

Reichen die auf dem G-20-Gipfel beschlossenen Maßnahmen aus, die Finanzmärkte zu regulieren und die Wahrscheinlichkeit zukünftiger Krisen zu senken?

Koordinierte Risikoüberwachung auf globaler Ebene erforderlich

Der Beschlüsse des G-20-Gipfels dienen in erster Linie der Krisenüberwindung und in zweiter Linie dem Versuch, ein abgestimmtes Verhalten von nationalen Regulierungsbehörden gegenüber risikoträchtigen Finanzmarktprodukten einschließlich der Disziplinierung von Regulierungssoasen herbeizuführen. Jenseits beider Ziele bleiben aber vier Probleme ungelöst. Diese Probleme beleuchten schlaglichtartig die Schwachstellen des G-20-Gipfels und seiner Beschlüsse:

- Auf eine globale Krise wird mit einer Vielzahl von zum Teil diffusen nationalen Maßnahmen reagiert, deren Stoßrichtung die Stützung wichtiger nationaler Industrien beziehungsweise der Binnennachfrage ist. Selbst hochentwickelte Integrationsgemeinschaften wie die EU können in der Krise offensichtlich nicht an Profil gegenüber den Nationalstaaten gewinnen. Trittbrettfahrerverhalten kleiner Länder, die auf die Wirkung der Programme wichtiger Partner hoffen, wird dabei ebenso in Kauf genommen wie mögliche desintegrierende Effekte, wenn sich die nationalen Maßnahmen auf die Rettung heimischer Arbeitsplätze konzentrieren und grenzüberschreitende Wertschöpfungsketten behindern. Der Londoner Gipfel diene erstens dazu, auf ein höheres Maßnahmenvolumen einiger Länder zu drängen, zweitens, direkte protektionistische Effekte in Grenzen zu halten und drittens, durch gegenseitige Informationen über die Maßnahmenpakete ein Mindestmaß an Koordination zu erzielen.
- Es sind gerade die Länder mit den größten Problemen exzessiver privater Verschuldung und kollabierender Immobilienmärkte, wie die USA, oder in Europa Spanien, die die stärksten fiskalischen Ankurbelungsmaßnahmen,

gemessen an ihrem Bruttoinlandsprodukt, ergreifen. Die Gefahr ist groß, dass sie sich dabei übernehmen, weil an die Stelle – oder schlimmer an die Seite – des hochverschuldeten privaten Sektors nun ein hochverschuldeter Staat tritt. Er könnte zukünftig den Kampf gegen aufkommende Inflationserwartungen für zweitrangig erklären, weil er sich, statt Steuern zu erhöhen, von der Alternative der Entschuldung durch Inflation weniger politischen Widerstand erwartet. Die USA würden damit als Partner im Kampf gegen Inflation ausscheiden, während es innerhalb des Euroraums zu tiefgreifenden Spannungen über ein frühes und entschlossenes Bekämpfen von Inflationserwartungen kommen könnte. Diese Spannungen könnten auch zum Ausgangspunkt einer künftigen neuen Krise werden, wenn die Verschuldung der Staaten von den Märkten als nicht beherrschbar bewertet würde. Länder mit geringeren Problemen, wie Japan oder auch China, lassen trotz quantitativ ansehnlicher Programme (China) nicht vom Ziel ab, realen Aufwertungen ihrer Währungen entgegenzuwirken, soweit es ihnen möglich erscheint. Sie sehen die Neuausrichtung ihrer Wirtschaft auf den Binnenmarkt statt auf den Weltmarkt in der Krise als zu risikobehaftet an, was den Arbeitsmarkt anlangt, und stützen daher nach wie vor die Exportausrichtung. Dadurch ist ihr Beitrag zur Linderung eines globalen Nachfrageschocks viel kleiner, als er sein könnte.

- Das Problem globaler Leistungsbilanzungleichgewichte und impliziter Dollarbindungen der Wechselkurse von Rohstoff- und Industriegüterexporteuren von Entwicklungs- und Schwellenländern ist von der G-20 beiseite gelassen worden. Diese Länder haben die Bindung an den Dollar auch bei fallendem Dollar gegenüber anderen Wäh-



Rolf J. Langhammer*

* Prof. Dr. Rolf J. Langhammer ist Vizepräsident des Instituts für Weltwirtschaft an der Universität Kiel.

