

Die Finanzkrise als Herausforderung für die internationale Ordnung

Der Beitrag sieht die wesentlichen Ursachen der Finanzkrise in exzessiv wachsender globaler Liquidität während der beiden letzten Jahrzehnte, Regulierungsdefiziten auf den Finanzmärkten vor und während der Krise, einer passiven Geldpolitik, die Blasenbildungen an Vermögensmärkten nicht unterband, sowie im Unvermögen weiter Teile der Finanzmarktakteure, auf unerwartete Ereignisse angemessen zu reagieren. Anders als auf den internationalen Gütermärkten fehlt es an einem globalen Ordnungsrahmen ähnlich der Welthandelsordnung, der die Akteure diszipliniert und sie multilateralen Instanzen unterwirft. Stattdessen muss seit dem Zusammenbruch des Bretton Woods Abkommens von einer Nicht-Ordnung auf Finanzmärkten gesprochen werden, in der es weder eine einzelstaatliche noch eine plurilaterale oder multilaterale Ordnungsinstanz mehr gibt. Die USA als größter Schuldner können diese Funktion, die sie noch in der frühen Nachkriegsperiode unter dem Bretton Woods System ausübten, nicht mehr ausfüllen. Der Autor sieht in der näheren Zukunft keine Veränderung dieser Situation. Die Rolle des Dollars als internationale Leitwährung sei zwar geschwächt, aber immer noch alternativlos. Hoffnung setzt der Autor statt auf top-down gesetzte Ordnungen auf sich entwickelnde bottom-up zivilgesellschaftliche Prozesse auf globaler Ebene, die über Transparenz und Information Akteure an Finanzmärkten zu risikobewussterem Verhalten bewegen und Regierungen zur Koordinierung ihrer nationalen Regeln veranlassen würden.

1. Positives¹

Es hat in der Nachkriegszeit nur ein einziges globales Regelwerk innerhalb der internationalen Wirtschafts- und Finanzbeziehungen gegeben, das sich nicht nur halten, sondern auch weiter entwickeln konnte. Das war die internationale Handelsordnung, zunächst im Rahmen des Güterhandels (GATT) und später erweitert auf den Handel mit Dienstleistungen und den Schutz des geistigen Eigentums im Rahmen der Welthandelsorganisation WTO. Weder auf den Arbeitsmärkten noch im Bereich der Umwelt und auch nicht in den internationalen Finanzbeziehungen ist es der Weltgemeinschaft seit Kriegsende gelungen, ein entsprechendes Regelwerk zu verankern.² Der Goldstandard des frühen zwanzigsten Jahrhunderts konnte nicht in die Nachkriegszeit hinübergerettet werden, und die an den Dollar als Leit- und Ankerwährung geknüpfte Ordnung des *Bretton Woods* Abkommens zerbrach Anfang der siebziger Jahre an der schwindenden Fähigkeit der USA, ihre Währung knapp und damit wertstabil zu hal-

1 Der Autor dankt zwei Gutachtern für kritische Beiträge zum Manuskript.

2 Dies hatte übrigens zur Folge, dass die Welthandelsordnung mit einer Fülle von konfligierenden Zielen überfrachtet wurde und daher auch an Autorität verloren hat.

ten. Der Dollar hat nichtsdestoweniger seine Leitwährungsfunktion in Ermangelung anderer Alternativen behalten, und diese Alternativlosigkeit besteht bis dato, auch wenn in jüngster Zeit von manchen Seiten, unter anderem aus China, Kritik an dieser Funktion geübt wird. Aber nach wie vor bieten die USA den liquidesten Finanzmarkt, eine sehr absorptionsfähige Volkswirtschaft und im politischen Bereich ein weiteres öffentliches internationales Gut (neben der Leitwährung Dollar): die Omnipräsenz als politische und militärische Macht.³

