
WIRTSCHAFTSPOLITIK UND FINANZMÄRKTE

Rezension von: Werner Kampeter,
Kapital- und Devisenmärkte als Herausforderung für die Wirtschaftspolitik, Campus-Verlag, Reihe Forschung Band 618, Frankfurt/New York 1990, 284 Seiten, DM 58,-

Mit dem Zusammenbruch des Wechselkursregimes von Bretton-Woods in den Jahren 1971–1973 waren von theoretischer Seite (mit wenigen Ausnahmen) äußerst positive Erwartungen an die Funktionsfähigkeit eines zukünftigen Systems flexibler Wechselkurse verbunden gewesen. Die Wechselkurse würden sich an den jeweiligen makroökonomischen „fundamentals“ orientieren, sich durch Zinsarbitrage und Wechselkurspekulation sehr stabil entwickeln und so bei ausgeglichenen Leistungsbilanzen für eine Erhöhung der nationalen wirtschaftspolitischen Autonomie sorgen.

Betrachtet man die Entwicklungen der Wechselkurse der letzten zwanzig Jahre, so könnte kaum ein größerer Unterschied festgestellt werden, als er hier zwischen theoretischem Anspruch und tatsächlicher Entwicklung vorliegt. Weder die Kaufkraftparitätentheorie noch die Zinsparitätentheorie oder eine „naive“ Wechselkurstheorie, die die Kursentwicklung von leistungsbilanzbedingtem Devisenangebot und -nachfrage abhängig macht, können eine akzeptable Erklärung für den tatsächlichen Wechselkursverlauf liefern. Die reale Diagnose müßte viel eher lauten: Die Wechselkursentwicklung ist von der Entwicklung der „fundamentals“ wie Leistungsbilanzsalden, Preisniveaudifferenzen, Zinsdifferenzen oder Differenzen im BIP-Wachstum weitgehend unabhängig.

Die Ursache hierfür liegt im wesentlichen darin, daß der überwiegende Teil der Devisentransaktionen in keinem oder nur sehr geringen Zusammenhang mit internationalen Leistungstransaktionen steht. Das nicht an den „fundamentals“ orientierte Eigenleben der Devisen- und Kapitalmärkte und die daraus resultierenden Störeffekte auf die realwirtschaftliche Entwicklung stehen im Mittelpunkt der Untersuchung von Werner Kampeter.

Im ersten Teil seiner Analyse der Devisen- und Kapitalmärkte geht Kampeter auf den Zusammenhang von Spekulation und Wechselkursentwicklung ein (Kapitel 5). Er zeigt dabei den prägenden Einfluß, den die Dynamiken spekulativer Erwartungen auf kurzfristige, mittelfristige und langfristige Kursbewegungen haben. Im kurzfristigen Bereich spielen die ebenso kurzfristig orientierten Devisenspekulationen der professionellen Devisenhändler die entscheidende Rolle, wobei die wichtigste Determinante der Spekulationen kollektiv gebildete, kurzfristige Wechselkurserwartungen sind. Instrumentarien der „technischen Analyse“ erlauben die Instabilität der Wechselkurse zu profitabler Spekulation zu nutzen, erzeugen gleichzeitig aber selbst erneut zyklische Bewegungen der Wechselkurse.

Die mittelfristigen Wechselkursbewegungen sind laut Kampeter durch die internationalen privaten Kapitalbewegungen bestimmt, die selbst aber wieder weniger durch internationale Zinsdifferenzen als viel mehr durch die spekulativen Erwartungen der Anleger geprägt werden.

Die langfristigen Wechselkursbewegungen sieht Kampeter, trotz grober Orientierung an der Kaufkraftparität, durch sich überlagernde Wellen kurz- und mittelfristiger Spekulation determiniert.

Eine ähnliche Diagnose wie für die internationalen Devisenmärkte trifft Kampeter auch für die nationalen

und internationalen Kapitalmärkte (Kapitel 9, wobei in Kapitel 10 und 11 auf die jeweiligen Besonderheiten der Beziehungen zwischen Realwirtschaften und Kapitalmärkten in den USA, der BRD und Japan eingegangen wird). Auch sie sind von Kurzfristigkeit und Dynamiken spekulativer Erwartungen geprägt, was ihre Losgelöstheit von realwirtschaftlichen Bedingungen erklärt.

Den tieferen Grund dafür ortet Kampeter in der Überforderung der Devisen- und Kapitalmärkte: Die Erwartungsbildung ist durch enorme Unsicherheiten geprägt, sodaß sie, unter Nichtbeachtung relevanter realer Entwicklungen, in einem kollektiven Prozeß der Marktteilnehmer erfolgt, der wiederum zumindest temporär Charakteristika einer self-fulfilling-prophecy aufweist. Die zweite Ursache besteht in der hohen Reaktionsgeschwindigkeit und dem hohen Liquiditätsgrad auf den monetären Märkten.

