ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Dieter, Heribert

Research Report

Die Vorzüge selektiver Globalisierung: Zum unterschätzten Nutzen balkanisierter Finanzmärkte

SWP-Studie, No. S 9/2015

Provided in Cooperation with:
Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP), German Institute for International and Security Affairs, Berlin

Suggested Citation: Dieter, Heribert (2015) : Die Vorzüge selektiver Globalisierung: Zum unterschätzten Nutzen balkanisierter Finanzmärkte, SWP-Studie, No. S 9/2015, Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP), Berlin

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/252876

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

SWP-Studie
Stiftung Wissenschaft und Politik
Deutsches Institut für Internationale
Politik und Sicherheit

Heribert Dieter

Die Vorzüge selektiver Globalisierung

Zum unterschätzten Nutzen balkanisierter Finanzmärkte

S 9
Mai 2015
Berlin

Alle Rechte vorbehalten.
Abdruck oder vergleichbare Verwendung von Arbeiten der Stiftung Wissenschaft und Politik ist auch in Auszügen nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung gestattet.

SWP-Studien unterliegen einem Begutachtungsverfahren durch Fachkolleginnen und -kollegen und durch die Institutsleitung *(peer review)*. Sie geben ausschließlich die persönliche Auffassung der Autoren und Autorinnen wieder.

© Stiftung Wissenschaft und Politik, Berlin, 2015

SWP
Stiftung Wissenschaft und Politik
Deutsches Institut für Internationale Politik und Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3–4
10719 Berlin
Telefon +49 30 880 07-0
Fax +49 30 880 07-100
www.swp-berlin.org
swp@swp-berlin.org

ISSN 1611-6372

Inhalt

5 **Problemstellung und Empfehlungen**

7 **Einleitung: Der Schiffbruch multilateraler Finanzmarktregulierung**

12 **Globalisierung, Souveränität und Autonomie im 21. Jahrhundert**

16 **Finanzkrisen und die Kollateralschäden globalisierter Finanzmärkte**
16 Regulierung auf Basis falscher Annahmen
18 Die Konsequenzen gelockerter Kapitalverkehrskontrollen
21 Ein Blick auf frühere Krisen: Was können wir lernen?

23 **Konsequenzen für die Finanzmarktregulierung**
23 Die Grenzen globaler Regulierung
26 Die Balkanisierung der Finanzmärkte
28 Ist eine Steuer auf transnationale Kapitalflüsse notwendig?

32 **Schlussbemerkungen: Liberales Handelsregime und selektive Globalisierung**

34 **Abkürzungen**

Prof. Dr. Heribert Dieter ist Wissenschaftler in der SWP-Forschungsgruppe Globale Fragen und Gastprofessor für internationale politische Ökonomie an der Zeppelin-Universität in Friedrichshafen am Bodensee.

Die Vorzüge selektiver Globalisierung. Zum unterschätzten Nutzen balkanisierter Finanzmärkte

In den Jahren ab 2007 wurden die USA und Europa von schweren Finanzkrisen erschüttert. Diese Verwerfungen führten in der Anfangsphase zu einer verstärkten supranationalen Zusammenarbeit. Dabei betrieb die Gruppe der 20 größten Industrieländer (G20) ein erfolgreiches Krisenmanagement. Seit einigen Jahren jedoch stockt die Kooperation. Wichtige Akteure, darunter die USA, wenden sich von supranationalen Vorgaben ab und gehen stattdessen eigene Wege in der Finanzmarktregulierung. Dies wird von vielen Beobachtern kritisiert, die eine Stärkung globaler Regeln für die Finanzmärkte fordern. Doch ist ein höheres Maß an Diversität in der Finanzmarktregulierung tatsächlich ein Problem? Oder ist die heute zu beobachtende »Balkanisierung« der Finanzmärkte sogar nützlich, weil sie das internationale Finanzsystem stabiler macht?

In dieser Studie wird die These vertreten, dass globale Regeln für die Finanzmärkte ein Irrweg sind. Die empirischen Erfahrungen sind negativ, denn die bisherigen Versuche, durch gemeinsam erarbeitete Regelwerke – etwa Basel I, II und III – Krisen zu vermeiden, sind allesamt gescheitert. Geeinigt hatte man sich jeweils auf den kleinsten gemeinsamen Nenner, und dieser Minimalkonsens verhinderte nicht die schweren Krisen der letzten 25 Jahre.

