

Vella Pillay

Der Börsenkrach und sein Nachspiel

Zusammenfassung: Gängigen Erklärungen, die den Börsenkrach auf bestimmte Techniken, wie den Programmhandel, zurückführen, wird die Auffassung gegenübergestellt, daß die Globalisierung und Verzahnung der Finanzmärkte wesentlich für deren Instabilität verantwortlich ist, und daß daher auch alle Regulierungsbemühungen, die von fragmentierten Märkten ausgehen, ins Leere laufen müssen. Die Strukturveränderungen der Finanzmärkte werden als Ausdruck von tiefgreifenden Verschiebungen der Weltwirtschaft interpretiert.

Für diejenigen, die sich im internationalen Bank- und Finanzwesen betätigen, kam der Crash, der am 19. Oktober 1987 auf den Aktienmärkten stattfand, nicht ganz unerwartet. In den vergangenen drei oder vier Jahren fand eine schwindelerregende, spekulative Aufwärtsbewegung im Handel mit einer Reihe von Wertpapieren statt, die ohne Bezug zur tatsächlichen ökonomischen Situation oder zu den grundlegenden Anlegerkalkülen blieb, die angeblich die Aktien- und Wertpapierpreise regulieren. Ein Krach war unvermeidlich. Wie die Ereignisse vom 19. Oktober und danach zeigten, war das Ergebnis traumatisch – eine Beinahkatastrophe in dem Sinn, daß etwa 1,7 Billionen Dollar an Wertverlusten zu verzeichnen waren, davon allein 700 Milliarden Dollar in den USA. Der Schock breitete sich auf die Währungs- und internationalen Bondmärkte (die Märkte für festverzinsliche Papiere) aus, aber zum Glück für das internationale Finanzsystem nicht in einem entsprechenden Ausmaß. Im Gefolge des Krachs wurden die Märkte für eine Vielzahl von Wertpapierformen nur durch substanzielle Liquiditätsinfusionen von seiten der wichtigen Zentralbanken und durch massive offizielle Interventionen auf den Devisenmärkten einigermaßen aufrechterhalten.

Seit dem Krach gab es dann öfter Anfälle von Nervosität und Spannungen auf den Märkten. Was die Amerikaner »volatility« (Anfälligkeit) nennen wurde zu einer tief-sitzenden Eigenschaft des Finanzsystems. Die Preisinstabilität erstreckt sich auf die Fond- und Devisenmärkte mit täglichen Ausschlägen, die sogar noch größer sind als die der Voroktoberperiode. Darüber hinaus sind eine Anzahl von Märkten für gewisse Wertpapiere in großen Schwierigkeiten – die Sekundärmärkte für wechselnd verzinsliche oder unverzinsliche Noten, für »junk bonds« und für »perpetual bank bonds« sind inzwischen fast verschwunden. Die Merger- und Aufkaufbewegung, die 1986/87 eine Hauptaktivität der Kapitalmärkte darstellte, ist so gut wie eingeschlafen, in der Hauptsache weil die Hebel-Finanzierung durch die Kapitalmärkte praktisch blockiert ist. Auf den Märkten für Futures ist die Liquidität scharf zurückgegangen. Bei vielen Industrieunternehmen ist das Verhältnis des Marktwerts zum Buchwert der Aktien rapide gesunken, während das Verhältnis der Schulden zum Buchvermögen stark gestiegen ist. Im Banksektor haben die Zentralbanken schwer für die

Verbesserung des Verhältnisses von Eigenkapital zu Anlagewerten und für die Herstellung hinreichender Eigenkapitaldeckung zu kämpfen, um Bankzusammenbrüche zu vermeiden. Diese Deckungsgrade herzustellen erweist sich als großes Problem, besonders in denjenigen Ländern, in denen die Geschäftsbanken auch im großen Stil Investitionen in den Aktien von Industrie- oder andern Unternehmen tätigen, wie in Japan und Westdeutschland.

Kurz, der Oktober-Krach hat ein Rattennest von Problemen aufgeworfen. Trotzdem glaube ich nicht, daß irgendwelche großen Änderungen für die freischwebenden internationalen Finanzmärkte angesagt sind, jedenfalls keine substantiellen. Ich bezweifle, daß die wichtigsten Regierungen und ihre Zentralbanken (mit der möglichen Ausnahme Japans) die Macht oder auch nur die Absicht haben, das, was ihrem Wesen nach globale Märkte sind, unter die Art von regulativer Kontrolle zu bringen, die eine hinreichende Stabilität und Ordnung gewährleisten würde. Im folgenden werde ich mich mit einigen kritischen Aspekten dieser Situation befassen, und diejenigen Kräfte, die den Krach hervorgebracht haben, sowie einige der grundlegenden Faktoren, die gegenwärtig im Geldsystem wirksam sind, untersuchen.