Zusammengefasst: Die globalen institutionellen Beziehungen auf den Finanzmärkten sind durch eine *Nichtordnung* gekennzeichnet, und es spricht wenig dafür, dass die Krise so tiefgreifend war, dass Nationalstaaten Souveränitäten bei der Regelung von Finanzmarktbeziehungen an eine supranationale Institution hätten übertragen wollen.⁴ Der G-20 Gipfel in Pittsburgh hat diese Fixierung auf nationale Souveränität und auf Koordination statt Souveränitätsübertragung unterstrichen. Der Internationale Währungsfonds kann die Rolle als institutioneller Träger einer globalen Finanzmarktarchitektur schon deshalb nicht übernehmen, da er zum einen auf die Finanzmittel der wichtigsten Mitglieder – sei es als Stimmrechtskapital oder als Kredit – angewiesen ist und zudem dank der bisherigen Sperrminorität der USA und der hohen summierten Stimmrechtsanteile der europäischen Staaten nicht autonom entscheiden kann. Im eigenen Hause ist er nur der *deputy sheriff*. Außerdem hat er keine Eingriffsrechte in das Setzen nationalen Rechts von Ländern. Deshalb konnte er bislang auch nicht »lender of last resort« sein. Paradoxerweise ist es gerade die Stellung der USA als größter Schuldner, die die Rolle des Dollars als Leitwährung so unangreifbar macht. Dies wurde von John Connally, Finanzstaatssekretär in der Nixon Regierung, 1971 treffend zum Ausdruck gebracht: Der Dollar ist unsere Währung und Euer Problem.⁵ Die USA sind international in ihrer eigenen Währung verschuldet und können daher durch eigene Wechselkursinterventionen (Abwertung) die Vermögensposition der Gläubiger (unter anderem China) zu deren Nachteil beeinflussen. Anders formuliert: sie können ihre Schulden mit einem Geld bezahlen, das sie selbst schaffen können. Dies und die forcierte Exportexpansion wichtiger Schwellenländer haben in den vergangenen Jahren zu Leistungsbilanzungleichgewichten geführt, die ein Volumen an globaler Liquidität schufen, das über das Wachstum der Realwirtschaft weit hinausging. Im Zuge dieser Entwicklung und parallel zur Globalisierung von Gütermärkten und dem damit verbundenen Wettbewerbsdruck auf die Preise von handelbaren Gütern und Dienstleistungen sanken die Inflationserwartungen. Dank sinkender kurzfristiger Realzinsen florierten Vermögensmärkte, in die die Liquidität floss, ohne

3 Siehe zum Zusammenhang zwischen den beiden internationalen öffentlichen Gütern der USA (Leitwährung und globale Sicherheit) in der älteren Literatur Fratianni/Patterson (1982). Nobelpreisträger Robert Mundell (1993) fasst dies unter der Metapher »great powers have great currencies« zusammen. Das Dilemma der Nicht-Ordnung und das Fehlen einer attraktiven Alternative zur Leitwährung Dollar wird von Cohen (2009) und Setser (2009) diskutiert.

4 Dies nicht zu tun, dafür gibt es aus politökonomischer Sicht eine Reihe von Argumenten. Siehe Weder di Mauro (2009).

5 Siehe zu den Hintergründen dieser Aussage, die anlässlich des Besuchs einer europäischen Delegation in den USA gemacht wurde: http://en.allexperts.com/e/j/jo/john_connally.htm; 20.10.2009.

dass die Geldpolitik einen Anlass gesehen hätte, die dadurch entstehenden exzessiven Vermögensbewertungen (Blasen) zu verhindern bzw. ihnen entgegenzutreten (Grubel 2008). Hier zeigt sich der *erste Problemkomplex*, der der Krise zugrunde lag: Eine dank der Leistungsbilanzungleichgewichte stetig wachsende Quelle internationaler Liquidität verbunden mit der Passivität der Geldpolitik, die sich dem Inflationsziel verpflichtet sah und wegen globalisierungsbedingtem Wettbewerb und Lohnzurückhaltung keine inflationäre Entwicklung befürchten musste.

