

Hartwig, Jochen

Article

Zum Wesen der Finanzmärkte und der Notwendigkeit von Kapitalverkehrsbeschränkungen

Wirtschaft und Gesellschaft (WuG)

Provided in Cooperation with:

Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien

Suggested Citation: Hartwig, Jochen (1999) : Zum Wesen der Finanzmärkte und der Notwendigkeit von Kapitalverkehrsbeschränkungen, Wirtschaft und Gesellschaft (WuG), ISSN 0378-5130, Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien, Wien, Vol. 25, Iss. 3, pp. 265-283

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/332551>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Zum Wesen der Finanzmärkte und der Notwendigkeit von Kapitalverkehrsbeschränkungen

Jochen Hartwig

1. Einleitung

Das zentrale Theorem der Wohlfahrtsökonomik besagt, daß sich selbst überlassene Wettbewerbsmärkte über den Preismechanismus stets gleichgewichtige und effiziente Allokationen herstellen. Die Effizienz des Marktergebnisses hat zwei Facetten: Einerseits ist es nicht möglich, durch Redistribution den Nutzen eines Marktteilnehmers zu erhöhen, ohne zugleich den Nutzen eines anderen zu reduzieren (Tauscheffizienz), andererseits ist es nicht möglich, durch eine Reallokation der Produktionsfaktoren (beispielsweise von einem Land in ein anderes) den gesamten Output zu erhöhen (Produktionseffizienz).

Auf diesem Theorem beruht die wirtschaftswissenschaftliche Empfehlung an die Wirtschaftspolitik, nicht in Marktprozesse zu intervenieren und Märkte wo immer möglich zu liberalisieren. Tatsächlich sind die internationalen Gütermärkte im Rahmen des GATT und auch die Finanzmärkte seit den fünfziger Jahren (wenn auch nicht kontinuierlich) liberalisiert worden.¹ Heute halten nur noch wenige Länder Kapitalverkehrsbeschränkungen aufrecht.

Kein Bereich der Volkswirtschaft (oder der Weltwirtschaft) weist die Charakteristika eines perfekten Spotmarktes eher auf als die Finanzmärkte. Und dennoch besitzen die Finanzmärkte eine Eigenart, die sie von den Gütermärkten fundamental unterscheidet: Sie können keine im Sinne der Wohlfahrtsökonomik effiziente Allokation hervorbringen. Warum nicht? Diese Frage soll im vorliegenden Aufsatz durch die Erhellung des "Wesens" der Finanzmärkte und unter Rückgriff auf Theorieelemente von John Maynard Keynes beantwortet werden.

2. Zum Wesen der Finanzmärkte

Zunächst einmal muß gesagt sein, daß die Ansicht, Finanzmärkte würden nach denselben Prinzipien funktionieren wie beispielsweise Gütermärkte und würden ebenfalls zu effizienten Marktergebnissen führen, weit

verbreitet ist. So schreibt etwa der neue US-Finanzminister, Lawrence Summers:

"(T)he ultimate social functions [of financial markets are] spreading risks, guiding the investment of scarce capital, and processing and disseminating the information possessed by diverse traders ... (P)rices will always reflect fundamental values ... The logic of efficient markets is compelling."²

Wer diese "Effizienzmarkttheorie" des Finanzsektors akzeptiert, unterstützt damit zugleich eine bestimmte Weltsicht, was womöglich nicht jedem ihrer Anhänger voll bewußt ist. Es ist deshalb wichtig, die Grundlagen dieser Weltsicht möglichst klar herauszuarbeiten und zu begründen, warum die "Effizienzmarkttheorie" notwendig auf ihr basiert.

Die Wurzeln der hier angesprochenen Weltsicht reichen bis ins 15. Jahrhundert zurück, als der Mönch Luca Paccioli (bekannt als Erfinder der doppelten Buchführung) in seiner *Summa de arithmetica, geometria et proportionalità* folgendes Problem stellte:

"A und B spielen ein faires Spiel *Balla*. Sie kommen überein, so lange weiterzuspielen, bis einer von ihnen sechs Runden gewonnen hat. Das Spiel wird jedoch abgebrochen, als A fünf Runden und B drei Runden gewonnen hat. Wie sollten die Spieleinlagen aufgeteilt werden?"³

Diese Problemstellung führt an die Schwelle einer neuen Methode: dem Versuch, aus vergangenen Ereignissen zukünftige mit einer gewissen - quantifizierbaren - Wahrscheinlichkeit abzuleiten. Nach Lage der Dinge hätte "wahrscheinlich" A zuerst das sechste Spiel gewonnen und den Spieleinsatz kassiert, aber B war auch nicht chancenlos und hätte A noch überholen können. Es wäre also nicht fair, A den gesamten Spielgewinn zuzusprechen, wohl aber den größeren Teil. - Wie dem auch sei, eine neue Methode war geboren. Mehr noch: eine Weltsicht! Denn obwohl ein Stand von 5:3 im *Balla*-Spiel nichts über den Ausgang der nächsten Runden aussagt, schickte sich die entstehende Wahrscheinlichkeitstheorie an, einen vermeintlichen Blick in die Zukunft zu werfen mittels der Analyse früher realisierter Verteilungen. Über fünf Jahrhunderte hin zweifelte keiner der bedeutenden Promulgatoren der Wahrscheinlichkeitstheorie (Daniel Bernoulli, Carl Friedrich Gauß, Henri Poincaré, Francis Galton u.a.) daran, "im Besitz der notwendigen Werkzeuge zur Definition dessen zu sein, was die Zukunft in petto hält".⁴

Diese Sichtweise dominiert auch heute noch die Wirtschaftstheorie. Sie findet ihren Ausdruck in der Annahme, alle ökonomischen Beobachtungen seien Teile von Zeitreihen, die durch sogenannte *stochastische Prozesse* generiert wurden.⁵ Ein stochastischer Prozeß ist ein dynamischer Vorgang mit Zufallscharakter, m.a.W. eine Abbildung, die jedem Ergebnis (w) eines Zufallsvorganges eine Zeitreihe $X_t(w)$ zuordnet. Die Zeitreihe wird mithin als Zufallsvariable angesehen, und der stochastische Prozeß ist eine Folge von Zufallsvariablen. Einen stochastischen Prozeß stellt man sich am besten vor als ein "Ensemble" von möglichen Zeitpfaden (Trajektorien), von denen einer durch den Zufallsvorgang ausgewählt wird.

Dieser Konstruktion liegt also die Vorstellung zugrunde, es gäbe ein Ensemble von Makrowelten, von denen eine - unsere - durch ein Zufalls-

experiment ausgewählt wurde. Es ist nun weiterhin nötig, hinsichtlich der sogenannten empirischen Momente (Mittelwerte, Varianzen und Kovarianzen) des stochastischen Prozesses bestimmte Verteilungsannahmen zu treffen, denn da aus dem Ensemble von Trajektorien nur eine einzige pro Zeitreihe vorliegt, können diese Momente mit dem vorhandenen Datenmaterial unmöglich geschätzt werden. Unter diesen Voraussetzungen, aber nur unter diesen, folgen die ökonomischen Zeitreihen einer wohldefinierten Verteilung mit bekannten Eigenschaften, und zwar auch in der Zukunft. Da man die Verteilungsmomente kennt, kann man auch für die Zukunft angeben, was der Erwartungswert der Reihe sein wird und mit welcher Wahrscheinlichkeit sich die Ausprägung der Reihe in einem gewissen Intervall um den Erwartungswert herum befinden wird.

Wenn all diese Voraussetzungen erfüllt sind, so wird der stochastische Prozeß mit einem von Paul Samuelson in die Ökonomie eingebrachten Begriff als "ergodisch" bezeichnet.⁶ In ergodischen Systemen sind zukünftige Ereignisse immer verläßlich vorhersagbar durch die Anwendung der Wahrscheinlichkeitsanalyse auf vergangene und gegenwärtige Ereignisse. Samuelson hat die Akzeptanz der "ergodic hypothesis" zur *conditio sine qua non* dafür erklärt, daß die Ökonomie eine "harte" Wissenschaft mit empirischer Grundlage sein könne - eine Meinung, der sich später Robert E. Lucas angeschlossen hat.⁷ Tatsächlich liegen die erwähnten Annahmen auch der Neuklassischen *Theorie rationaler Erwartungen* zugrunde.