Quellen der Marktanfälligkeit

Nach der auf den Finanzmärkten geläufigen Auffassung war der Krach das Resultat von bestimmten Handelstechniken und Praktiken, die sich in wachsender Instabilität und Anfälligkeit der Wertpapierpreise niederschlugen. Sowohl die Untersuchung der Kommission des amerikanischen Präsidenten – geleitet von dem Investment-Bankier Nicholas Brady – wie die der New Yorker Börse und die der Börsenaufsichtskommission (SEC) kommen zu einem ähnlichen Ergebnis. Sie finden die Schuldigen in solchen Handelstechniken wie dem Programmhandel oder der Portfolioabsicherung. Beide Praktiken stützen sich auf das zukünftige Niveau des Standard & Poor Index der 500 führenden Unternehmensaktien. Die Aktienindex-Futures erlauben dem Spekulanten für die kleine Anzahlung von 10 % eine Wette auf die künftige Bewegungsrichtung des S&P-Index zu platzieren, indem er Index-Future-Verträge kauft oder verkauft. Dieser Markt ist gegenüber dem aktuellen Handel mit Aktien gegen Kasse ein abgeleiteter Markt. Er ist deshalb wesentlich spekulativ. Allerdings sind diese abgeleiteten Märkte tendenziell zu den dominanten Bewegungsfaktoren für die Aktienpreise auf den Barmärkten geworden. Ein Spekulant zieht Gewinn aus den Unterschieden zwischen dem Index für den Barmarkt und dem Markt für Futures, was eigentlich nicht mehr sein sollte als eine einfache Arbitrage-Operation. Mit Hilfe des programmierten Handels hat das aber die folgende Form angenommen: Wo ein Investor eine Divergenz zwischen Spot- und Futures-Markt beobachtet, kauft er auf dem billigeren und verkauft gleichzeitig auf dem teureren Markt. Das bildet den einen Flügel in der doppelten Operation, die die außerordentliche Anfälligkeit des Aktienmarkts verursacht.

Der zweite Flügel entsteht durch Portfoliosicherungstransaktionen der ganz großen

Institutionen, in der Hauptsache Banken, Versicherungen und Pensionskassen. Sie stellen gewisse ökonomische und finanzielle Entwicklungen, wie die Bewegung der langfristigen Zinssätze und die Geldpolitik des Federal Reserve in Rechnung, wenn sie sich ein Urteil über die künftigen Aktienkurse und die Kurse anderer Finanzinstrumente und die der Währungen bilden. In Zeiten der Unsicherheit häufen sich ihre Verkäufe von Index-Futures, um ihre Aktieninvestitionen zu schützen. Diese Verkäufe veranlassen wiederum die »Programm-Händler«, diese Futures zu kaufen, weil sie billig zu sein scheinen. Die »Programm-Händler« kompensieren jedoch unmittelbar ihre Futures-Käufe, indem sie Aktien auf den Kassa-Märkten verkaufen. Auf dieser Stufe betreten die Broker und andere Profis die Bühne. Sie bemerken, daß die kräftigen Verkäufe von Index-Futures-Verträgen zu einem Fall auf dem Spot-Markt führen müssen. Demzufolge verkaufen sie sofort ihre eigenen Aktienbestände und die ihrer Kunden. Dies gilt als das zentrale Ergebnis jener beiden Börsenhandelsstrategien und ebendeshalb als Erklärung des Krachs vom 19. Oktober.