Anders als in den früheren Finanzkrisen, die sich auf Transformations- und Schwellenländer beschränkten (Lateinamerika und Südostasien), fand die Überschussliquidität Aufnahme in Kreditsatzgeschäften in den Industrieländern, allen voran in den USA. Zu den Leistungsbilanzungleichgewichten trugen Rohstoffmärkte bei, da sich im Zuge des raschen Wachstums von Schwellenländern eine ungebrochene Nachfrage nach Rohstoffen entwickelte, die zu weiteren Leistungsbilanzungleichgewichten beitrug. Dieser makroökonomische Problemkomplex wurde von einem zweiten *mikroökonomischen Problemkomplex* begleitet, nämlich dem der Regulierungsdefizite auf heimischen Finanz- und Vermögenmärkten und der fehlenden Koordination bestehender Regulierungen zwischen den einzelnen Ländern. Diese Defizite haben sich auf allen Märkten in unterschiedlicher Form gezeigt, sicherlich prominent in den USA bei der Finanzierung von Grundstücksinvestitionen aber auch in Deutschland, wo bestimmte Finanzmarktprodukte außerhalb der Bilanz und Bilanzkontrolle von dafür eingerichteten Spezialinstituten vertrieben werden konnten. Zu unterscheiden ist dabei erstens zwischen unzureichenden Regulierungen *vor* der Krise, zweitens Fehlanreizen von großen Akteuren, die ein sogenanntes systemisches Risiko, also einen Dominoeffekt für andere Akteure, auslösen können (*too big to fail*), und schließlich drittens prozyklisch wirkende Regulierungen dahingehend, dass Eigenkapitalhinterlegung gerade dann verschärft wurde, als das Eigenkapital für die *in der Krise* befindlichen Institute am teuersten war. *Ein dritter Problemkreis* umfasst die Geldpolitik der Industriestaaten, die die Blasenbildung an Vermögenmärkten weitgehend ignorierte. Diese Problemkreise hätten für sich genommen nicht zwangsläufig zum Ausbruch der Krise führen müssen, hätte es nicht » *tipping points*« wie das Zulassen des Zusammenbruchs von Lehman Brothers gegeben, die panisches Herdenverhalten auslösten.

Nationalstaaten und Zentralbanken haben in der Krise rasch reagiert, indem sie nahezu uneingeschränkt Liquidität zur Verfügung stellten, implizite Solvenzgarantien für große Finanzinstitute aussprachen und vorübergehend die Funktionen des zusammengebrochenen Interbankenmarktes übernahmen (Dewatripont et al. 2009) Zentralbanken wurden vorübergehend zu Geschäftsbanken. Nichtsdestoweniger bleiben die wesentlichen Herausforderungen, die sich aus den drei Problemkomplexen ergeben haben, auch nach den bisherigen drei G-20 Gipfeln ungelöst.

Erstens bestehen die globalen Ungleichgewichte, wenn auch zyklisch bedingt verringert, weiterhin noch. Die Rolle des Dollars als Leitwährung bleibt vorerst unangefochten, aber die Kritik an dieser Funktion wird immer unüberhörbarer. Es besteht weiterhin ein erheblicher Überschuss an Liquidität, die ihre Anlage nicht allein in einer sich nur langsam erholenden Realwirtschaft finden wird. Zweitens wird die