Die in Luca Pacciolis *Balla*-Spiel angelegten Reflektionen münden also in eine Weltsicht der objektiven Wahrscheinlichkeit. "The future is merely the statistical reflection of the past."⁸ *Unsicherheit* im eigentlichen Wortsinn ist abwesend, vielmehr kann das Wahrscheinlichkeitskalkül Unsicherheit auf denselben berechenbaren Status reduzieren wie die Sicherheit selbst. (Solche "berechenbaren Unsicherheiten" nennt man *Risiken*.) Die Frage ist nun allerdings, ob die Welt, in der wir leben, korrekt als ein ergodischer stochastischer Prozeß beschrieben werden kann. Dies bezweifelt Paul Davidson:

"If we do not possess, never have possessed, and conceptually never will possess an ensemble of macroeconomic worlds, then it can be logically argued that a distribution function cannot be defined. The application of the mathematical theory of stochastic processes to macroeconomic phenomena would therefore be questionable, if not in principle invalid."⁹

Die ersten Zweifler an der ergodischen Weltsicht traten nicht eher als nach dem Ende des Ersten Weltkrieges ins Rampenlicht. Es war dies eine Zeit des Umbruchs, in der Robert Brownings Diktum "Gott ist in seinem Himmel / Und die Welt in Ordnung" zunehmend an Akzeptanz verlor. Bereits das erste Jahrzehnt des 20. Jahrhunderts, also die Zeit, in der diese Zweifler ihr Menschen- und Weltbild ausformten, war eine Zeit, in der die "irrationalen Kräfte" an Boden gewannen, wie die amerikanische Historikerin Barbara Tuchman schreibt.¹⁰ Der Liberalismus befand sich in der Krise. Seine Verheißung einer freien Wohlstandsgesellschaft als Resultat des Laissez-Faire-Credos scheiterte an der Realität, in der Hungerlöhne und Arbeitslo-

sigkeit an der Tagesordnung waren. Mit der Sozialpsychologie entstand ein neuer Wissenschaftszweig, der das liberale Menschenbild als ein Zerrbild entlarvte und die Rolle von Emotionen und Instinkten als Verhaltensgrundlage untersuchen wollte. In seiner 1909 erschienenen Studie *Democracy and Reaction* kam L. T. Hobhouse zu dem Schluß, daß sich die Menschen gerade dort, wo es um ihre eigenen Belange geht, nicht vernünftig verhalten und "auch dann nicht überlegen, wenn sie die Zeit dazu hätten."¹¹ 1908 und 1909 analysierte der Arzt Wilfred Trotter erstmals in zwei Aufsätzen das Phänomen des "Herdenverhaltens" und kam zu dem Ergebnis, daß das menschliche Verhalten - weit entfernt davon, rationalen Nutzenmaximierungskalkülen zu folgen - durch das Unbewußte bestimmte werde, eine Kraft, die "keine Individualität, keine Willensfreiheit und keine Selbstbeherrschung" kenne.¹² "Aufgrund des dem Menschen innewohnenden Dranges nach Anerkennung durch die Gesellschaft [sei] er dieser Kraft unbarmherzig ausgeliefert und von der Gruppenreaktion abhängig."¹³ Das Gemetzel des Ersten Weltkrieges versetzte schließlich dem das Viktorianische Zeitalter kennzeichnenden Optimismus in bezug auf die menschliche Rationalität den Todesstoß.

Der erste Ökonom, der der ergodischen Weltsicht eine Alternative entgegenstellte, war der Chicagoer Professor Frank H. Knight. Er schrieb 1921 in seiner Dissertation:

"Ungewißheit muß in einem radikal anderen Sinn als in dem uns vertrauten Begriff vom Risiko verstanden werden, von dem sie bisher nie sauber getrennt worden ist ... Wie sich herausstellen wird, ist eine meßbare Ungewißheit bzw. ein 'Risiko' im wahren Sinn des Wortes ... so sehr von einer durch Messen nicht faßbaren Ungewißheit verschieden, daß sie in Wahrheit überhaupt keine Ungewißheit ist."¹⁴

Knight definiert hier "Ungewißheit" als Alternativstellung zur Ergodizität, denn "(u)nder the ergodic axiom, probability is knowledge, not uncertainty."¹⁵ So war er auch "skeptisch, daß wir aus einer empirischen Auswertung vergangener Vorkommnisse [im Hinblick auf die Zukunft] viel lernen könnten."¹⁶

Auch John Maynard Keynes griff die neuen Erkenntnisse seiner Epoche über das Wesen des Menschen auf und baute sie in seine makroökonomische Theorie ein. Er lehnte es rundheraus ab, den Menschen als die "Rechenmaschine" zu betrachten, die er sein müßte, um der *homo oeconomicus*-These zu entsprechen:

"The attribution of rationality to human nature, instead of enriching it, now seems to me to have impoverished it. It ignored certain powerful and valuable springs of feeling."¹⁷

"In truth it was the Benthamite calculus, based on an over-valuation of the economic criterion, which was destroying the quality of the popular Ideal."¹⁸

Aber Keynes lehnte die neoklassische Sicht des Menschen nicht nur aus idealistischen Motiven heraus ab. Vielmehr hielt er sie für *unrealistisch*. Es ist gesagt worden, Keynes' *Allgemeine Theorie* und die Neoklassik würden sich durch ihren wissenschaftstheoretischen Status unterscheiden: Wäh-

rend die Neoklassik die Handlungen eines "idealen", d.h. "wahlhandlungstheoretisch stilisierten" Menschen modelliere, wolle Keynes eine Theorie für die "reale Welt", d.h. den Menschen, wie er wirklich ist, ausarbeiten.¹⁹ Zweifellos war es ein starkes Anliegen von Keynes, mit seiner Theorie die Realität zu erklären, aber auch die Vertreter der "ergodic hypothesis" erheben den Anspruch auf Realitätsnähe: Die Realität ist in ihrer Ausprägung Resultat eines ergodischen stochastischen Prozesses. Daraus folgt nicht, daß man die Zukunft kennt, aber man kennt ihre Wahrscheinlichkeitsverteilung!

Diese Weltsicht teilte Keynes nicht. Genau wie für Frank Knight birgt die Zukunft für ihn eine Ungewißheit, die sich nicht auf berechenbare "Risiken" reduzieren läßt:

"Wir wollen uns lediglich erinnern, daß menschliche Entscheidungen, welche die Zukunft beeinflussen, ob persönlicher, politischer oder wirtschaftlicher Art, sich nicht auf strenge mathematische Erwartung stützen können, weil die Grundlage für solche Berechnungen nicht besteht; und daß es unser angeborener Drang zur Tätigkeit ist, der die Räder in Bewegung setzt, wobei unser vernünftiges Ich nach bestem Können seine Wahl trifft, rechnend, wo es kann, aber oft für seine Beweggründe zurückfallend auf Laune, Gefühl oder Zufall."²⁰

Keynes' Weltsicht - die *nicht-ergodische Weltsicht* - wird den weiteren Ausführungen zugrunde gelegt. Es ist dies eine bewußte Entscheidung, eine Stellungnahme des Verfassers. Die "*ergodic hypothesis*" ist ein Axiom und läßt sich als solches nicht widerlegen. Jeder muß selbst entscheiden, ob er die Zukunft als statistische Reflexion der Vergangenheit begreifen will oder nicht.

Wir stehen nunmehr an der Schwelle unseres eigentlichen Themas - der Frage nach dem Wesen der Finanzmärkte, zu dessen Behandlung aber die intensive Erörterung des "Axioms der Ergodizität" unerläßlich war. Denn nur wer dieses Axiom aufrechterhält, kann die Finanzmärkte als effiziente Allokationsmechanismen begreifen. Wenn keine fundamentale Ungewißheit herrscht und die Risiken der Zukunft berechnet werden können, so spiegelt der Marktwert eines jeden auf den Finanzmärkten gehandelten Aktivums den Gegenwartswert der zukünftig durch das Eigentum an diesem Aktivum anzueignenden *Cash-flows* wider. Wenn neue Informationen über die Zukunft eintreffen oder der Zinssatz sich ändert (der zur Abdiskontierung der künftigen *Cash-flows* dient), verändert sich auch der Gegenwartswert. Deshalb schwanken die Kurse an den Börsen und den übrigen Finanzmärkten. Trotz dieser Schwankungen ist die Allokation auf diesen Märkten in jedem Augenblick effizient, denn die Ressourcen werden stets in die produktivsten Verwendungen gelenkt, das sind die Aktiva mit den höchsten Gegenwartswerten. Der Konkurrenzmechanismus bewirkt, daß alle Kurse sich in Richtung auf die Gegenwartswerte ihrer *Cash-flows* bewegen, und es stellt sich ein Marktgleichgewicht ein. Soweit die *ergodische* Sichtweise.