In nur eingeschränktem Ausmaß geht Kampeter in seiner Arbeit auf die Bestimmungsgründe für die enorme Zunahme von Umfang und Dynamik der monetären Märkte in den letzten Jahren ein. Hier ergeben sich ohne Zweifel vielfältige interessante Fragen. Ein wichtiger Ausgangspunkt für Auseinandersetzungen mit diesen Fragen müßte dabei wohl m. E. die wesentlichen Änderungen im internationalen Regulierungsregime (zunehmende Bedeutung des Monetarismus und der mit der Supply-side-economics verbundenen Deregulierungseuphorie) und die dahinterliegenden politökonomischen Ursachen sein.

In einem nächsten Schritt stellt sich Kampeter die Frage, welche Auswirkungen die Wechselkursbewegungen auf die Leistungsbilanzen haben. Die empirische Analyse für die USA und die BRD zeigt hierbei keine kausalen Zusammenhänge. Diese mangelnde Reagibilität ist dabei zumindest im Fall der USA – laut Kampeter – kein Anlaß für Elastizitätspessimismus, je-

denfalls nicht auf der Angebotsseite, wo, verzögert um deutliche J-Kurven-Effekte, „normale“ Reaktionen feststellbar sind. Hingegen verhinderten die Entwicklungen der Nachfrageseite entsprechende Verbesserungen der US-Leistungsbilanz nach den immensen Abwertungen zwischen 1969 und 1979 bzw. 1985 und 1987.

Als Erklärung bietet Kampeter viel mehr den makroökonomisch orientierten Absorptionsansatz an, wonach die Leistungsbilanzungleichgewichte der 80er Jahre durch immense Ersparnisüberschüsse in der BRD und in Japan (sinkende Budgetdefizite, geringere Unternehmensverschuldung, steigende private Ersparnisbildung) und der dazu komplementären Ersparnislücke in den USA bedingt werden.

In der Kampeterschen Deutung müssen die überschüssigen privaten Ersparnisse der BRD, die in den 80er Jahren in deutlich geringerem Ausmaß durch Unternehmen und Staat beansprucht wurden, notwendigerweise in Form von Kapitalexporten die US-Ersparnislücke finanzieren. Diese Analyse ist zwar der Saldenmechanik, die quasi tautologisch ist, nach richtig, scheint mir aber, vor allem die Kausalitätsbeziehungen betreffend, etwas zu wenig tiefgehend. In der Kreislauftheorie ist das private Sparen nämlich nicht eine autonome, sondern eine abhängige Größe, die – neben dem Volkseinkommen – von der Verteilungsrelation beeinflusst wird. Das wiederum heißt, daß alternativ zu den Leistungsbilanzüberschüssen bzw. Kapitalexporten die Saldenmechanik auch über eine sinkende Gewinnquote und das daraus folgende geringere Sparen gegeben gewesen wäre.

Dies zeigt sehr deutlich, daß Verteilungsfragen in Zusammenhang mit internationalen monetären und realen Transaktionen viel mehr Aufmerksamkeit gewidmet werden sollte.

Insgesamt ändert das aber nichts daran, daß – wie Kampeter betont – der, auf welchem Weg auch immer erfolgende, Ausgleich der Absorptions-

ungleichgewichte ein zentrales Anliegen der internationalen Politik werden muß. Der Zusammenhang zum ersten Problem der spekulativen Bestimmtheit der Devisen- und Kapitalmärkte besteht insofern, als bei einer Orientierung der Wechselkurse an der Entwicklung der realwirtschaftlichen „fundamentals“ derartige makroökonomische Ungleichgewichte kaum in diesem Ausmaß entstehen hätten können.

Das zentrale Problem der hohen Volatilität und der nur im geringen Maß realwirtschaftlich bedingten Entwicklungsrichtung der Devisen- und Kapitalmärkte besteht aber wohl im erheblichen Störpotential, das sie für Realwirtschaft und Wirtschaftspolitik beinhalten. Die Analyse, daß kurzfristig rationale Entscheidungen auf den Devisen- und Kapitalmärkten zu langfristigen Fehlentscheidungen auf den Gütermärkten führen und damit destabilisierend wirken, stellt sozusagen den „klassischen Fall“ eines Keyneschen Regulierungserfordernisses dar.

Keynes hat schon in der „General Theory“ die Problematik analysiert, daß die Unternehmer, aufgrund der Abhängigkeit der Investitionen von den Finanzmärkten und der alternativen Möglichkeit der Finanzkapitalanlage, sich eher als kurzfristig orientierte Spekulanten, als langfristig orientierte Realinvestoren verhalten müssen. Die, unter realwirtschaftlichem Aspekt, systematisch falschen Entscheidungskriterien der Finanzmärkte infolge der kumulativen Erwartungsbildung lösen Krisen in der Realwirtschaft aus. Für die Handlungsspielräume nationaler und internationaler Wirtschaftspolitik ergeben sich insofern offensichtliche gravierende Änderungen, als die Kontrolle über Zinssatz- und Wechselkursentwicklungen und Kapitalbewegungen verringert werden.

