

Nach der jüngsten Unruhe an den Finanzmärkten:

# Globale Finanzmarkt-reform dringender denn je

Nach der recht erfolgreichen unmittelbaren Reaktion auf die globale Krise von 2008/2009 ist die internationale Zusammenarbeit innerhalb der G20 ins Stocken geraten. Vor allem in puncto finanzielle Regulierung und makroökonomische Politikoordination lassen Fortschritte auf sich warten, kritisiert die UNCTAD in ihrem neuen *Trade & Development Report* (TDR). Das jüngste finanzielle Beben sollte deshalb als Weckruf verstanden werden, diesbezügliche Anstrengungen zu verstärken. Eine **W&E-Zusammenfassung**.

**A**ngesichts des kürzlichen Wiederaufkommens der Krise könnte man die Frage stellen, ob der Untertitel des diesjährigen TDRs – *Post-crisis policy challenges in the world economy*/Politische Herausforderungen in der Weltwirtschaft nach der Krise – wirklich so glücklich gewählt ist. Doch dem Plädoyer seiner Autoren, dass es gerade jetzt vordringlich ist, die unvollendeten Punkte in der globalen Reformagenda für das Finanzsystem energischer als bisher anzugehen, kann man nur zustimmen.

Die Autoren des TDR 2011 (s. Hinweis) sehen im Wesentlichen drei Bereiche, in denen ein großer Reformbedarf fortbesteht: das Währungssystem, die Rohstoffmärkte und das Finanzsystem. Sie zeigen, dass Spekulation und Herdenverhalten die Preise weit über ein nachhaltiges Niveau hinaus destabilisieren und so selber die meisten jener Risiken erzeugen, die regelmäßig zum Zusammenbruch bzw. zu Finanzkrisen führen. Verschärft wird die Situation durch die nach wie vor virulenten globalen Ungleichgewichte.

● **Reform des internationalen Währungssystems:** Erneut verweist UNCTAD auf die Problematik eines internationalen Währungssystems, in dem die Wechselkurse einer exzessiven Volatilität unterliegen und zu einem Störfaktor für die reale Ökonomie geworden sind. Dagegen stellt der Bericht ein Wechselkursmodell, das auf „regelbasiertem und gemanagtem Floating“ beruht. Notwendig sei dies vor allem angesichts der jüngsten Erfahrungen mit globalen Zahlungsbilanzungleichgewichten, die zur Entstehung der Finanzkrise beigetragen haben

und danach zu einer Welle von Carry-Trade-Finanzflüssen in die Schwellenländer führten.

Der Bericht weist darauf hin, dass in einem System flexibler Wechselkurse währungsbedingte Schocks ein erstrangiger Störfaktor der realwirtschaftlichen Entwicklung sind. Um monetäre Schocks abzuwenden, diskutiert er zwei Ansätze eines regelgestützten Währungsregimes mit gemanagtem Floating. Ein solches System könnte auf der Anpassung der nominalen Wechselkurse an die Inflationsdifferenziale beruhen oder auf Zinssatzdifferenzialen. Das erste Prinzip reagiert direkt auf die Notwendigkeit, Ungleichgewichte im internationalen Handel zu vermeiden, während das zweite sich unmittelbarer an der Begrenzung der Finanzspekulation orientiert, etwa in Form des *Carry Trades*, der typischerweise zu Fehlentwicklungen der Währungen – etwa in Form von Aufwertungsdruck – führt. Beide Prinzipien hätten in der Praxis jedoch ähnliche Ergebnisse.

Ein solches System würde zu einer ausreichenden Stabilität des realen Wechselkurses führen und damit den internationalen Handel fördern und Investitionsentscheidungen erleichtern. Gleichzeitig wäre es flexibel genug, um sich an Unterschiede in der Entwicklung der Zinssätze zwischen den Ländern anzupassen. Ein regelgestütztes und gemanagtes Floating kann sowohl als unilaterale Wechselkursstrategie als auch im Rahmen bilateraler und regionaler Abkommen praktiziert werden (wobei letzteres wesentlich mehr Spielraum für systematische Interventionen in die Währungsmärkte böte). Die größten Vorteile für die internationale Finanzstabilität böte freilich die Einführung

auf multilateraler Ebene im Rahmen eines globalen finanziellen Governance-Systems.