Warum die *nicht-ergodische* Sichtweise gerade für den Finanzmarktbereich zu gänzlich anderen Schlüssen kommt, muß mit Keynes' Analyse des Zusammenhangs von Geld und Unsicherheit begründet werden, die er

am deutlichsten 1937 in dem Aufsatz *The General Theory of Employment* dargelegt hat. Daraus soll deshalb hier eine längere Passage zitiert werden:

"By 'uncertain' knowledge, let me explain, I do not mean merely to distinguish what is known for certain from what is only probable. ... The sense in which I am using the term is that in which the prospect of a European war is uncertain, or the price of copper and the rate of interest twenty years hence, or the obsolescence of a new invention, or the position of private wealth-owners in the social system in 1970. About these matters there is no scientific basis on which to form any calculable probability whatever. We simply do not know."²¹

Keynes erläutert im Anschluß die Techniken, mit denen die Wirtschaftssubjekte mit dieser Unsicherheit in der Praxis umgehen. Dies seien 1.) Ignoranz gegenüber zukünftigen Änderungen, 2.) Vertrauen darauf, daß die gegenwärtigen Zustände in die Zukunft extrapoliert werden können, und 3.) Anpassung an das Verhalten der Mehrheit. Er fährt dann fort:

"Now a practical theory of the future based on these three principles has certain marked characteristics. In particular, being based on so flimsy a foundation, it is subject to sudden and violent changes. The practice of calmness and immobility, of certainty and security, suddenly breaks down. New fears and hopes will, without warning, take charge of human conduct. The forces of disillusion may suddenly impose a new conventional basis of valuation. All these pretty, polite techniques, made for a well-panelled board room and a nicely regulated market, are liable to collapse. At all times the vague panic fears and equally vague and unreasoned hopes are not really lulled and lie but a little way below the surface. ... I accuse the classical economic theory of being itself one of these pretty, polite techniques which tries to deal with the present by abstracting from the fact that we know very little about the future. ... This is particularly the case in his [the classical economist's, d. Verf.] treatment of money and interest. And our first step must be to elucidate more clearly the functions of money. ... Because, partly on reasonable and partly on instinctive grounds, our desire to hold money as a store of wealth is a barometer of the degree of our distrust of our own calculations and conventions concerning the future. ... The possession of actual money lulls our disquietude; and the premium which we require to make us part with money is the measure of the degree of our disquietude. The significance of this characteristic of money has usually been overlooked; and in so far as it has been noticed, *the essential nature of the phenomenon* has been misdescribed."²²

Aus Keynes'scher Sicht befindet sich jeder Mensch in einem Zustand fundamentaler Unsicherheit. Unter Unsicherheitsbedingungen bedeutet Rationalverhalten etwas anderes als unter Sicherheit. Keynes hat den Menschen keineswegs per se als "irrational" angesehen, nur ist es so, "daß unser herkömmlicher Begriff von Rationalität ein Verhaltensmuster als 'rational' deklariert, das aber nur zum Teil erfaßt, wie rationale Menschen ihre Entscheidungen treffen."²³ Unter Unsicherheit ist es rational, Geld zu halten, und zwar "teilweise aus vernünftigen und teilweise aus instinktiven

Gründen" (s.o.). Die "vernünftigen Gründe" werden von der "keynesianischen" Liquiditätspräferenztheorie beschrieben: Geld wird "nachgefragt", um Transaktionen durchzuführen oder weil auf fallende Kurse bzw. steigende Zinsen auf den Finanzmärkten spekuliert wird. Der "instinktive Grund" ist aber der entscheidende: *Wesentliche* Eigenschaft des Geldes ist für Keynes, daß sein Besitz die Unsicherheit über die Zukunft "einlullt". Deshalb trennen sich die Menschen auch nur von ihrem Geld, wenn sie mehr Geld dafür bekommen; und dieses "Mehr" ist der Zins. Je ängstlicher die Menschen in bezug auf ihre zukünftige Situation sind, desto höher muß der Zins sein, der sie zur Aufgabe der Verfügungsmacht über ihr Geld veranlassen kann.

Keynes erfaßt mit seiner Betonung der Unsicherheit die grundlegende Situation des Menschen im Kapitalismus, nämlich die Tatsache, daß für die Menschen der gesellschaftliche Zusammenhang, in dem sie als vereinzelte "Wirtschaftssubjekte" stehen, von vornherein nicht durchschaubar ist und daß sich die gesamtwirtschaftlichen Ergebnisse ihrer individuell verfolgten Ziele "hinter ihrem Rücken" (Marx) einstellen. Widersprüche zwischen Planung und Resultat können daher von niemanden a priori ausgeschlossen werden.

Geld ist für Keynes das Mittel, mit dem die Menschen ihre unsichere Stellung in den Griff zu bekommen versuchen. Geldbesitz schützt sie in einer unsicheren Welt vor der Gefahr, vertraglichen Verpflichtungen nicht nachkommen zu können, und stiftet Nutzen, weil es von der Angst frei macht, insolvent oder gar bankrott zu werden.²⁴ Deshalb verlangen die Akteure auf den Finanzmärkten für ihr Kapital nicht nur Verzinsung, sondern auch Liquiditätsnähe. Auch, wer sein Geld in Anlagekapital verwandeln kann, muß sicherstellen, daß er zu dem Zeitpunkt, wenn in Geld zu begleichende Verpflichtungen fällig werden, wieder liquide ist. *Das Wesen der Finanzmärkte ist nicht, Effizienz herzustellen, sondern Liquidität bereitzustellen.* Effizienz und Liquidität schließen sich gegenseitig aus. "An efficient market is a market without liquidity."²⁵ Und zwar aus folgendem Grund: Keynes hat bereits darauf hingewiesen, "daß es für das Gemeinwesen als Ganzes so etwas wie die Liquidität der Investition nicht gibt."²⁶ Die Unternehmen und der Staat nehmen als Schuldner Kapital an den Finanzmärkten auf und investieren es in langfristige "reale" Projekte. Dieses Kapital ist illiquide. Aber der einzelne Finanzmarktinvestor kann seinen erworbenen Beteiligungs- oder Schuldtitel jederzeit verkaufen, d.h. in Geld zurückverwandeln. Er muß dies auch tun können, denn bei der heutigen Trennung von Eigentum und Leitung von Kapitalgesellschaften würde die Nicht-Liquidierbarkeit von getätigten Investitionen für den einzelnen bedeuten, daß er sein Geld für einen längeren Zeitraum festlegt, über den Unsicherheit herrscht, ohne eine Kontrolle über die Verwendung des Geldes zu haben.²⁷ Dies würde er nur in einer "ergodischen" Umwelt tun, in der weder die zukünftigen Kapitalerträge noch die Zeitpunkte von allfälligem Geldbedarf unsicher sind. Dann würde auch kein konzeptioneller Unterschied zwischen der Finanzmarktinvestition des privaten Investors und der Realinvestition des Unternehmens oder des

Staates bestehen, die sich am Kapital- oder Geldmarkt finanzieren. Der Finanzinvestor würde dem Realinvestor gewissermaßen das Geld direkt überreichen, um damit das langfristige Projekt zu finanzieren, das er wegen dessen hohen Gegenwartswertes finanzieren will. Der Finanzinvestor weiß, welches die produktivsten Verwendungen für sein Kapital sind, also diejenigen mit dem höchsten Gegenwartswert des *Cash-flows*. Er investiert in diese Titel. Der Markt ist effizient. Eine zwischenzeitliche Loslösung des Investors von seinem Engagement ist nicht beabsichtigt; Liquidität des Finanzmarktes ist überflüssig. Zwischen der Effizienz und der Liquidität eines Finanzmarktes besteht daher ein Widerspruch, der schon Keynes zu folgender Äußerung veranlaßte:

"Das Schauspiel moderner Investitionsmärkte hat mich hie und da zu der Folgerung getrieben, daß die Unauflösbarkeit des Kaufes einer Investition, von Todesfällen und anderen schwerwiegenden Gründen abgesehen, nach dem Vorbild der Heirat, ein gutes Heilmittel gegen die Übel unserer Zeit sein könnte. Denn dies würde den Investor zwingen, seine Aufmerksamkeit den langfristigen Aussichten, und nur diesen zuzuwenden."²⁸

Es stellt sich nun aber die Frage, ob die Liquidität der Finanzmärkte, m.a.W. ihre Funktion für den Einzelinvestor, seine Beteiligungen an fixem Kapital jederzeit wieder in Geld zurückverwandeln zu können, tatsächlich als *Ursache* für den Effizienzmangel dieser Märkte angesehen werden kann. Im Grunde scheinen der Mangel an Effizienz und das Bedürfnis nach Liquidität aus derselben Wurzel zu erwachsen: der Nicht-Ergodizität der Welt, an welcher nichts zu ändern ist. Wäre es nicht möglich, daß die Finanzmarktinvestoren, obwohl sie die von Summers (im Eingangszitat dieses Artikels) sogenannten *fundamental values* niemals wirklich kennen, da sie die Zukunft nicht berechnen können, und obwohl sie aufgrund dieser Unsicherheit auf der Liquidierbarkeit ihrer Engagements bestehen, sich trotzdem "rechnend, wo sie es können, oder aber zurückfallend auf Laune, Gefühl oder Zufall" an ihnen zu orientieren versuchen? Wären nicht Finanzmärkte vorstellbar, auf denen Liquidität gewährleistet ist, auf denen die Akteure aber trotzdem nur langfristige Engagements in Titel mit den besten Fundamentaldaten eingehen? Könnte man in diesem Fall nicht zumindest von einer "Quasi-Effizienz" der Finanzmärkte sprechen?

Wie sich herausstellen wird, zielen diese Fragen in die richtige Richtung und decken auch den eigentlichen Mangel in der Finanzmarktarchitektur auf. Aber letztlich ist es - diesen Erwägungen zum Trotz - doch die Liquiditätsnähe der Titel, die selbst eine "Quasi-Effizienz" der Finanzmärkte konterkariert. Denn wenn alle Engagements problemlos liquidiert werden können, so verspricht ein ganz spezielles Verhalten den Finanzinvestoren den höchsten Gewinn. Keynes unterscheidet zwei Verhaltensweisen von Finanzmarktakteuren: die "Unternehmungslust", das ist die "Tätigkeit der Voraussage des voraussichtlichen Ertragnisses von Vermögensbeständen während ihrer ganzen Lebensdauer" und die "Spekulation", die "Tätigkeit der Voraussage der Marktpsychologie".²⁹ Keynes würde sich ein Überwiegen der "Unternehmungslust" wünschen, denn auch wenn diese sich "(k)aum

mehr als eine Forschungsreise zum Südpol ... auf eine genaue Berechnung der Verdienste, die da kommen sollen"³⁰ stützen kann, so bringt doch, wer von der "Unternehmungslust" angetrieben wird, die "richtige Einstellung" mit. Wenn die "Unternehmungslust" die Börsen und anderen Finanzmärkte dominierte, würde die Kursentwicklung besonnener und stetiger verlaufen. Die Märkte würden "quasi-effizienter".

Wenn man berücksichtigt, daß die Realinvestitionen einer Wirtschaftsperiode mit den Börsenkursen stark verknüpft sind, weil es sich nicht lohnt, neu zu investieren, wenn eine ähnliche Firma billiger gekauft werden kann, so wird verständlich, daß die Volatilität der Finanzmärkte auf den realen Sektor der Ökonomie überschwappt und dort um so größere Unsicherheit in die Investitionsplanung hineinbringt, je volatiler die Finanzmärkte sich entwickeln. Je größer die Unsicherheit, desto geringer aber die Gesamtsumme der getätigten Investitionen.³¹ Durch ein Überwiegen der "Unternehmungslust" über die Spekulation würden auch die negativen Spillovereffekte in den realen Bereich der Wirtschaft gemildert.

Leider dominiert jedoch nicht die "Unternehmungslust", sondern die Spekulation die Finanzmärkte. Letzte Ursache hierfür ist wiederum die Nicht-Ergodizität. Es ist einfach sehr schwierig, auf die längere Frist auch nur intuitiv verlässliche Vorhersagen zu machen.³² Daher, so Keynes, würden die Finanzmarktteilnehmer eine stillschweigende "Übereinkunft" halten, und zwar, "die bestehende Marktbewertung, wie sie auch immer erreicht wurde", tatsächlich für den Gegenwartswert der zukünftigen Erträge zu halten. Diese "Übereinkunft" läuft darauf hinaus, "daß die bestehende Geschäftslage unendlich andauern wird", und ist damit eine der oben erwähnten Techniken, mit denen die Wirtschaftssubjekte in der Praxis mit Unsicherheit umgehen. Sie halten die Marktbewertung für "eindeutig richtig ..., obschon sie, philosophisch gesprochen, nicht eindeutig richtig sein kann, weil die Kenntnis, die wir haben, keine genügende Grundlage für eine berechnete mathematische Erwartung schafft".³³

Die "Übereinkunft" der Finanzmarktakteure ist eine Voraussetzung dafür, daß den Finanzmärkten Geld überhaupt zugeführt wird, weil aus ihr folgt, daß nur "Neuigkeiten", also nur auf die nahe Zukunft bezogene Informationen, die Bewertung der Kapitalien ändern können. Jeder Investor kann "im Bilde" bleiben. Das erhöht die Bereitschaft zu Wagnissen. Oben wurde jedoch als Hauptbedingung für die Übernahme jeglicher Wagnisse die jederzeitige Liquidierbarkeit der Engagements festgehalten. Daß allen Akteuren die Liquidität des Marktes bekannt ist, führt nun zu einer Dominanz der Spekulation auf diesen Märkten. Aufgrund der "Übereinkunft" brauchen Voraussagen über eventuelle langfristige Erträgnisse nicht mehr angestellt zu werden; die Liquidität des Marktes zwingt die Finanzinvestoren dazu, die voraussichtlichen kurzfristigen Änderungen in den Bewertungen vor dem "Publikum" zu erkennen, den "Markt zu schlagen". Keynes verwendet für diesen "Wettlauf der Gerissenheit", der auf einem illiquiden Markt weder möglich noch nötig (im Sinne von einträglich oder zur Abwehr von Verlusten erforderlich) wäre, das Bild eines Schönheitswettbewerbs, bei dem als Juror

der gewinnt, dessen Wahl mit der durchschnittlichen Vorliebe aller Juroren übereinstimmt.³⁴ Die Spekulation, der Versuch, "besser als die Masse zu raten, wie sich die Masse verhalten wird"³⁵, ist "nicht das Ergebnis eines verschrobenen Hanges. Es ist ... die unvermeidliche Folge dessen, daß Investitionsmärkte mit dem Blick auf die sogenannte 'Liquidität' eingerichtet sind"³⁶:

"Denn es hat keinen Sinn, für eine Investition 25 zu bezahlen, von der man glaubt, daß ihr voraussichtliches Erträgnis 30 rechtfertigt, wenn man gleichzeitig glaubt, daß der Markt sie nach drei Monaten mit 20 bewerten wird."³⁷

Das heißt: Die oben gestellte Frage, ob es nicht auch liquide Finanzmärkte geben könnte, die "quasi-effizient" bzw. im Keynes'schen Jargon: durch ein Überwiegen der "Unternehmungslust" gekennzeichnet sind, ist mit Nein zu beantworten. Die Liquidität macht unvermeidlich die Spekulation zum dominanten Prinzip. Gerade mit "der Verbesserung der Organisation von Investitionsmärkten nimmt die Gefahr zu, daß die Spekulation die Oberhand gewinnt".³⁸ "Wellen von Optimismus und Pessimismus" werden die Finanzmärkte erfassen³⁹ und auf den realen Bereich der Wirtschaft übergreifen:

"Spekulanten mögen unschädlich sein als Seifenblasen auf einem steten Strom der Unternehmungslust. Aber die Lage wird ernsthaft, wenn die Unternehmungslust die Seifenblase auf einem Strudel der Spekulation wird. Wenn die Kapitalentwicklung eines Landes das Nebenerzeugnis der Tätigkeiten eines Spielsaales wird, wird die Arbeit voraussichtlich schlecht getan werden. Wall Street, als Einrichtung betrachtet, deren eigentlicher sozialer Zweck die Leitung neuer Investitionen in die einträglichsten Kanäle, in Größen des zukünftigen Erträgnisses gemessen, ist, kann nicht den Anspruch darauf erheben, daß der von ihr erreichte Erfolgsgrad ein hervorstechender Triumph des *laissez-faire* Kapitalismus ist - was nicht überraschen kann, wenn meine Annahme richtig ist, daß die besten Köpfe von Wall Street in der Tat auf eine andere Aufgabe gerichtet sind."⁴⁰

Zusammenfassend ist festzustellen: Von realen Finanzmärkten in einer nicht-ergodischen Welt verlangen die Akteure Liquidität. Diese Märkte können nicht effizient sein. Effizienz von Finanzmärkten ist nur in einer ergodischen Welt möglich, in der Liquidität nicht als Mittel zur Bewältigung von Unsicherheit dienen muß. Charakteristikum realer Finanzmärkte in einer nicht-ergodischen Welt ist, daß die Akteure aufgrund ihres Unvermögens die "richtige" Marktbewertung eines Aktivums aus seiner langfristigen "Grenzleistungsfähigkeit" zu berechnen, aber vor allem, weil die Liquidität des Marktes ihnen keine andere Wahl läßt, der Spekulation über die kurzfristige Entwicklung der Titel den Vorzug vor der "Unternehmungslust" geben. Dadurch wird die Volatilität der Bewertung sehr erhöht.

Gibt es also keinen Ausweg? Kann ein Überwiegen der "Unternehmungslust" auf den Finanzmärkten nicht erreicht werden? Keynes gibt darauf eine einfache Antwort: Doch, und zwar durch Fernhalten der Spekulanten!

"Man gibt allgemein zu, daß Spielsäle im öffentlichen Interesse unzugänglich und kostspielig sein sollten, und das gleiche gilt vielleicht von Wertpa-

pierbörsen ... Die Spanne des Effektenhändlers, die hohen Maklergebühren, die hohe an den Schatzkanzler zu bezahlende Umsatzsteuer, die mit den Geschäften auf der Londoner Börse verbunden sind, verringern die Liquidität des Marktes genügend ..., um einen großen Teil der für Wall Street kennzeichnenden Geschäfte fernzuhalten. Die Einführung einer beträchtlichen Umsatzsteuer auf alle Abschlüsse dürfte sich als die zweckmäßigste verfügbare Reform erweisen, um die Vorherrschaft der Spekulation über die Unternehmungslust in den Vereinigten Staaten abzuschwächen."⁴¹

Durch die Begrenzung des Marktzugangs und die Beschränkung des Kapitalverkehrs wird der Markt "dünner", die Liquidität verringert, aber die Effizienz gesteigert, da die Erwartungen über zukünftige *Cash-flows* (so gut sie eben gebildet werden können) die Anlageentscheidungen dominieren und nicht mehr der Wunsch, "den Markt zu schlagen". Die Marktentwicklung wird verstetigt, negative Spillovereffekte in den realen Bereich der Wirtschaft werden reduziert. Muß man befürchten, daß sich Unternehmen unter solchen Bedingungen nicht mehr werden finanzieren können? Sicherlich besteht ein "Dilemma" darin, daß der einzelne Investor bei einer Verringerung oder Verteuerung der Liquidität von Finanzinvestitionen weniger bereit ist, solche Investitionen überhaupt zu tätigen.⁴² Andererseits bedeutet jede Attraktivitätsminderung von Finanzinvestitionen eine relative Erhöhung der Attraktivität von direkten Investitionen in den realen Bereich. Außerdem würde den Unternehmen und dem Staat neben den beschränkten Finanzmärkten auch das Bankensystem als Finanzierungsquelle zur Verfügung stehen.

Die wesentlichen Eigenschaften der Finanzmärkte in einer nicht-ergodischen Welt bewirken, daß die Empfehlungen der Neoklassik umgekehrt werden müssen: Liberalisierung steigert die Effizienz eines Marktes nur dort, wo der Markt seinem Wesen nach überhaupt effizient sein kann. (Dies scheint z.B. im Gütermarktbereich gegeben zu sein.⁴³) Im Finanzmarktbereich bewirkt die wesentliche Eigenschaft des Geldes, nämlich, als Mittel zur Bewältigung von Unsicherheit zu dienen, eine absolute Dominanz der Liquiditätsfunktion gegenüber der Funktion, effiziente Kapitalallokationen zu bewirken. Damit einher geht notwendigerweise eine Dominanz der Spekulation. Die Effizienz der Finanzmärkte im wohlfahrts-theoretischen Sinn ist ein unerreichbares Ziel. Aber die "Quasi-Effizienz" dieser Märkte (im Sinne ihrer Orientierung auf die langfristigen Ertragsaussichten der Anlagen) ist gerade nicht durch mehr Liberalisierung, sondern nur über eine Verringerung der Liquidität durch Beschränkung der Marktoperationen möglich.

3. Zur Notwendigkeit von Kapitalverkehrsbeschränkungen

Wir haben argumentiert, daß die Finanzmärkte unfähig sind, für eine effiziente Allokation von Kapital zu sorgen und daß aus theoretischen Erwägungen heraus die Liberalisierung der Finanzmärkte seit den fünfziger Jahren mehr Schaden als Nutzen gestiftet haben dürfte. Die empirischen Er-

fahrungen mit liberalisierten Finanzmärkten deuten in dieselbe Richtung. Betrachtet man die Entwicklung der Weltwirtschaft nach dem Zweiten Weltkrieg, so stellt man fest, daß die noch durch eine relativ starke Regulierung des Kapitalverkehrs gekennzeichneten früheren Jahre in den Makrodaten besser abschneiden als die durch den Trend zur Liberalisierung der Finanzmärkte charakterisierten achtziger und neunziger Jahre. So sank die jährliche Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsprodukts (im 12-Jahres-Durchschnitt) in den OECD-Staaten von 4,8% (1959-1970) auf 2,8% (1983-1994). Die Wachstumsrate der Bruttoanlageinvestitionen zu konstanten Preisen bildete sich von 6,1% (1959-1970) auf 3,8% (1983-1994) zurück.⁴⁴ Gelegentlich wird behauptet, daß gerade die Entwicklungs- und Schwellenländer von der Liberalisierung des Kapitalverkehrs profitieren könnten, durch welche sie Zugang zu ausländischem Kapital erhielten. Aber auch für diese Ländergruppe gilt, daß die jährliche Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsprodukts im Durchschnitt der Jahre von 1950 bis 1973 noch bei 5,5% gelegen hat und zwischen 1981 und 1990 auf 3,3% zurückgegangen ist.⁴⁵

Es gibt theoretische Gründe, die einen Kausalzusammenhang zwischen der Liberalisierung der Finanzmärkte und der weltweiten Wachstumsabschwächung herstellen, und diese sind oben bereits ausgeführt worden: Je mehr die Finanzmärkte liberalisiert werden, desto stärker wird die Spekulation und desto volatiler werden die Notierungen. Manager, die über reale Investitionsprojekte zu entscheiden haben, sehen sich der Möglichkeit gegenüber, daß unvorhersehbare Wechselkursentwicklungen die Profitabilität eines Projektes gefährden können. Eventuell unterbleiben etliche Realinvestitionen, die ansonsten getätigt worden wären, oder die Manager versuchen, sich durch *Forward*-Kontrakte gegen die unerwünschten Ausschläge abzusichern.⁴⁶ Aber auch dadurch wird die Realinvestition verteuert. Um mit Keynes zu sprechen: Ihre "Grenzleistungsfähigkeit" wird herabgesetzt. So kann der Rückgang des Wachstums der Realinvestitionen auf die Liberalisierung der Finanzmärkte zurückgeführt werden, und die Wachstumsverlangsamung der Realeinkommen auf das schleppende Wachstum der Investitionen. Selbst, wer die angeführte Kausalkette nicht akzeptiert und die globale Wachstumsabschwächung auf andere Ursachen zurückführt, muß zugeben, daß die Finanzmarktliberalisierung jedenfalls nicht die ihr von der neoklassischen Theorie zugeschriebenen Wachstumsimpulse gebracht zu haben scheint.