rungen beibehalten. Diese Bindung diene drei Zielen. Erstens sollte ein Reservepolster gegenüber Phasen einer Rohstoffpreisbaisse geschaffen werden. Zweitens sollten Spekulationen gegen ihre Währung wie bei der Asienkrise 1997 entmutigt werden. Drittens, sollte damit eine Art Versicherungsprämie entrichtet werden, damit ausländische Kapitalgeber in diesen Ländern einen sicheren Hafen für ihre Anlagen sahen und nicht plötzlich ihr Kapital abzogen (was sie aber dann letztlich doch getan haben). Damit bleibt nach wie vor die Quelle von Liquidität offen, die es den öffentlichen wie privaten Haushalten in den USA erst ermöglicht hat. Defizite derartiger Größenordnungen aufzubauen. Es gibt zurzeit kein Anzeichen dafür, dass diese Politik geändert wird. Zwar diskutieren die Golfstaaten über eine Währungsunion, deren gemeinsame Währung wahrscheinlich eine schwächere Bindung zum Dollar und eine stärkere zum Euro haben dürfte. Bis zu Einführung einer gemeinsamen Währung dürfte allerdings noch Zeit verstreichen. China wiederum lässt sich auch schon deshalb nicht auf eine stärkere Aufwertung ein, weil dies das Problem der Arbeitslosigkeit, die die Beschäftigten in den Exportbranchen schon erreicht hat, noch verstärken und somit weitere Spannungen zwischen den peripheren und den zentralen Regionen schüren dürfte. So werden beide Ländergruppen ihren Beitrag dazu leisten wollen, dass erstens der Wert ihrer Dollarreserven in heimischer Währung nicht schwindet und sie somit Verpflichtungen in heimischer Währung nicht teurer bezahlen müssen, zweitens sie ihre Exportsektoren nicht zusätzlich zur bereits bestehenden Nachfrageschwäche über eine Aufwertung belasten und sie drittens den USA sehr schmerzhaft Korrekturen in den privaten wie öffentlichen Vermögensbilanzen zumindest vorübergehend ersparen, indem sie nicht den Dollarraum verlassen.

Ein bedeutender Beitrag der G-20-Konferenz hätte darin bestanden, dieses seit vielen Jahren bestehende und bekannte Problem zumindest in seiner Wichtigkeit anzusprechen. Eine Reform der globalen Finanzarchitektur kann dieses Problem nicht umgehen.

- Das Institutionenvakuum besteht weiterhin. Institutionelle Schwachstellen in der monetären Ordnung werden dann marginal und nicht grundsätzlich behandelt, wenn die Krise ausgebrochen ist, aber nicht präventiv. Das war 1997 so, und das ist auch jetzt so. Salopp formuliert sind die bestehenden Institutionen, in erster Linie der Internationale Währungsfonds, aber auch das Finanzstabilitätsforum (FSF), Gewinner der Krise. Ihr Bedeutungsverlust spiegelte sich noch vor einem Jahr in dramatisch sinkenden Ausleihvolumina des Fonds sowie in der Schattenrolle des FSF wider. Jetzt wird der Fonds finanziell aufgerüstet, und auch der FSF soll mit seiner Umbenennung in Financial Stability Board (FSB) und einer inhaltlichen Ausdehnung des Mandats sowie der Mitgliedschaft über die G-7 hinaus mehr Autorität erhalten. Beides ändert

aber nichts daran, dass beiden Institutionen wesentliche Eingriffsmöglichkeiten und -rechte fehlen. Der Fonds ist weiterhin abhängig von diskretionären Finanzzuweisungen der Mitglieder. Dabei dürfte selbst eine Manövriermasse von insgesamt 350 Mrd. US-\$ kaum ausreichen, um einen finanziellen Dammbbruch bei Ländern zu stopfen, die Kapitalflucht in extremen Ausmaßen zu gewärtigen haben. Dies gilt vor allem dann, wenn die tieferen Ursachen für den Dammbbruch in den USA und nicht in den Ländern selbst zu suchen sind. Ein Dammbbruch »made in USA« hat ein ganz anderes Format als noch 1997. Der Fonds ist aus diesem Grunde auch kein »Lender of last Resort«. Ihm fehlt es an der Möglichkeit, unbegrenzt Liquidität ohne Zutun der Mitglieder zu schöpfen. Die Sonderziehungsrechte helfen nicht weiter, denn sie werden den Mitgliedern bei Mangel an internationaler Liquidität zugeteilt und sind damit Währungsreserven des Landes, aber nicht Mittel des Fonds. Vorschläge Chinas, sie als supranationale Währungsreserve zu etablieren, gehen am eigentlichen Anspruch einer derartigen Reserve vorbei: Der Fonds müsste wie eine Zentralbank seine Bilanz verlängern und verkürzen können, d.h. Liquidität schaffen, ausgeben und wieder einsammeln müssen. Es fehlt dem Fonds aber auch an der Autorität, per Gesetz in die Wirtschaftspolitik der hilfeschuchenden Länder einzugreifen. Er hat keine Gesetzeskompetenz gegenüber den Mitgliedern, und daran wird sich auch nichts ändern. Die Krise hat zudem gezeigt, dass es auf internationaler Ebene auch eines »Käufers der letzten Instanz« von nichtverkäuflichen Vermögenswerten bedarf. Diese Aufgabe steht in unmittelbarem Zusammenhang mit der Frage, wie es auf internationaler Ebene ex ante zu einer Definition von »systemisch relevanten Akteuren« kommen kann und wie ein Anreizsystem geschaffen werden kann, das ein Gleichgewicht zwischen der Attraktivität und Unattraktivität des Status schafft. Die gegenwärtigen Institutionen stehen für diese Aufgabe nicht zur Verfügung. Schließlich ist die Zurückhaltung beider Institutionen notorisch, ex ante Risiken so klar auszusprechen, dass Akteure beeindruckt sind und entsprechend handeln. Die Sorge, wegen »Self-fulfilling Prophecy« gebrandmarkt zu werden, hat den Fonds bereits im Vorfeld der Asienkrise »ausgezeichnet« und zu sybillinischen Äußerungen bewogen. Im Vorfeld der jetzigen Krise war es nicht anders. Vielmehr wurde der Innovationsfreudigkeit der Finanzmarktakteure Lob gezollt, durch komplexe Produkte die Risiken der amerikanischen privaten wie öffentlichen Verschuldung weltweit zu streuen und damit beherrschbar zu machen.