Nach dem Brady Report waren allein fünf Großinstitutionen für den Verkauf von mehr als 30 000 S&P Futures-Verträgen, mit einem Nominalwert von 4 Milliarden Dollar, verantwortlich, von insgesamt 85 000 Verträgen, die an diesem Tag gehandelt wurden. Geschützt durch den Verkauf ihrer Futures-Kontrakte, gingen diese fünf Häuser daran, systematisch ihre Aktienportfolios zu verkaufen. Eine ähnliche Auffassung des Krachs entwickelt der Bericht der Securities and Exchange-Kommission (SEC, die US-amerikanische Börsenaufsichtsbehörde), indem ebenfalls aufgedeckt wurde, daß der Index-Futures-Markt es den Brokern erleichtert hatte, von dem Wissen um die Handelsabsichten ihrer Kunden zu profitieren, indem sie selbst auf eigene Rechnung zuerst ihre Transaktionen abwickelten. Die SEC bestätigt, daß der Index-Futures-Markt in vieler Hinsicht zu dem primären Markt geworden ist, auf dem die Aktienpreise bestimmt werden. Wie in einem Bericht formuliert wird: Der Schwanz begann mit dem Hund zu wedeln und wurde am Ende selbst der Hund. In den USA und noch deutlicher in Hongkong besaßen viele der Händler für Termingeschäfte wenig Kapital. Als der Markt zusammenbrach, standen sie vor dem Bankrott. In London hingegen war im allgemeinen jeder der Händler Teil eines Bankenkonsortiums, ein Schlüsselfaktor, der eine ernsthafte Krise des Londoner Terminmarkts verhinderte. Aber damit wurde eine gewichtige Rückzugsbewegung der Geschäftsbanken vom Handel in diesen und in den Spot-Wertpapiermärkten nicht aufgehalten. Es versteht sich von selbst, daß sich ähnliche Handelspraktiken auch auf den Devisen- und Goldmärkten von London und anderen Finanzzentren entwickelt hatten. Man nennt diese Praktiken die »Chartist«-Techniken des Handels. Sie beruhen auf der sog. 'Theorie', daß es möglich sei, die zukünftigen Preisbewegungen aus den vergangenen Preisbewegungen vorherzusagen. Die »Chartisten« brauchen nicht zu wissen, ja, sie ignorieren mehr oder weniger, was im Rest der Wirtschaft oder sogar auf jedem der Märkte geschieht, auf denen sie operieren. Sie behaupten einfach, daß der Preis einer Anlage einem erkennbaren Muster folgt, das die Meinungsbalance zwischen Käufern und Verkäufern widerspiegelt. Wenn dieses Muster durchbrochen wird und die Preise unter eine gewisse Widerstandsschwelle fallen, fallen die Preise weiter, bis

eine neue Widerstandsschwelle erreicht wird. Bedeutsam ist nun, daß diese 'Theorie', ob sie nun stimmt oder nicht, einen starken Einfluß auf den Markt haben kann und wachsende Preisinstabilitäten erzeugt.

Alle diese Erklärungen des Krachs vom 19. Oktober und der Folgeereignisse haben ohne Frage den Zweck, die Reichweite der Untersuchung der wirklichen, kausalen Faktoren, die die Operationen auf den Finanz- und Wertpapiermärkten regeln, zu begrenzen – und die Behauptung zu stützen, daß die Märkte selbst im Grunde solide bleiben und geordnete Handelsbedingungen hervorbringen werden, wenn nur die perversen Handelstechniken unter eine gewisse Kontrolle gebracht werden. Es gab dahingehende Vorschläge, daß vielleicht einige neue und kohärentere Regulierungsverfahren nötig sein könnten. Aber wenn man das Ausmaß der Deregulierung und die daraus hervorgehende Internationalisierung der Finanzmärkte, die in den letzten drei Jahren zu beobachten war, in Rechnung stellt, dann wird es schwierig, sich die Änderungen vorzustellen, die von den bestehenden Regulierungsbehörden, von denen viele von den Märkten selbst eingesetzt werden, herbeigeführt werden könnten.

Eine zu alldem alternative Auffassung des Krachs stützt sich auf ein tieferes Verständnis der Marktentwicklungen, insbesondere in ihrem globalen Kontext. Danach sind alle wichtigen Finanzmärkte und die daran teilnehmenden Institutionen eng verzahnt. Die Ära der segmentierten Märkte ist schon lange vorbei. Was auf dem einen Markt passiert, hat Auswirkungen auf alle anderen. Auf jedem Markt (gleichgültig ob in- oder ausländisch) konkurrieren die Akteure aggressiv um Leihkapital, kaufen und verkaufen Wertpapiere, bauen Devisen- und Warenterminpositionen auf, woraus eine Verknäuelung finanzieller Operationen resultiert, die historisch neu und einmalig ist. Das muß man mit dem fragmentierten Regulierungsansatz vergleichen, der immer noch vorherrscht und ein so deutliches Überbleibsel des Finanzsystems der Vergangenheit darstellt.