Die Schlußfolgerungen Kampeters sind ebenso klar formuliert: Ein System flexibler Wechselkurse und hoher Kapitalmobilität kann aufgrund

der spezifischen Unsicherheit der Erwartungen auf den Devisen- und Kapitalmärkten und der damit verbundenen „eigentümlichen, marktinternen und solipsistischen Dynamiken spekulativer Erwartungen“ weder allokativ effizient, noch stabil sein (S. 172).

Bleibt die Frage, welche Handlungsmöglichkeiten die Wirtschaftspolitik gegenüber der zunehmend destabilisierenden Dominanz der Finanzmärkte hat. Was die Devisenmärkte betrifft schlägt Kampeter eine sogenannte „doppelte Tobin-Steuer“ vor (Kapitel 8). Die von Tobin schon 1978 vorgestellte Umsatzsteuer auf Devisentransaktionen, die die Profitabilität kurzfristiger Spekulationen drastisch verringern sollte, ist ja in den letzten Jahren auch von Dornbusch oder Bhaduri und Matzner in unterschiedlichen Varianten favorisiert worden.

Kampeter erweitert diese Vorschläge insofern, als er sowohl die extrem kurzfristigen Devisenspekulationen als auch die mittelfristigen Spekulationen auf den Geld- und Kapitalmärkten treffen will. Demnach sollte die Steuer zweigeteilt werden: Eine Steuer in der Höhe von „deutlich unter 0,5 Prozent“ auf alle Transaktionen innerhalb der Devisenmärkte (wobei selbst diese vorsichtige Quantifizierung angesichts der Handelsspannen auf den Märkten als ausgesprochen hoch anzusehen ist) und eine variable Steuer auf die Transaktionen zwischen Devisenhändlern und anderen Marktteilnehmern.

Schwierigkeiten in der Umsetzung der „doppelten Tobin-Steuer“ sieht Kampeter weniger in administrativer, sondern vielmehr in politischer Hinsicht, da sie gegen die politisch einflußreichen Banken (man könnte verschärfen gegen das Diktat der Finanzmärkte) durchgesetzt werden müßte.

Ergänzend sei darauf hingewiesen, daß eine funktionsmäßig der Tobin-Steuer ähnliche Steuer am österreichischen Aktienmarkt in Form der Börseumsatzsteuer besteht. Eine derarti-

ge steuerliche Regulierung könnte demnach auch international auf die Finanzmärkte im allgemeinen ausgedehnt werden.

Mit Bedauern muß aufgenommen werden, daß Kampfpeter anderen Regulierungsalternativen, neben der – dem Rezensenten durchaus sehr sympathischen – Tobin-Steuer, weniger Augenmerk schenkt bzw. sie als weitgehend inpraktikabel charakterisiert. Aus der Erfahrung erfolgreicher Regulierungsversuche der Wirtschaftspolitik im allgemeinen ist jedoch zu schließen, daß meist die Kombination vieler verschiedener Politikinstrumente zum Erfolg führt.

Dabei stellen sowohl eine verstärkte internationale Politikkoordination und der Versuch einer zumindest regionalen Verankerung fester(er) Wechselkurse (EWS, EWU), also Maßnahmen der monetären Integration, als auch Politikinstrumente zur Beschränkung internationaler Kapitalmobilität, wie Dornbuschs Vorschlag einer Trennung von Leistungsbilanz und Kapitalbilanz im Wechselkursregime, höhere und effektivere Besteuerung von Kapitalerträgen und Überlegungen bezüglich neuer und effektiver Formen von Kapitalverkehrskontrollen zur theoretischen und politischen Diskussion.

Alternative oder ergänzende Maßnahmen sollten allein schon deshalb

diskutiert werden, weil natürlich auch der Vorschlag einer Tobin-Steuer Gefahrenpotentiale beinhaltet. So wären etwa die Möglichkeiten der Überwälzung der Steuer auf reale Transaktionen ebenso zu diskutieren, wie die Gefahr, daß die steigenden Transaktionskosten nur zu einer „Verdünnung“ der Märkte führen, was mit entsprechenden Wettbewerbsproblemen verbunden wäre.

Zentrales Anliegen muß im Einklang mit Kampfpeter eine Rückführung der Wirtschaft und Wirtschaftspolitik auf reale Ziele bleiben. Da die Erreichung dieses Anliegens gegen die Finanzmärkte erfolgen wird müssen und zudem enormer verteilungspolitischer Auseinandersetzungen bedarf, ist die entscheidende Frage wohl die nach politischer und ökonomischer Machtverteilung.

Kampfpeters Arbeit gibt einen guten Überblick über die Ursachen verstärkter Regulierungserfordernisse für die internationalen Devisen- und Kapitalmärkte. Wenn manchmal im wirtschaftspolitischen Bereich mehr Fragen aufgeworfen als Antworten gegeben werden, so kann das nur als positiv für den intellektuellen Gewinn bei der Lektüre bzw. für die weitere Beschäftigung mit dem Thema gewertet werden.

Markus Marterbauer