\* **Bändigung der finanzierten Rohstoffmärkte:** In Anknüpfung an eine einschlägige UNCTAD-Studie vom Sommer diesen Jahres (s. W&E 06/2011) zeigt der Bericht, wie die Finanzialisierung der Rohstoffmärkte deren Instabilität verstärkt, indem die Akteure auf diesen Märkten in zunehmendem Maße durch die Entscheidungen der Finanzmärkte getrieben werden. UNCTAD schlägt eine Reihe von Maßnahmen vor, um das Funktionieren der Rohstoffmärkte zu verbessern, die Transparenz auf den physischen und den Derivate-Märkten zu erhöhen und die Finanzinvestoren international strenger zu regulieren, etwa durch die Begrenzung von Positionen oder eine Transaktionssteuer.

Der TDR spricht sich darüber hinaus dafür aus, die Aufsichtsbehörden zu bevollmächtigen, gegebenenfalls direkt in den Handel zu intervenieren, beispielsweise durch den Kauf oder Verkauf von derivativen Kontrakten, um Preiszusammenbrüche oder das Entstehen von Preisblasen zu vermeiden. Solche Interventionen sollten als letztes Mittel betrachtet werden, um das Auftreten spekulativer Blasen zu vermeiden, wenn Reformen im Sinne höherer Markttransparenz und strengerer Marktregulierung nicht durchsetzbar sind oder sich als ineffektiv erweisen.

● **Finanzielle Reregulierung und Umstrukturierung:** Drittens argumentiert der Report, dass die unverantwortliche Deregulierung der Finanzmärkte ein Hauptfaktor war, der 2008 zur Finanzkrise geführt hat. Dadurch sei die Entstehung eines weit verzweigten, unregulierten und unterkapitalisierten Schattenbankensystems ermöglicht worden, während die traditionellen Banken vom Einlagensystem zur Kapitalfinanzierung umgeschwenkt sind und von der Kreditvergabe zum Handel. Der Verlust an Vielfalt im Finanzsystem und die Uniformität im Verhalten der Finanzmarktakteure haben die Spekulation angeheizt, die prozyklischen Tendenzen verstärkt und letztlich ein systemische Krise heraufbeschworen.

Nach Auffassung der Autoren ist die Reregulierung des Finanzsys-

tems notwendig, um eine Wiederholung der Krise zu verhindern. Allerdings waren die diesbezüglichen Versuche zögerlich und inadäquat und ließen das Schattenbankensystem außen vor. Auch konnten sie einem hoch konzentrierten Finanzsektor, der von einer kleinen Anzahl gigantischer Institutionen dominiert wird, kaum etwas anhaben. Die Regulierung der sog. Too-big-to-fail-Institutionen müsse wesentlich strenger werden, einschließlich antizyklischer Kapitalrücklagevorschriften und wenn notwendig Rückgriff auf Kapitalverkehrskontrollen, um volatilen Kapitalflüssen zu begegnen.

Gleichwohl: Auch ein wesentlich besser regulierter Finanzsektor wäre noch nicht automatisch eine Triebkraft für Wachstum und Beschäftigung oder für die Versorgung kleinerer und mittlerer Unternehmen oder der Bevölkerung insgesamt mit Kreditkapital. Über eine bessere Regulierung hinaus müsse der Finanzsektor so umstrukturiert werden, dass das Risiko systemischer Krisen reduziert und sein wirtschaftlicher und gesellschaftlicher Nutzen erhöht wird. Finanzielle Umstrukturierung sollte auf vielfältigere nationale Finanzsysteme zielen, mit einer größeren Rolle für öffentliche und genossenschaftliche Institutionen, einer Zerschlagung der Großbanken und einer klaren Trennung zwischen Investitions- und Geschäftsbanken.

Ausdrücklich warnt der Bericht davor, dass einige neuere internationale Abkommen, wie das Allgemeine Abkommen zu Handel und Dienstleistungen (GATS), mehrere bilaterale Handelsabkommen (BTAs) und bilaterale Investitionsverträge (BITs), Klauseln zu Zahlungsabwicklung, -transfers und Finanzdienstleistungen enthalten, die nicht nur die Anwendung von Kapitalverkehrskontrollen behindern, sondern auch andere Maßnahmen der finanziellen Regulierung. Solche Maßnahmen könnten dann als Verstoß gegen internationales Vertragsrecht gewertet werden. □

## Hinweis:

\* UNCTAD, *Trade and Development Report 2011: Post-crisis policy challenges in the world economy*, 224 pp, United Nations: New York-Geneva 2011. Bezug: über [www.unctad.org](http://www.unctad.org)