Henry Kaufman, bis vor kurzem bei der Brokerfirma Salomon Bros. tätig und ein bekannter Analytiker des Finanzgeschehens, glaubt daß die Volatilität der Wertpapierpreise und auf den Devisen- und Kapitalmärkten »eine tief verwurzelte Eigenschaft unserer neuen Finanzwelt« ist (Kaufman in »Washington Post vom 12./13.2.1988 und ders. 1986). Er ist der Auffassung, daß diese Preisinstabilität mit Sicherheit andauern wird. Dafür gibt er im wesentlichen drei Gründe an:

1. Die Deregulierungen haben im Verbund mit der Herausbildung immer neuer Formen von Finanzinnovationen Geld und Kredit hoch mobil werden lassen. Wenn man der Standardtheorie glauben wollte, müßte ein reibungsloser internationaler Finanzmarkt eigentlich insgesamt stabilisierend wirken. Dem hält Kaufman entgegen, daß diese Märkte einfach Preistrends übertreiben, weil sie große Gewinne durch »margin«-Handel mit Futures ermöglichen, und das bei minimaler Investition. Wenn die Märkte kippen, beeilen sich diese Akteure, aus ihren Positionen herauszukommen, aber auf diese Art und Weise wird der Einbruch verstärkt und die Volatilität nimmt zu. Die Märkte sind das legitime Reich der Spekulanten geworden.

2. Die Globalisierung der Märkte war ein Hauptfaktor dieser Instabilität. Der Oktober-Krach passierte nicht in einem Vakuum, denn alle wichtigen Märkte fielen zu-

sammen mit dem New Yorker Markt. Ähnliches gilt für ausländische Käufe von Schuldverschreibungen (bonds), die mächtige Auswirkungen auf den amerikanischen Bondmarkt haben. Das war beim Rückzug der Japaner von diesem Markt zu beobachten, der zu einem Anstieg der Verzinsung der US-Schuldverschreibungen und zu einem scharfen Preisfall dieser Titel führte. Daraus resultiert wiederum ein Druck auf den Dollarkurs, und selbst wenn offizielle ausländische Ankäufe getätigt werden, ergibt sich daraus noch nicht notwendig eine Verstetigung der Marktpreisbewegungen auf den Wertpapiermärkten.

3. Ein säkularer, unterliegender Trend betrifft die Institutionen des Sparens – die Sparsummen fließen zu einer kleinen Anzahl großer und mächtiger Finanzinstitutionen, die den Geldmarkt dominieren und einen außergewöhnlichen Einfluß auf die Entwicklung des Marktgemischs ausüben, auf dem sie operieren. Dies muß man in Zusammenhang mit dem Prozeß der »securitisation« (Absicherung) sehen, der einen Mechanismus darstellt, mittels dessen Finanzvermögensbestandteile sich in und aus institutionellen Portfolios bewegen können.

In bezug auf den letzten Punkt können wir einen grundlegenden Widerspruch ausmachen in der Art, in der die Märkte funktionieren. Einerseits hat der Markt durch »securitisation« eine wachsende Anzahl von vorgeblich (ver-)käuflichen Kreditinstrumenten geschaffen. Andererseits gibt es nur eine kleine Anzahl von Institutionen, die als zentrale Investitionsentscheidungsträger für diese Instrumente fungieren. Sie entscheiden über Sein oder Nichtsein dieser Instrumente. Deshalb wird die Konzentration der Macht in den Händen dieser Institutionen als die wesentliche Kraft angesehen, die die Volatilität auf allen Finanzmärkten hervorbringt.

Vieles von dem, was Kaufman – und andere mit ähnlichen Ansichten – vorbringen, ist korrekt. Aber es ist dennoch fraglich, ob diese Ansichten eine grundlegende Erklärung für die traumatische Erfahrung des Oktober-Krachs darstellen können. Ich würde in diesem Zusammenhang noch etwas weiter ausholen.

Die Kreditwirtschaft

Vor einem Jahr schätzte die New Yorker Federal Reserve den Umsatz auf den Finanzmärkten an einem durchschnittlichen Arbeitstag auf eine Billion Dollar. Das macht etwa 2 Milliarden pro Minute. Diese Zahl schließt weder Transaktionen mit Gütern und Dienstleistungen noch Lohn- und Gehaltszahlungen oder für diese Zwecke aufgenommene Kredite ein. Auf der andern Seite muß diese Zahl mit dem täglichen Brutto sozialprodukt der USA von etwa 10 Milliarden verglichen werden.