Nach den Erfahrungen in den USA und Europa sollte das Ziel also sein, den Regierungen größere Spielräume bei der Regulierung der nationalen Finanzmärkte zu ermöglichen. Es ist gefährlich, wenn sich Kapitalmärkte internationalisieren, während zugleich die nationale Haftungsverpflichtung für strauchelnde Banken fortbesteht. Deshalb ist Folgendes zu empfehlen:

- Großbanken sollten nicht mehr nur im Heimatland, sondern ebenso im Gastland beaufsichtigt werden.
- Das Gastlandprinzip sollte dabei auch vorgeben, dass Eigenkapital für den Krisenfall bereitgestellt wird.
- Der Kapitalverkehr sollte beschränkt werden können, und zwar nicht wie bisher nur im Krisenfall, sondern auch präventiv.

- In manchen Konstellationen kann es sinnvoll sein, den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr zu besteuern. Eine solche Maßnahme kann vor allem in Fällen einer starken Ausweitung der Kreditvolumina (credit boom) dazu beitragen, Risiken zu dämpfen und Preisblasen zu verhindern, die durch ausländisches Kapital zu entstehen drohen.
- Die G20 sollte nationale Sonderwege akzeptieren, wie sie bereits heute von den USA, Großbritannien und der Schweiz beschritten werden.

Ein ganz anderes Bild als bei den Finanzmärkten zeigt sich, betrachtet man das zweite Feld supranationaler Regulierung: den Warenhandel. Hier spielen Haftungsfragen keine Rolle. Staaten werden nicht gezwungen, für Unternehmen, die importieren oder exportieren, Risiken abzusichern. Globale Regeln im Warenhandel haben sich als sehr nützlich erwiesen. Sie ermöglichten die Integration zahlreicher nationaler Ökonomien in die Weltwirtschaft und den Aufstieg von Millionen Menschen aus absoluter Armut. Deshalb ist die Welthandelsorganisation WTO ein unverzichtbarer Pfeiler internationaler wirtschaftlicher Zusammenarbeit. Allerdings erwächst ihr eine systemische Konkurrenz durch die inzwischen mehr als 400 Präferenzabkommen (über 200 weitere wird gegenwärtig verhandelt). Hier gilt Folgendes:

- Die multilaterale Handelsordnung sollte entschlossen verteidigt werden.
- Die heutigen Präferenzabkommen reflektieren geopolitische Konkurrenz und sind aus ökonomischer Sicht allenfalls die zweitbeste Lösung.

Die großen Akteure der Weltwirtschaft – Brasilien, China, die EU, Indien, Japan, die USA – sollten in einer gemeinsamen Initiative die WTO stärken, die Doha-Runde abschließen und strengere, einheitliche Regeln für Präferenzabkommen entwickeln.

Einleitung: Der Schiffbruch multilateraler Finanzmarktregulierung

Fast acht Jahre nach Beginn der Finanzkrisen in den USA und Europa stellt sich die Frage, welche Lehren die betroffenen Staaten gezogen haben. Dabei zeigt sich, dass die Versuche, gemeinsam neue, globale Regeln für die Finanzmärkte zu entwickeln, von einigen Staaten unterlaufen werden. Auch auf anderen Feldern supranationaler wirtschaftspolitischer Regulierung, etwa bei der Handelspolitik, steckt »Global Governance« in einer Sackgasse. Regierungen wählen heute bevorzugte Handelspartner aus, unterscheiden zwischen willkommenen und weniger willkommenen Kapitalzuflüssen und beschränken die Möglichkeiten von Unternehmen, im Ausland Geschäfte abzuschließen.[1]

Zunächst begann das Krisenmanagement mit bemerkenswerten Erfolgen. Auf die schweren Turbulenzen der internationalen Finanzmärkte in den Jahren 2008 und 2009 reagierte die Gruppe der 20 wichtigsten Volkswirtschaften entschlossen und mit Geschick. Durch gemeinsames, koordiniertes Handeln konnte ein wirtschaftlicher Flächenbrand verhindert werden. Anders als etwa zu Beginn der 1930er Jahre gab es weder Abwertungswettläufe, noch nahmen protektionistische Maßnahmen dramatisch zu. Das Krisenmanagement der G20 ist also geglückt. Nicht gemeistert hat sie dagegen die zweite Aufgabe, die Krisenprävention. Analysiert man die Arbeit der G20 seit 2008, so zeigt sich, dass die Reaktion auf die in den USA entstandene globale Finanzkrise erfolgreich war, danach jedoch auf dem Feld der globalen Koordination von Wirtschafts- und Finanzpolitik nur wenig erreicht wurde.