Ein weiteres empirisches Phänomen, welches die Finanzmarktliberalisierung ins Zwielicht rückt, sind die periodisch auftretenden Finanzkrisen, zuletzt 1994/95 in Mexiko und 1997/98 in Südostasien. Das Sekretariat der UNCTAD hat festgestellt, daß all diese Finanzkrisen gemeinsame Charakteristika aufweisen:

- "1. Vorgängig sind eine finanzmarktpolitische Deregulierung und - bei Währungsinstabilitäten - eine Liberalisierung auf dem Kapitalmarkt erfolgt.
2. Bankenkrisen hängen zusammen mit übermäßiger und oft 'herdentrieb-ähnlicher' Darlehensvergabe auf bestimmte Aktiven wie Grundeigentum

oder Wertschriften mit meist spekulativer Überzeichnung, und dies oft - aber nicht immer - unter der Vorgabe schwacher Regulierung und Überwachung des Finanzmarktes."⁴⁷

Die Finanzkrisen haben zum Teil katastrophale Auswirkungen auf die Realwirtschaften. In Indonesien war 1998 eine Kontraktion des Bruttoinlandsprodukts von 13,7% zu beklagen, nach einem Wachstum von 5% noch 1997. Für Malaysia lauten die Zahlen: -4,8% (1998) gegenüber +7,8% (1997).⁴⁸ Dieser Umschwung wurde verursacht durch einen Umschwung in den Kapitalbewegungen, welcher seinerseits auf "*sudden and violent changes*" hinsichtlich der Marktbewertung asiatischer Finanztitel zurückzuführen ist, welche nach Keynes so typisch für das Geschehen auf Finanzmärkten sind. Nachdem noch 1996 netto 93 Mrd. US-\$ nach Indonesien, Malaysia, Südkorea, Thailand und den Philippinen geflossen waren, wurden 1997 netto 12 Mrd. US-\$ abgezogen.⁴⁹ 1998 setzte sich dieser Trend fort. In den Herkunftsländern wurde das abgezogene Kapital liquide gehalten. So stiegen beispielsweise in Deutschland die kurzfristigen Komponenten des Geldmengenaggregats M3 im August 1998, als die Asienkrise eskalierte, stark an.⁵⁰ Der empirische Befund stützt in allen Punkten die Analyse des "Wesens der Finanzmärkte" auf der Grundlage der Theorie von Keynes.⁵¹

Die Formulierung "oft - aber nicht immer" würden Finanzkrisen mit einer schwachen Überwachung des Finanzmarktes einhergehen, deutet auch an, daß Vorschläge in die falsche Richtung zielen, die zukünftige Finanzkrisen durch eine Stärkung des institutionellen Rahmens der Bankenaufsicht oder durch eine bessere Informationsvermittlung bei fortgesetztem Liberalisierungskurs zu verhindern suchen.⁵² Es ist nicht nachvollziehbar, wie eine schnellere und vollständigere Informationsverbreitung Finanzkrisen verhindern soll. Im Gegenteil! Bereits ein Jahr vor Ausbruch der Mexiko-Krise war dem IMF, der Weltbank, der US-Notenbank und dem US-Finanzministerium bekannt, daß zu viel Kapital nach Mexiko einströmte, der Peso deswegen (mit Blick auf die binnenwirtschaftliche Situation) zu hoch bewertet war und die private Auslandsverschuldung zu sehr zunahm. Öffentlich wurde der marktwirtschaftliche Kurs Mexikos jedoch weiter gelobt. "Asked after the crisis broke why they hadn't publicized their concerns, senior executives of the institutions responded that it would only have panicked the financial markets and precipitated the crisis earlier."⁵³ Was die Verbesserung des Aufsichtsrahmens angeht, so ist sicherlich dem Chefökonom der Weltbank, Joseph Stiglitz, zuzustimmen, der mit Bezug auf die Asienkrise sagte: "Few countries, no matter how strong their financial institutions, could have withstood such a turnaround ..."⁵⁴

Nein - man muß über eine Abkehr vom Liberalisierungskurs der Finanzmärkte und über Beschränkungen der internationalen Kapitalströme neu nachdenken. Dies wird mittlerweile auch getan. Die Weltbank spricht sich in ihrem 1998er-Bericht offen für eine einschneidende Verlangsamung im Tempo der Finanzmarktliberalisierung aus und zieht Kapitalverkehrsbeschränkungen ins Kalkül.⁵⁵ Als weitere prominente Befürworter solcher

Maßnahmen sind der IMF-Direktor für Asien und den Pazifischen Raum, Hubert Neiss,⁵⁶ der Großspekulant George Soros⁵⁷ sowie die US-Professoren Paul Krugman,⁵⁸ Jeffrey Sachs⁵⁹ und Dani Rodrik⁶⁰ hervorgetreten.

Bei all diesen Vorschlägen handelt es sich um Kapitalverkehrsbeschränkungen "alten Stils", d.h. um Maßnahmen, die ergriffen werden, um den volkswirtschaftlich schädlichen panikartigen Abfluß (oder Zustrom) von Finanzkapital aus einem bzw. in ein Land zu verhindern. Damit sollen zwei Ziele erreicht werden: die Stabilisierung der Wechselkurse und/oder der Schutz heimischer Zinssätze vor ausländischen Einflüssen. Die Phase der Liberalisierung der Finanzmärkte dauert nun schon so lange an, daß die Erinnerung an solche Kapitalverkehrsbeschränkungen verblaßt ist. Aus diesem Grund, und auch, um dem Vorurteil entgegenzutreten, solche Kontrollen wären heutzutage nicht mehr durchführbar,⁶¹ soll kurz vorgestellt werden, wie sie früher funktioniert haben und in einigen Ländern noch heute funktionieren.

Kapitalverkehrsbeschränkungen "alten Stils" gliedern sich in vier Gruppen⁶²:

- 1.) *Administrative Kontrollen grenzüberschreitender Kapitalbewegungen:* Finanzielle Transfers über die Grenze bedürfen der Genehmigung durch eine Regierungsbehörde oder die Zentralbank. Nur Kapitalbewegungen unterhalb gewisser Grenzen oder für bestimmte Zwecke werden genehmigt.

Mit diesen Kontrollen ist ein gewisser Verwaltungsaufwand verbunden, der früher in der Regel auf die Geschäftsbanken abgewälzt wurde. Heute, wo das Gros grenzüberschreitender Zahlungen über elektronische schnelle Zahlungsverkehrssysteme wie z.B. TARGET abgewickelt wird, schiene dieser Aufwand erheblich reduzierbar, da in solche Systeme Schnittstellen einprogrammiert werden könnten, welche die Zahlungen bei Verletzung von etwaigen Vorschriften automatisch verweigern würden. Es ist klar, daß Vorschriften, die sich z.B. auf erlaubte Maximalbeträge von grenzüberschreitenden Transfers beziehen, elektronisch kodiert und mit den Zahlungsanweisungen abgeglichen werden könnten. Nur sogenannte "Koffergeschäfte" wären von solchen Kontrollen nicht erfaßbar. Sie machen aber auch nur einen Bruchteil der grenzüberschreitenden Kapitalströme aus.

Der Vorteil administrativer Kontrollen liegt darin, daß prinzipiell alle Formen von Kapitalbewegungen (Direktinvestitionen, Finanzmarktinvestitionen, kurzfristige Bankausleihungen ans Ausland, Devisenkäufe von Inländern etc.) und sowohl Ein- als auch Abströme erfaßt werden können.

- 2.) *Mehrfachwechselkurse:* Für leistungsbilanzrelevante Transaktionen wird ein anderer Wechselkurs gewählt als für kapitalbilanzrelevante. In der Regel läßt man die "*financial rate*" frei floaten, während die "*commercial rate*" fixiert oder von der Zentralbank gemanagt wird.

Bei spekulativen Abströmen kann dieser Mechanismus unerwünschte Reserveverluste oder Zinserhöhungen im Inland vermeiden helfen, bei

spekulativen Einströmen eine aus handelspolitischen Erwägungen unerwünschte Aufwertung der *"commercial rate"*.