Während der letzten 10 Jahre ist die Kreditmarktverschuldung mit 9 % pro Jahr gewachsen; der Marktwert der Wertpapiere mit 12 % pro Jahr und der von öffentlichen Schuldtiteln mit 17 % pro Jahr. Der tägliche weltweite Handel mit Futures und Optionenverträgen erreichte im dritten Quartal 1987 750 Milliarden Dollar, während die tägliche Bewegung von Fonds im Devisentausch sich auf 200 Milliarden Dollar beläuft. Schließlich ist das Volumen der Auslandsaktiva der Banken der fortgeschritte-

nen Industrieländer – im Prinzip handelt es sich um den Interbankenmarkt – um das 10fache über das Niveau von vor 10 Jahren auf beinahe 1 Billion Dollar hochgeschwungen (Ende Juni 1987).

Es ist nicht einfach, diese Explosion finanzieller Transaktionen zu erklären, insbesondere in einer Periode relativ langsamen Wirtschaftswachstums und angesichts einer Palette von andern Schwierigkeiten, denen sich die kapitalistischen Ökonomien seit den Mittsiebzigern gegenübersehen – wie dem abflachenden Trend im internationalen Handel, dem Ausbruch der bisher ungelösten Schuldenkrise in der Dritten Welt, der Inflation, und anderen wichtigen Ungleichgewichten in der Weltwirtschaft.

Vielleicht läßt sich diese Explosion in der Finanzwelt als Ausdruck der Entwicklung des Verhältnisses von Geld, Kredit und Schulden (die die Form einer Reihe von Finanzinstrumenten annehmen) zu marktfähigen Waren verstehen, für die weitreichende, freie und grenzüberschreitende Märkte entstanden sind. Als Ergebnis eines kontinuierlichen Prozesses der Markt deregulierung und des Zusammenbruchs der traditionellen Schranken, die einst die Funktionen der spezialisierten Märkte und Finanzinstitutionen trennten, hat sich das Geschäft mit Geld, wie die Daten anzeigen, spiralförmig in eine Umlaufbahn bewegt, die scheinbar unabhängig von der wirklichen Welt der Produktion, Beschäftigung, des Handels und der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung ist. Was an dieser Entwicklung vielleicht einmalig ist, ist zunächst das außerordentliche Ausmaß dieses Geschäfts mit dem Geld, sodann dessen globalisierter Charakter, mit Märkten jenseits der formalen Jurisdiktion der wichtigsten geldpolitischen Instanzen. Darüber hinaus scheint, wie ich zu zeigen versuchte, dieses Geldgeschäft von Volatilität und Spekulation zu leben. Es mag nicht klar sein, was was verursacht, aber es ist zumindest sicher, daß sich Volatilität und Spekulation, im Kontext der lange hingezogenen Abflachung der globalen ökonomischen Entwicklung seit den frühen siebziger Jahren, in einer Art symbiotischer Umarmung zusammengeschlossen haben.

Eine Anzahl charakteristischer Merkmale dieser symbiotischen Umarmung kann hier nur summarisch erwähnt werden:

1. Die Finanzmärkte haben sich immer mehr zu Vehikeln kurzfristiger Operationen der Finanzinstitutionen und anderer professioneller Spekulanten entwickelt. Durch das Entstehen einer Reihe sekundärer Märkte, inklusive der Märkte für Finanzinstrumente langer Laufzeit wie Schatzbriefe oder andere Kapitalanlageformen, haben diese Instrumente einen wesentlich kurzfristigen Charakter bekommen und werden nun primär aufgrund spekulativer Kalküle und mittels der bereits erwähnten Techniken gehandelt. In dieser Hinsicht sind die fundamentalen betriebs- und volkswirtschaftlichen Gesichtspunkte bei der Festlegung von Wertpapierpreisen durch den kontinuierlichen und rapiden Umschlag auf den Märkten für diese Anlageformen erodiert. Darüber hinaus hat das, was man allgemein »Restrukturierung des Kapitals« nennt, wenig mit der traditionellen Bedeutung dieses Ausdrucks zu tun. Heute geschieht der Erwerb von Aktienmehrheiten, Aufkäufen, Mergers (die alle auf Kredit mittels hochverzinslicher Schuldverschreibungen finanziert werden) vor allem zur Erreichung rein finanzmäßig definierter Ziele, nämlich Kapitalgesellschaften zu übernehmen, ih-

re profitablen Teile an sich zu ziehen und dadurch riesige Geldgewinne einzuheimen. Bei all dem organisieren und managen die Netzwerke des Kapitals, die Vermittler (middlemen) der Wall Street und der Londoner City, das Geld und den Kredit für solche Operationen.