Große Erwartungen und Ambitionen weckte die G20 in Hinblick auf die Regulierung der Finanzmärkte. Ziel war eine umfassende Re-Regulierung des Finanzsektors. Während der ersten Gipfeltreffen in den Jahren 2008 bis 2010 entstand tatsächlich der Eindruck, dass die Länder der G20 die Schaffung gemeinsamer Regeln und Regulierungsansätze anstrebten. Entsprechende von der G20 beschlossene Regeln hätten die Aufgaben von multilateralen Institutionen wie dem Basler Ausschuss für Bankenaufsicht ergänzt und erweitert. Auf supranationaler Ebene sollten Regeln verhandelt und beschlossen werden, die man dann auf nationalem Niveau umgesetzt hätte.

Doch dieses Konzept wurde nicht realisiert. Die Krisen in den USA und in Europa führten zu einer Abkehr von der mythischen Idealisierung der Finanzmärkte, allerdings bei gleichzeitiger Restauration der Position nationalstaatlicher Regierungen, denen die Aufgabe zukam, die außer Kontrolle geratenen Finanzmärkte vor dem selbstverschuldeten Untergang zu bewahren.[2] Seit einigen Jahren verabschieden sich immer mehr Länder, zuvörderst die USA, von dem Ziel, Finanzmärkte global und einheitlich zu regulieren. Seit 2014 ist Washington etwa nicht länger bereit, das sogenannte Heimatlandprinzip der Finanzmarktregulierung zu akzeptieren. Von großen ausländischen Banken, die in den USA tätig sein wollen, wird vielmehr verlangt, vollwertige Tochtergesellschaften auf amerikanischem Boden mit entsprechender Kapitalausstattung zu unterhalten. Die Deutsche Bank und andere europäische Großbanken müssen sich gegenwärtig mit diesem Thema auseinandersetzen. Für den Fall einer Krise erwarten die amerikanischen Behörden, Zugang zum Eigenkapital etwa der Deutschen Bank zu haben; sie geben sich nicht länger damit zufrieden, dass dieses in Frankfurt gehalten wird. Damit haben die USA – wie auch Großbritannien – vom Heimatland- zum Gastlandprinzip gewechselt. Die Bankenaufsicht wird zwangsläufig von Land zu Land unterschiedlicher. Im November 2013 warnte die englische Zeitschrift »The Economist« daher vor einer »Balkanisierung der Finanzmärkte«.[3]

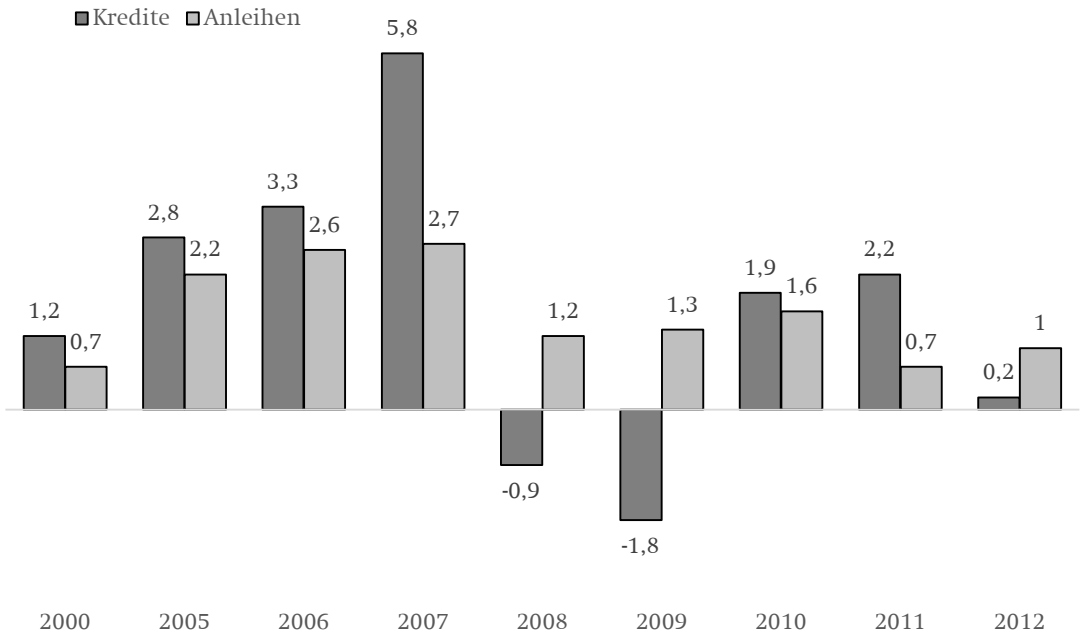
Diese Entwicklung zeigt sich unter anderem bei der Betrachtung von Kapitalströmen. Seit Beginn der Finanzkrise in den USA ist ein drastischer Rückgang der grenzüberschreitenden Finanzströme zu beobachten. Am geringsten sind die Veränderungen bei Direkt-

1 »The Gated Globe. Special Report World Economy«, in: *The Economist*, 12.10.2013, S. 3.