Zum Vakuum neuer Institutionen mit neuen Aufgaben gesellt sich die »Governance« Schwäche der alten Institutionen. Auch sie blieb in den G-20-Treffen unangesprochen; verständlich, da es um Macht bzw. sichtbaren Machtverlust geht. Das G-7/G-8-Treffen, das auch das FSF etablierte, bleibt erhalten, obgleich sein Bedeutungs-

verlust mit Händen zu greifen ist. Die USA bleiben das einzige Mitglied mit einer Sperrminorität im Währungsfonds, die europäischen Staaten summieren ihre nationalen Stimmrechte auf etwa ein Drittel, ohne über das entsprechende ökonomische Gewicht zu verfügen, und die Eurozone hat immer noch keinen eigenen Sitz und Stimme. Der IMF verharrt in seiner alten Aufgabe, Ländern im Falle von Zahlungsbilanzschwierigkeiten konditioniert zur Hilfe zu kommen, aber diese Aufgabe ist in der jetzigen Krise bestenfalls eine abgeleitete Randerscheinung gewesen und kann vielleicht Ländern wie Ungarn oder Island helfen. Das USA-Problem löst sie nicht. Beistandskredite des Fonds sind zudem erfahrungsgemäß zeitaufwändig und damit nicht verfügbar, wenn das Haus brennt. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich ist da ungleich schneller mit der Bereitstellung von Liquidität.

Es wäre indessen falsch, die Beschlüsse des G-20-Gipfels als reines Krisenmanagement zur Beseitigung eines globalen Nachfrageschocks und als Kompromissergebnis eines Ringens zwischen den USA und dem Vereinigten Königreich (im Zweifel für weniger Finanzmarktregulierung) und Frankreich bzw. Deutschland (im Zweifel für mehr Regulierung) abzutun. Was zwischen den beiden Treffen im November 2008 und April 2009 nicht geleistet wurde, wurde seit dem Zusammenbruch des Bretton Woods System Anfang der siebziger Jahre nicht geleistet, und zwischenzeitlich kamen die Schwellenländer als wesentliche Akteure hinzu. Es wird von einer Weltordnungspolitik («Global Governance») im Bereich der finanziellen Beziehungen nicht weniger verlangt als eine kohärente Institutionenbildung, eine monetäre Stabilisierung und eine weiche Landung bei der realwirtschaftlichen Anpassung an neue Institutionen und an die Stabilisierung. Diese Aufgabe scheint sogar dem einzigen Vorbild, der Welthandelsordnung WTO, zu misslingen, die seit Jahren mit einem Autoritätsverlust kämpft. Der G-20-Gruppe ist zugute zu halten, dass sie die schlimmsten Auswüchse nationaler Alleingänge in der Krise, den Protektionismus, beim Namen nennt und stigmatisiert. Ihr kann helfen, dass alle Akteure mit verbrannten Fingern in überschießender Vorsicht mehr Eigenkapital halten werden, als vielleicht notwendig ist und über die Maßen risikoavers handeln, zumindest eine Zeitlang. Und schließlich kann sie von der höheren Verantwortung, die sie den Schwellenländern gibt, nur profitieren. Daher muss sie nicht in das andere Extrem verfallen und jetzt mit prozyklischen Auflagen Kreditbeziehungen durch exzessive Anforderungen an Risikoversorge strangulieren. Da aber Märkte ein kurzes Gedächtnis haben, ist eine koordinierte Risikoüberwachung auf globaler Ebene in mittlerer Sicht unbedingt erforderlich. Mehr zu erwarten, dürfte nach den bisherigen Erfahrungen illusorisch sein, es sei denn die Finanzkrise weitet sich zu einer längeren realwirtschaftlichen Durststrecke aus. Reformen kommen erfahrungsgemäß nur durch Krisen zustande. Offensichtlich lernen auch Institutionen leider nur pathologisch.