2. Der Theorie nach wird die Bewertung irgendeines Anlageobjekts durch gewisse klar definierte und unabhängige Kriterien bestimmt, wie die Ertragskraft oder das damit verbundene Risiko. Das trifft für die meisten Fälle aber nicht mehr zu. Die Bewertung eines Anlageobjekts beruht immer mehr auf der Verfügbarkeit eines Darlehens für seinen Erwerb. George Soros hat das in seinem vor kurzem erschienenen Buch gut ausgedrückt: »Die Bewertung der Sicherheit, des Pfands (des Anlageobjekts, das der Kreditnehmer erwerben will) soll unabhängig vom Akt der Kreditaufnahme erfolgen, tatsächlich aber beeinflusst er die Bewertung des als Sicherheit dienenden Vermögensobjekts« (Soros 1987). Das impliziert, daß der Kredit selbst solche Anlagemärkte füttert wie die Aktienbörse, den Immobilienmarkt und etliches andere, wobei die Anlageobjekte als Sicherheit oder als Garantie gelten, die den Verleiher überzeugen, daß er sein Geld zurückbekommen kann. In Großbritannien hat das Aufblähen des Kredits das Verhältnis der Häuserpreise zu den Einkommen scharf angehoben. Dasselbe galt für Aktien und Anteile vor dem Krach. In den USA war das nicht anders. Interessant daran ist, daß die Verleiher – in der Hauptsache die Banken, die Hypothekengesellschaften und andere – dann ihre vergebenen Kredite zu einem Pfandbrief verpacken, dessen Bewertung wiederum in der Hauptsache auf der Kreditgrundlage beruht. Die Pfandbriefe werden dann auf dem Markt plaziert. Diese Absicherungs-transaktion erlaubt es dem ursprünglichen Kreditgeber, die Liquidität wieder zu erwerben, die eine neue Runde der Kreditvergabe ermöglicht. Die auf den Kopf gestellte Kreditpyramide vergrößert sich auf diese Weise fortwährend. Früher oder später, wenn der Markt für diese oder jene Anlageform schwach wird, setzt eine verlustbringende Kettenreaktion ein – vom Halter des Absicherungsbonds hin zum Kreditgeber – weil der Wert des zugrundeliegenden Vermögensobjekts sich als weitaus niedriger herausgestellt hat als der Kredit, der für seinen ursprünglichen Kauf verfügbar gemacht wurde.

3. Die Finanzinnovationen, deren Zeuge wir waren, resultieren nicht notwendigerweise aus einem zufälligen oder willkürlichen Prozeß. Zum Teil ist dieser Prozeß defensiv – das gilt für die Innovationen, die als Reaktion auf Politik- oder Regulierungsänderungen geschaffen wurden – zum Teil ist er aggressiv – die Schaffung von Finanzinstrumenten, von denen die Finanzinstitutionen sich einen profitablen Markt versprechen. Irgendwelche auftauchenden Lücken werden hier rasch beseitigt, ob es die Fälligkeitsfristen, die Vermarktbarkeit oder die Erträge einer immer weiter wachsenden Palette von Finanzprodukten angeht. Darüber hinaus weiß man, daß Finanzprodukte selbst nur ein begrenztes Leben haben; wenn ihr Potential erschöpft ist, werden sie durch andere ersetzt. Die »floating rate note« war ein Produkt der inflationären Bedingungen der siebziger und frühen achtziger Jahre. Als die Inflationserwartungen nachließen und die Zinssätze nachgaben, wurde die FRN zunehmend durch festverzinsliche Eurobonds ersetzt. Es lassen sich viele solche Beispiele finden und

sie stehen in Beziehung zum Aufstieg und Zerfall der sekundären Märkte für diese Finanzprodukte. Potentiell entstehen die besorgniserregendsten Innovationen aus der »securitisation«, der Absicherung: Der Versuch der Geschäftsbanken, ihre Bestände an Kapitalschuldverschreibungen, Hypotheken und ähnlichen Aktiva zu reduzieren, indem sie sie wiederum zu verkäuflichen Wertpapieren verpacken, um auf diese Weise ihre Bilanzen nach dem Eintritt der Verschuldungskrise der 3. Welt aufzubessern. Als Ergebnis haben sich die Investitions-, Verschuldungs-, Absicherungs- und Spekulationsmöglichkeiten auf eine nie dagewesene Weise vervielfältigt. Der Krach vom letzten Oktober hat diesen Prozeß nicht aufgehalten.