Einigung auf globale Standards für Finanzmarktprodukte und gemeinsame Finanzmarktregulierungen angesichts der Interessenunterschiede zwischen den führenden Finanzstandorten USA und dem Vereinigten Königreich einerseits, sowie China und den kontinentaleuropäischen Ländern andererseits sehr schwierig werden. Nicht auszuschließen ist, dass sich hinter Formelkompromissen löchrige Regulierungen verstecken können, die auch angesichts der ungebrochenen Innovationskraft einer ums Überleben kämpfenden Finanzmarktbranche größer werden können. Regulierungen zielen auf bereits bestehende Produkte ab, aber man zielt auf ein sich bewegendes Ziel, da die Branche neue Produkte hervorbringen wird und Regulatoren immer einen Schritt hinter den Innovatoren bleiben werden. Umso mehr ist zu erwarten, dass eine Entschärfung der Situation weniger aus neuen Regulierungen denn aus veränderten Verhaltensweisen der Akteure an den Märkten resultieren wird; diesmal in einer überschießenden Vorsicht, solange die Bilanzpositionen der Unternehmen und der privaten Haushalte nicht konsolidiert sind. Drittens steht die Geldpolitik vor der schwierigen Aufgabe, den richtigen Zeitpunkt für die Rückführung der reichlich zur Verfügung gestellten Liquidität zu finden, ohne die realwirtschaftliche Erholung bereits rasch wieder im Keim zu ersticken. Dabei kann es zu Asymmetrien in der zeitlichen Abfolge der Geldpolitik dahingehend kommen, dass die EZB früher als die amerikanische Notenbank beginnt, Liquidität einzusammeln. Eine derartige Asymmetrie könnte den Dollar schwächen und zu protektionistischen Schritten seitens der Länder führen, die mit den USA auf den internationalen Märkten konkurrieren beziehungsweise den Importdruck als Folge der Aufwertung ihrer Währung als Last sehen. Eine weitere Abwertung des Dollars würde zudem den Zugang zum amerikanischen Gütermarkt sichtbar erschweren.

Es spricht vieles dafür, dass es zunächst einmal bei der Nichtordnung oder einem »Weiter So« auf den internationalen Finanzmärkten bleiben wird. Die Rolle des Dollars als internationale Leit- und Ankerwährung bleibt vorerst alternativlos. Sonderziehungsrechte oder andere in der Diskussion befindlichen Dollarsubstitute sind solange keine Alternative, wie sie nicht alle drei Funktionen eines internationalen Geldes erfüllen können: Umrechnungseinheit, Zahlungsmittel im internationalen Handel und Wertaufbewahrung (letztere international konkretisiert durch die Aufgaben als Reservewährung und Wechselkursanker). Die Interessengegensätze zwischen den USA und dem Vereinigten Königreich einerseits sowie den kontinentaleuropäischen Ländern andererseits und nicht zuletzt auch China bleiben weiterhin bestehen. Der Finanzsektor wird vor dem Hintergrund einer Schrumpfung Innovationen hervorbringen, an die Regulierungsinstitutionen auf nationaler Ebene zur Zeit noch gar nicht denken können. Dies alles geschieht vor dem Umfeld eines alles andere als selbsttragenden Aufschwungs, da die realwirtschaftlichen Bremsspuren (Überkapazitäten in bestimmten Sektoren, Fragen nach der Fortsetzung des asiatischen Exportbooms, Spannungen im Europäischen Währungssystem) weiterhin die nächsten Jahre bestimmen werden.

Die Frage nach einer stabilen globalen Finanzmarktordnung bzw. Finanzmarktarchitektur bleibt damit weiterhin unbeantwortet. Weitere Krisen sind daher wahrscheinlich. Ebenso wenig kann ausgeschlossen werden, dass die Globalisierung der

Gütermärkte einen Rückschlag erleidet. Dies bedeutet, dass eine Finanzmarktarchitektur sich nicht auf den Vorbildcharakter der internationalen Handelsordnung stützen können. Dafür waren die Enttäuschungen nach acht Jahren Verhandlungen innerhalb der Doha Runde zu groß. Protektionistische Einzelfeuer hat es in vielen Fällen in der Krise gegeben, jedoch keinen Flächenbrand (Evenett 2008). Dennoch liegt der multilaterale Abschluss der Runde in weiter Ferne. Zwischen den nationalen und den globalen Regelungen könnte es zu einer verstärkten Regionalisierung von Regeln kommen, da es auf der regionalen Ebene mit homogenen Partnern leichter sein dürfte, eine Harmonisierung von Regeln erreichen.

