rückkehr zum Multilateralismus, auch in der Handelspolitik
- Ein Vorschlag: IWF und Weltbank - Nächster IWF-Chef Amerikaner, Verlagerung des IWF nach Paris, Weltbank-Chef aus Asien
- Szenario zwei: Weitere Abkehr von der multilateralen Ordnung, regionale Lösung als Ersatz, nicht als Ergänzung zu einer globalen Ordnung
- Weniger Kooperation, mehr Konfrontation

SW

Heribert Dieter  
Renner-Institut  
Oktober 2004

# Tobin-Steuer und Spahn-Steuer

- Ziel: Stabilisierung von Wechselkursen durch geringfügige Steuer von 0,1 bis 0,25% auf alle Devisentransaktionen
- Aber: Unterscheidet nicht zwischen Spekulation und harmlosen Transaktionen
- Behindert internationale Arbeitsteilung
- Vor allem: Kein wirksames Mittel gegen Spekulation
- Zudem: Reduziert die Liquidität von Märkten
- Zweistufige Steuer (Spahn) - nur mit Kapitalverkehrsbeschränkungen - dann unnötig

SW

Heribert Dieter  
Renner-Institut  
Oktober 2004