4. Dieses dynamische Finanzinnovationssystem stellt die Aufsichtsbehörden und Zentralbanken vor gravierende Probleme, und nicht nur deshalb, weil ein Großteil der Neuheiten entworfen werden, um bestehende Regeln oder Steuern zu umgehen. So sind die gegenwärtigen Formen der Geldangebotskontrolle und -messung als Instrument der Geldpolitik durch und durch veraltet. Die Bank für internationalen Zahlungsausgleich hat diesen Punkt schon vor zwei Jahren in einer Untersuchung hervorgehoben; das Argument war, daß als Folge des rapiden Wachstums im Volumen derjenigen Transaktionen, die durch die schnellgreifenden Mechanismen des Interbankenhandels geregelt werden, und der wachsenden Volatilität diese Finanzinnovationen unausweichlich zu Belastungen des internationalen Finanzsystems führen müssen. Die traditionelle Auffassung von dem, was man Liquiditätspräferenz nennt, trifft nicht mehr und keine Zentralbank kennt auch nur den Anfang einer Antwort auf dieses Problem.

5. Wenn der Crash des vergangenen Oktober irgendetwas wie einen Langzeiteffekt hat, dann in der Richtung einer größeren Machtkonzentration im Management der Finanzmärkte. Eine viel kleinere Gruppe von großen Konsortien, jedes verbunden mit oder unter der Kontrolle einer der Großbanken der City, beherrscht zunehmend diese Märkte. In den USA wird die zu erwartende Aufhebung des Glass-Steagal-Gesetzes eine wichtige Restrukturierung des Bankensystems und der mit ihm verbundenen Märkte mit sich bringen, wobei sich wahrscheinlich die New Yorker Großbanken über das ganze Land ausbreiten und normale Bankgeschäfte mit Wertpapierhandel und vielem anderen verbinden werden. In London war ein ähnlicher Vorgang zu beobachten, der durch den Crash noch zusätzliche Anstöße erhielt. Heute verlieren die britischen Banken gegenüber den ausländischen Großbanken an Boden, obwohl London für die globalisierte Struktur der Finanzmärkte erhebliche Bedeutung behält. Die ersten fünf der größten Banken, jede mit einer starken Stellung in London, sind inzwischen japanisch, die sechste ist die amerikanische Citicorp.

Schlußfolgerungen

Seit dem Crash im Oktober hat es einigen Druck für die Einleitung von sowohl nationalen wie auch von den fortgeschrittenen Industrieländern gemeinsam zu tragenden politischen Maßnahmen gegeben, die das Spielcasino der Finanz beruhigen soll-

ten. Einige der US-amerikanischen Untersuchungskommissionen haben formale Regulierungsverfahren vorgeschlagen, gemäß denen die Federal Reserve eine Oberaufsicht ausüben sollte. In London enthielt die offizielle Einschätzung des Krachs durch die Börse – im großen und ganzen eine selbsterteilte Absolution – Vorschläge für ein System internationaler Regeln, um den Wertpapierhandel zu ordnen.

Wer über lange Jahre die nur halbherzigen Anstrengungen beobachtet hat, durch zwischenstaatliche und zwischen den Zentralbanken geschlossene Übereinkommen so verschiedene Probleme wie die Aufsicht über die Eurowährungsmärkte und den Interbankenhandel, das Problem der adäquaten Kapitaldeckung bei den Banken und vieles andere zu lösen, muß wohl bezüglich der Möglichkeiten irgendwelcher organisierter internationaler Ansätze zur Sicherstellung der Stabilität der Finanzmärkte skeptisch bleiben. Tatsächlich ist die Macht der Zentralbanken zur Steuerung der Finanzmärkte sowohl durch die Deregulierung, als auch durch das System flexibler Wechselkurse beträchtlich erodiert.