Über den Umweg der Regionalisierung könnte es dann auch zu globalen Regulierungen zwischen wenigen Währungsblöcken kommen. Entscheidend wird sein, wie groß der Dollarblock nach der Krise ist. Diese Frage wird zwischen den USA und China entschieden. Europa bleibt hier Zuschauer.

2. Normative Implikationen für eine Weltwirtschaftsordnung für Finanzmarkttransaktionen

Die Erfahrungen mit Nichtordnungen auf globaler Ebene für Finanzmarktbeziehungen, Umwelt und Arbeit sowie die offenkundige Schwäche der WTO als bereits etablierter Ordnungsrahmen für den Welthandel werfen grundlegende Fragen nach der Machbarkeit globaler Ordnungsarchitekturen auf. Meines Erachtens zeigen diese historischen Erfahrungen, dass sich ein globales Regelwerk nur mit einer akzeptierten einzelstaatlichen oder einer plurilateralen oder multilateralen Ordnungsinstanz, also einem führenden Nationalstaat, einer anerkannten Regionalgemeinschaft oder einer multilateralen Einrichtung verwirklichen lässt. Diese Instanz würde andere Staaten für Härten aus der Bindung an eine Ordnung kompensieren und ein veritables Eigeninteresse an globalen Regeln haben. Unter den Einzelstaaten waren dies früher England und dann die USA. Diese Funktion als Ordnungsinstanz füllen sie heute nicht mehr aus. Die USA sind als größter internationaler Schuldner geschwächt und darüber hinaus nicht bereit, eine andere Instanz uneingeschränkt zu akzeptieren. Eine solche Instanz ist auch nicht in Sicht. Die EU ist kein Ersatz, da sie mit Ausnahme einer einheitlichen Geld- und Handelspolitik in der Kernfrage einer gemeinsamen Außenpolitik zerrissen bleibt. Die Siegermächte des Zweiten Weltkriegs, das Vereinigte Königreich und Frankreich, bleiben außenpolitische Antipoden und werden zentrale Souveränitäten nicht an eine EU-Institution abgeben. Mit zunehmender Mitgliederzahl bleibt die EU vom Ministerrat, also vom Interesse der Einzelstaaten, geprägt, nicht aber von der Kommission. Schwellen- und Transformationsländer haben weder die wirtschaftliche Potenz noch die politische Akzeptanz, um als Ordnungsinstanz akzeptiert zu werden. Viele dieser Staaten sind defekte oder autoritäre Demokratien. Etablierte Demokratien müssten bereit sein, ihre politischen Grundvorstellungen, wie Demokratie, soziale Marktwirtschaft und individuelle Menschenrechte mit anderen Grundvorstellungen in Konkurrenz treten zu lassen, ja sogar gegebenenfalls zu akzeptieren, dass diese Grundvorstellungen obsiegen.