Eine noch weitergehende Möglichkeit besteht darin, daß auf eine freie Konvertibilität der Währung überhaupt verzichtet oder daß diese suspendiert wird. Wenngleich diese Maßnahmen drastisch erscheinen, haben sie sich in der jüngsten Asienkrise bewährt. Das einzige Land der Region, das seinen Kapitalmarkt nie geöffnet und seine Währung nie frei konvertibel gemacht hat, ist China, welches die Krise weit besser überstanden hat als seine Nachbarn und dafür Lob von Weltbank und IMF eingeheimst hat.⁶³ Tadel ertete dagegen Malaysia für die Suspendierung der Konvertibilität des Ringgit am 1. September 1998 - eine Maßnahme, die dem heimischen Aktienmarkt allerdings eine substantielle Erholung bescherte.⁶⁴

- 3.) *Besteuerung*: Ein heute relativ breit diskutierter Vorschlag zur Besteuerung grenzüberschreitender Finanzströme ist die sogenannte *"Tobin-Tax"*, auf die unten näher eingegangen wird. Des weiteren verringern Sondersteuern auf Einkommen aus ausländischen Anlagen die Attraktivität von Outflows genauso wie Quellensteuern auf Einkommens-transfers ans Ausland die Attraktivität von Inflows, wenn dies gewünscht wird.
- 4.) *Indirekte Regulierungen*: Beispiele für solche Beschränkungen sind das von der Schweiz nach dem Kollaps des Bretton-Woods-Systems erlassene Zinsverbot für ausländische Anlagen, zinslose Hinterlegungspflichten für eingeflossenes Kapital über einen gewissen Zeitraum, wie sie z.B. in Chile existieren, die Vorschrift für institutionelle Investoren, nur in inländische (Staats-) Anleihen zu investieren oder auch die Beschränkung des ausländischen Anteils an inländischen Firmen. Mit solchen Regulierungen werden unterschiedlichste Zielsetzungen verfolgt, sie haben jedoch auch einen Einfluß auf grenzüberschreitende Kapitalströme.

Diese Kapitalverkehrsbeschränkungen "alten Stils" greifen jedoch zu kurz. Sie zielen alle auf die Isolation des heimischen Finanzmarktes ab. Anders als früher, sehen wir uns zunehmend aber nicht mehr "nationalen" Finanzmärkten, sondern *einem* internationalen Finanzmarkt gegenüber. Oben wurde argumentiert, daß eine Verringerung der Liquidität dieses einen Marktes seine "Quasi-Effizienz" steigern könnte. Als praktikabelste Maßnahme, dies zu erreichen, wurde bereits von Keynes "die Einführung einer beträchtlichen Umsatzsteuer auf alle Abschlüsse" vorgeschlagen (s.o.). Dieser Vorschlag wurde später von Tobin und anderen, zugespitzt auf alle Umsätze, die einen Devisenumtausch implizieren, wiederholt.⁶⁵ Eine solche *"Tobin-Tax"* müßte unter heutigen Bedingungen im Weltmaßstab eingeführt werden. Kapitalverkehrsbeschränkungen "alten Stils" wären allenfalls geeignet, die Einführung einer *Tobin-Tax* in *einem* Land nach außen abzusichern. Ein derartiges Maßnahmenbündel wäre der geeignete erste Schritt einer dringend gebotenen Finanzmarktreform. Es kann nur ein erster Schritt sein, da eine *Tobin-Tax* nur Spekulationen auf kleine Wechselkurs-

variationen, aber keine *"sudden and violent changes"* im Marktvertrauen verhindern kann.⁶⁶ Daneben würden so gut wie alle Arbitragegeschäfte im Devisenbereich unterbunden, was nicht schlecht wäre, weil hier ungeheure Finanzmittel gebunden sind, die sich dann andere Anlagemöglichkeiten (z.B. im realen Bereich) suchen müßten.

Eine Reform des internationalen Zahlungsverkehrssystems, die einem Mangel an effektiver Nachfrage auf globaler Ebene entgegenarbeiten und die Last des Ausgleichs von Handelsbilanzungleichgewichten von den Defizit- auf die Überschußnationen verlagern könnte, wie bereits von Keynes gefordert⁶⁷, hat bis heute das Stadium des Gedankenexperiments nicht verlassen.⁶⁸ Ohne eine supranationale Zentralbank (Keynes) oder zumindest eine neu zu schaffende internationale monetäre Verrechnungs- und Reserveeinheit (Davidson) kommen diese Vorschläge selten aus. Die für eine derart durchgreifende Reform unerläßlichen politischen Triebkräfte scheinen jedoch zur Zeit nur schwach ausgeprägt zu sein. Gerade deshalb ist es wichtig, das Bewußtsein für die Notwendigkeit von Reformen im Finanzmarktbereich zu schärfen, wozu hier ein Beitrag geleistet werden sollte.

Anmerkungen

¹ Vgl. zur Finanzmarktliberalisierung die auf Europa fokussierte Untersuchung des stellv. Direktors der niederländischen Nationalbank: Bakker (1996).

² Summers, Summers (1989) 166.

³ Zit. nach Bernstein (1997) 59f.

⁴ Ebd. 272.

⁵ Vgl. dazu Schlittgen, Streitberg (1997) 90-104.

⁶ Vgl. Samuelson (1969) 184.

⁷ Vgl. Lucas, Sargent (1981) xi -xii.

⁸ Davidson (1994) 90.

⁹ Ebd. 91.

¹⁰ Vgl. Tuchman (1981) 449. Vgl. zum folgenden ebd. 446-453.

¹¹ Zit. nach Tuchman (1981) 452.

¹² Zit. nach Tuchman (1981) 452.

¹³ Ebd.

¹⁴ Zit. nach Bernstein (1997) 277. Laut Bernstein ist Knights Dissertation *Risk, Uncertainty and Profit* "das erste maßgebliche Werk aus allen Disziplinen, das sich ausdrücklich mit dem Problem der Entscheidungsfindung unter der Bedingung von Ungewißheit befaßt." Ebd.

¹⁵ Davidson (1994) 90.

¹⁶ Bernstein (1997) 278.

¹⁷ Keynes (1949) 101.

¹⁸ Ebd. 97. Keynes bezieht sich hier auf den Philosophen Jeremy Bentham (1748-1832), der ein intellektuelles System mit den Eckpfeilern: Eigeninteresse, Nutzenmaximierung und Rationalität aufgebaut hat, welches, wie unschwer zu erkennen ist, dem neoklassischen Menschenbild entspricht.

¹⁹ Vgl. Coddington (1983) 216.

²⁰ Keynes (1974) 137.

²¹ Keynes (1950) 185.

²² Ebd. 186f. Hervorhebung d. Verf.

²³ Bernstein (1997) 337f.

²⁴ Vgl. dazu auch Davidson (1994) 26f.