Im Zentrum dieses Problems stehen die Vereinigten Staaten. Es gibt eine klare Korrelation zwischen der wachsenden Instabilität und Unvorhersehbarkeit des Finanzsystems und der wachsenden Instabilität der amerikanischen Wirtschaftspolitik, sowohl nach innen als auch nach außen. Wenn die US-Handelspolitik eine andere und der Staatshaushalt in etwa ausgeglichen wäre, damit der unaufhörliche Zustrom von Dollarbeständen auf den internationalen Markt gestoppt werden könnte, dann wäre ein Gutteil der Spannungen zweifelsohne unter Kontrolle zu bringen. Aber so soll es wohl nicht sein. Das Louvre-Abkommen zwischen der Siebenergruppe im Februar 1987, mit dem der Dollar durch Zentralbankinterventionen stabilisiert werden sollte, verschaffte den USA einfach das Mandat für kräftige Handelsdefizite, 1987 erreichte das Defizit mehr als 170 Milliarden Dollar. Trotz des Glaubens von Ökonomen und anderen in die sog. J-Kurve und in die Möglichkeiten harmonischer wirtschaftlicher Zusammenarbeit zwischen den Großmächten werden uns die Ungleichgewichte der Weltwirtschaft für lange Zeit erhalten bleiben. Diese Ungleichgewichte sind Ausdruck von tiefgreifenden Verschiebungen in den wesentlichen Strukturen der Weltwirtschaft – Verschiebungen, die die amerikanische Hegemonie und die Rolle des Dollars als Reservewährung unter Druck gesetzt haben. Die Instabilität der Finanzmärkte, ihre sich immer weiter fortsetzende Loslösung von der realen Wirtschaft und ihre Anfälligkeit für hektische Spekulationen in einer rein geldorientierten Umwelt – all dies spiegelt meiner Meinung nach diese grundlegenden Ungleichgewichte und Spannungen im internationalen Wirtschaftssystem wider.

Vor etwa sechs Jahren hat der amerikanische Ökonom Hyman Minsky, obwohl er daran festhielt, daß das Finanzsystem der fortgeschrittenen kapitalistischen Länder zu einer Hauptquelle ökonomischer Instabilität geworden sei, behauptet, ein wirklicher Einbruch oder eine Wiederholung der Krise der dreißiger Jahre sei unwahrscheinlich. Er gab dafür zwei Gründe an. Erstens wäre die Federal Reserve bereit, die Rolle des »lender of last resort« auf einem Maßstab zu spielen, der hinreichend wäre, um die Kettenreaktion von Bankrotten auf den Finanzmärkten aufzuhalten. Und zweitens würde die US-Regierung auch weiterhin große Haushaltsdefizite eingehen

und damit der Privatwirtschaft ein entscheidend wichtiges Liquiditätspolster bereitstellen (Minsky 1982). Diese Überzeugung ist fragwürdig geworden, weil sich die Zeiten geändert haben, seit Minsky das schrieb. Die Globalisierung der Finanzmärkte und die Tatsache, daß in den USA erhebliche Volumen an ausländischem Vermögen investiert werden, öffnen ganz andere und weniger steuerbare Wege zu einer Krise, Wege über den Dollarwechsellkurs, über das Handelsdefizit und über den schwindelerregenden Anstieg der US-amerikanischen Zinssätze.

Im Mittelpunkt all dieser Fragen steht die nach der zukünftigen Führung im Weltkapitalismus. Auch unter Berücksichtigung der Robustheit und Kraft der japanischen Ökonomie und ihrer außerordentlichen Fähigkeit, Überschüsse für internationale Investitionen zu produzieren, wird die Lösung dieser Frage nicht einfach und schmerzlos sein. Weder ist bisher ein einzelnes Land noch eine Gruppe von Ländern aufgetaucht, um die Führungsrolle zu übernehmen und eine neue internationale Ordnung ökonomischer und monetärer Regelungen und Disziplinierung durchzusetzen. Beides wären meiner Meinung nach notwendige Voraussetzungen, um eine neue Phase der Akkumulation in der kapitalistischen Welt in Gang zu bringen.

(Übersetzung aus dem Englischen durch Heiner Ganßmann)

Literatur

- Kaufman, M. (1986): *Money, Interest and the Financial Market*, New York
Minsky, H. (1982): Can it happen again? in: *Challenge*, Juli
Soros, G. (1987): *The Alchemy of Finance*, Weidenfeld and Nickolson