Wenn man annimmt, dass eine *top down* Regelarchitektur, die von einer Ordnungsinstanz bestimmt wird, zukünftig nicht verwirklicht werden kann, bleibt die Hoffnung auf eine *bottom up* Bewegung, die man als globale internetvernetzte Zivilgesellschaft bezeichnen kann. Sie könnte dank ihrer Präsenz und ihres Wissens in einem längeren Prozess Verhaltensnormen etablieren, denen sich Regierungen letztlich anschließen. Im internationalen Handel haben sich derartige Normen bereits durchgesetzt, wie die Erfolge der *Extractive Industries Transparency Initiative* oder der *Business Social Compliance Initiative* zeigen, in der sich Unternehmen zu Sozialstandards und anderen ethischen Prinzipien bekennen. Grundlage einer *bottom up* Bewegung sind Transparenz, eine rankingorientierte Beurteilung und Öffentlichkeit, insbesondere bei Regelverstößen. Diese Bewegung betont maßvolles Nutzen von Ressourcen, wäre bereit, sich mit weniger materiellem Konsum zufrieden zu geben und würde sich stattdessen immaterielle Ziele setzen. Die Krise hat die Chancen für *bottom up* Bewegungen gestärkt, unter anderem auch deshalb, weil im Nachklang der Krise risikoaverses Verhalten und generelle Vorsicht zunächst einmal bestimmend sein werden, um dann später durchaus wieder dem Überschwang und der Partylaune zu verfallen.⁶ Ungeachtet jeder Ordnungsarchitektur auf Finanzmärkten werden Konsumenten, Investoren und Sparer weiterhin ihren gelernten oder erfahrenen Verhaltensmustern folgen. Damit werden sie nicht vorbereitet sein auf das völlig Unerwartete, den »Black Swans« (Nassim Taleb). Sie werden ihren Erfahrungsschatz nicht nutzen können, und ihre bestehenden Regelsysteme werden den Schock eines völlig unerwarteten Ereignisses nur in längerer Sicht bewältigen können. Daher bleiben zivilgesellschaftliche Ordnungen, wie Familie oder Vereine, als Moleküle einer Ordnung übrig, die ihre Anpassungsfähigkeit und Änderungsbereitschaft viel stärker durch gewachsene *bottom up* als durch gesetzte *top down* Regeln beweisen kann.

Für das Ringen um eine internationale Finanzmarktordnung heißt dies viererlei: Erstens, für eine *top down* Ordnung mit globalen Institutionen und Souveränitätsverzicht nationaler Institutionen gibt es kein politisches Fundament. Zweitens, der Dollar als internationale Leitwährung bleibt unangefochten, gestützt von zunächst sinkenden Leistungsbilanzungleichgewichten. Drittens, es wird dennoch mehr *Ordnung* an den Finanzmärkten geben, in erster Linie geprägt durch sehr vorsichtige Verhaltensweisen der Anleger, verschärfte Bonitätsauflagen gegenüber Kreditnehmern und die Tendenz der Banken, sich stärker auf Heimatmärkte und das Massengeschäft zu konzentrieren. Viertens, Nationalstaaten werden sich auf Mindeststandards für Eigenkapitalunterlegung in Abhängigkeit vom systemischen Risiko großer Finanzinstitute einigen, aber die Implementierung und Überwachung wird eine Quelle ständiger Dispute zwischen Nationalstaaten bleiben.

6 Akerlof/Shiller (2009) haben für eventgetriebene Verhaltensweisen den Begriff »animal spirits« geprägt.

Literatur

- Akerlof, George A./Shiller, Robert J. 2009: Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism, Princeton, NJ.
- Cohen, Benjamin J. 2009: The Future of Reserve Currencies, in: Finance & Development 46: 3, 26-29.
- Dewatripont, Mathias/Freixas, Xavier/Portes, Richard (Hrsg.) 2009: Macroeconomic Stability and Financial Regulation: (Key Issues for the G-20), London.
- Evenett, Simon (Hrsg.) 2008: Broken Promises: (A G20 Summit Report by Global Trade Alert), London.
- Fratianni, Michele/John Pattison 1982: The Economics of International Organizations, in: Kyklos, 35: 2, 244-262.
- Grubel, Herbert 2008: The 2008 Financial Turmoil and Sovereign Debt Funds, in: http://www.sfu.ca/~grubel/new_page_1.htm; 9.10.2009.
- Mundell, Robert 1993: EMU and the International Monetary System: A Transatlantic Perspective (Austrian National Bank Working Paper 13), Wien.
- Setser, Brad 2009: The Shape of Things to Come, in: Finance & Development 46: 1, 36-39.
- Weder di Mauro, Beatrice 2009: The Dog that Didn't Bark, in: The Economist 3.10.2009, 94.