- ²⁵ Bernstein (1998) 23.
- ²⁶ Keynes (1974) 131.
- ²⁷ Bernstein definiert "Liquidität" als die Fähigkeit, eine Entscheidung zu geringstmöglichen Transaktionskosten zu revidieren, vgl. Bernstein (1998) 16.
- ²⁸ Keynes (1974) 135.
- ²⁹ Ebd. 133f.
- ³⁰ Ebd. 136.
- ³¹ Vgl. Davidson (1998) 5.
- ³² "Auf wirklicher langfristiger Erwartung beruhende Investition ist heute so schwierig, daß sie kaum durchführbar ist." Keynes (1974) 132.
- ³³ Alle Zitate ebd. 128.
- ³⁴ Vgl. ebd. 131f.
- ³⁵ Ebd. 132.
- ³⁶ Ebd. 130f.
- ³⁷ Ebd.
- ³⁸ Ebd. 134.
- ³⁹ Vgl. ebd. 130.
- ⁴⁰ Ebd. 134.
- ⁴¹ Ebd. 134f.
- ⁴² Vgl. ebd. 135.
- ⁴³ Auch der ardente Befürworter eines liberalen *Welthandelsregimes*, Jagdish Bhagwati, hat den Analogieschluß auf die Kapitalmärkte als Mythos bezeichnet. Seit den Zeiten David Ricardos hat die Außenhandelstheorie die durch Übergang zu Freihandel erzielbaren Wohlfahrtsgewinne in beiden Partnerländern begründet. Für den Finanzbereich ist das bislang weder gelungen noch - laut Bhagwati - möglich, vgl. Bhagwati (1998).
- ⁴⁴ Vgl. Felix (1997/98) Table 2 und 5.
- ⁴⁵ Vgl. Davidson (1998) 3.
- ⁴⁶ Diese *Forward*-Kontrakte werden selbst zu eigenständigen Spekulationsobjekten, so daß aus ihrer Etablierung letztlich nicht mehr Sicherheit, sondern höhere Unsicherheit entstanden ist. Ein weiteres Problem ist die Verteuerung des Außenhandels durch den Bedarf an Wechselkurs-*Hedging*, vgl. dazu Felix (1997/98) 208f. Der globale Handel mit Derivaten hatte 1995 ein Volumen von 334 Billionen US-\$ erreicht und damit sogar den globalen Devisenumsatz (300 Billionen US-\$ in 1995) übertroffen, vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1998).
- ⁴⁷ Neue Zürcher Zeitung (17.9.1998): "Gemeinsame Charakteristiken von Finanzkrisen".
- ⁴⁸ Vgl. Neue Zürcher Zeitung (5.12.1998): "Mühsames Lernen aus Südostasiens Wirtschaftskrise".
- ⁴⁹ Vgl. Swoboda (1998).
- ⁵⁰ Vgl. Neue Zürcher Zeitung (19.9.1998): "Die deutsche Geldmenge spürt die Turbulenzen".
- ⁵¹ Professor J. Starbatty hätte also gut daran getan, seine Theoriekenntnisse zu vervollständigen, bevor er seine Ablehnung von Kapitalverkehrsbeschränkungen unter dem Titel "Wir leben nicht mehr in der Welt von Keynes" in der Zeitung lancierte, vgl. Neue Zürcher Zeitung (3./4.10.1998). Zu einer hervorragenden Zurückweisung seiner Position (ohne sich natürlich auf Starbatty selbst zu beziehen) vgl. Krugman (1998:2).
- ⁵² So beispielsweise Swoboda (1998) und der Direktor der IMF-Abteilung für Geld- und Wechselkursangelegenheiten, Manuel Guitián, vgl. Guitián (1998).
- ⁵³ Felix (1997/98) 194.
- ⁵⁴ Vgl. New York Times (3.12.1998): "U.S. and I.M.F. Made Asia Crisis Worse, World Bank Finds".
- ⁵⁵ "(R)estrictions on more volatile short-term flows (through taxes, say) may help reduce the risk of crisis." The World Bank Group (1998) 6.
- ⁵⁶ Vgl. Reuters-Meldung vom 14.9.1998: "IMF sees short-term capital controls in Asia".
- ⁵⁷ Vgl. The Economist (11.4.1998): "The perils of global capital".
- ⁵⁸ Krugman (1998:1).

⁵⁹ Sachs (1998).

⁶⁰ Rodrik (1998).

⁶¹ So bspw. Swoboda (1998).

⁶² Vgl. dazu Bakker (1996) 11ff.

⁶³ Vgl. Neue Zürcher Zeitung (7.12.1998): "Die Grenzen der Globalisierung".

⁶⁴ Vgl. den malaysischen Aktienindex im Internet unter: <http://www.jaring.my/star/klse/daily.html>.

⁶⁵ Vgl. Eichengreen, Tobin, Wyplosz (1995).

⁶⁶ Vgl. Davidson (1997).

⁶⁷ Vgl. Keynes (1980) 176.

⁶⁸ Vgl. Davidson (1992/93).

Literatur

- Bakker, Age F. P., The Liberalization of Capital Movements in Europe. The Monetary Committee and Financial Integration 1958 - 1994 (Dordrecht et al. 1996).
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 68. Jahresbericht (Basel 1998).
- Bernstein, Peter L., Wider die Götter. Die Geschichte von Risiko und Riskmanagement von der Antike bis heute (München 1997).
- Bernstein, Peter L., Stock market risk in a Post Keynesian world, in: Journal of Post Keynesian Economics 21 (1998) 15-24.
- Bhagwati, Jagdish, The Capital Myth, in: Foreign Affairs (Mai/Juni 1998) 7-12.
- Coddington, Alan, Keynesian Economics: The Search for First Principles, in: Wood, John Cunningham (Hrsg.), John Maynard Keynes. Critical Assessments, Vol. 4 (London/Canberra 1983) 216-234.
- Davidson, Paul, Reforming the World's Money, in: Journal of Post Keynesian Economics 15 (1992/93) 153-179.
- Davidson, Paul, Post Keynesian Macroeconomic Theory. A Foundation for Successful Economic Policy for the Twenty-first Century (Aldershot 1994).
- Davidson, Paul, Are grains of sand in the wheels of international finance sufficient to do the job when boulders are often required?, in: The Economic Journal 107 (1997) 671-686.
- Davidson, Paul, The Case for Regulating International Capital Flows. Paper presented at the Social Market Foundation Seminar on Regulation of Capital Movements, London, 17.11.1998 (<http://econ.bus.utk.edu/davidsonextra/mss.html>).
- Die deutsche Geldmenge spürt die Turbulenzen, in: Neue Zürcher Zeitung (19.09.1998).
- Die Grenzen der Globalisierung, in: Neue Zürcher Zeitung (7.12.1998).
- Eichengreen, Barry; Tobin, James; Wyplosz, Charles, The case for sand in the wheels of international finance, in: The Economic Journal 105 (1995) 162-172.
- Felix, David, On drawing general policy lessons from recent Latin American currency crises, in: Journal of Post Keynesian Economics 20 (1997/98) 191-221.
- Gemeinsame Charakteristiken von Finanzkrisen, in: Neue Zürcher Zeitung (17.9.1998).
- Gutián, Manuel, The Challenge of Managing Global Capital Flows, in: Finance & Development (Juni 1998) 14-17.
- IMF sees short-term capital controls in Asia, Reuters-Meldung vom 14.9.1998.
- Keynes, John Maynard, My Early Beliefs, in: Ders., Two Memoirs, 2. Aufl. (London 1949) 78-103.
- Keynes, John Maynard, The General Theory of Employment, in: Harris, Seymour E. (Hrsg.), The New Economics. Keynes' Influence on Theory and Public Policy (New York 1950) 181-193.
- Keynes, John Maynard, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, 5. Aufl. (Berlin 1974).
- Keynes, John Maynard, The Collected Writings of John Maynard Keynes (hrsg. v. Donald Moggridge, Band 25 (London 1980).
- Krugman, Paul (1998:1), Saving Asia, in: Fortune (9.7.1998).

- Krugman, Paul (1998:2), The Hangover Theory, in: Slate Magazine (3.12.1998).
- Lucas, Robert E.; Sargent, Thomas J., Rational Expectations and Econometric Practises (Minneapolis 1981).
- Mühsames Lernen aus Südostasiens Wirtschaftskrise, in: Neue Zürcher Zeitung (5.12.1998).
- Rodrik, Dani, The Global Fix, in: New Republic (2.11.1998).
- Sachs, Jeffrey, Global Capitalism - Making it work, in: The Economist (12.9.1998).
- Samuelson, Paul A., Classical and Neoclassical Theory, in: Clower, Robert (Hrsg.), Monetary Theory (London 1969).
- Schlittgen, Rainer; Streitberg, Bernd H. J., Zeitreihenanalyse, 7. Aufl. (München 1997).
- Starbatty, J., Wir leben nicht mehr in der Welt von Keynes, in: Neue Zürcher Zeitung (3./4.10.1998).
- Summers, L. H.; Summers, V. P., When financial markets work too well: a cautious case for a securities transactions tax, in: Journal of Financial Services 3 (1989) 163-188.
- Swoboda, Alexander, Globalisierung und die Stabilität des internationalen Finanzsystems, in: Neue Zürcher Zeitung (26./27.9.1998).
- The perils of global capital, in: The Economist (11.4.1998).
- The World Bank Group (1998), Global Economic Perspectives 1998/99, Summary (<http://www.worldbank.org/prospects/gep98-99/sum.html>).
- Tuchman, Barbara W., Der stolze Turm. Ein Portrait der Welt vor dem Ersten Weltkrieg (1890-1914), Nachdruck (München/Zürich 1981).
- U.S. and I.M.F. Made Asia Crisis Worse, World Bank Finds, in: New York Times (3.12.1998).