2 Mark Mazower, »After the Crisis, the Nation State Strikes Back«, in: *Financial Times*, 27.11.2014, S. 9.

3 »The Balkanisation of Banking. Putting Humpty Together Again«, in: *The Economist*, 23.11.2013, <www.economist.com/news/finance-and-economics/21590567-regulators-risk-fatally-fracturing-financial-system-it-need-not-be-so-putting> (eingesehen am 6.11.2014).

Grafik 1
Grenzüberschreitende Kapitalflüsse 2000–2012 (in Billionen US-Dollar)



Quelle: McKinsey Global Institute, *Global Flows in a Digital Age: How Trade, Finance, People, and Data Connect the World Economy*, April 2014, S. 28.

investitionen, die sich auch nach 2007 auf hohem Niveau gehalten haben. Von 1980 bis 2012 stiegen Direktinvestitionen mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 12 Prozent. Deutlich volatiler sind die Entwicklungen bei grenzüberschreitenden Krediten und Anleihen. 2007 wurden in beiden Kategorien Rekordwerte erreicht. Das Volumen von grenzüberschreitenden Investitionen in Anleihen betrug 2,7 Billionen Dollar, und grenzüberschreitende Kredite, einschließlich des Interbankenmarktes, beliefen sich auf 5,8 Billionen Dollar. 2012 wurde nur noch ein Bruchteil dieser Werte erreicht. Grenzüberschreitende Kredite sanken auf 200 Milliarden Dollar, Käufe von Anleihen auf eine Billion Dollar. Sämtliche grenzüberschreitenden Kapitalströme (Direktinvestitionen, Kredite, Käufe von Anleihen und Aktien) sanken von 12 Billionen Dollar im Jahr 2007 auf 3,9 Billionen Dollar im Jahr 2012, ein Rückgang um 67,5 Prozent.[4]

Die Balkanisierung der Finanzmärkte ist allerdings nicht zwangsläufig eine gefährliche Entwicklung. Anders als die meisten Beobachter glauben, die in der Unfähigkeit der G20 zur gemeinsamen Regulierung der globalen Finanzmärkte eine Gefahr sehen, kann diese Entwicklung eine Chance sein. Diversität in der Finanzmarktregulierung, von der Warwick Commission[5] als der Nutzen ungleicher Wettbewerbsbedingungen bezeichnet, könnte sich positiv auf die langfristige Stabilität des internationalen Finanzsystems auswirken. Setzt sich der gegenwärtige Trend fort, wird die Finanzmarktregulierung künftig primär in den Händen der Nationalstaaten liegen, wobei die Europäische Union die Ausnahme von der Regel darstellt.

4 McKinsey Global Institute, *Global Flows in a Digital Age: How Trade, Finance, People, and Data Connect the World Economy*, April 2014, S. 28.

5 Diese Kommission war eine von der britischen Universität Warwick einberufene Expertengruppe, die Optionen zur Reform der internationalen Finanzmärkte untersuchte und Empfehlungen für die Finanzpolitik aussprach. Warwick Commission, The Warwick Commission *on International Financial Reform: In Praise of Unlevel Playing Fields, The Report of the Second Warwick Commission*, Coventry 2009.

Diese neuen Entwicklungen werden bislang von vielen Beobachtern kritisch gesehen – und als Abkehr von der Globalisierung verstanden. Eine solche Interpretation ist unzutreffend. Ziel der neuen Politik, die in dieser Studie vertreten wird, ist *selektive Globalisierung*, nicht die Ablehnung der internationalen Arbeitsteilung. Gesellschaften müssen in die Lage versetzt werden, ihre Präferenzen auch in wirtschaftspolitische Entscheidungen umzusetzen, selbst wenn Letztere aus Sicht anderer Staaten oder einiger Ökonomen unangemessen sein sollten. Versperrt man diesen Weg, wird die Globalisierung zu einer »goldenen Zwangsjacke« (Thomas Friedman) und unterminiert demokratische Strukturen.

In Fragen der Finanzmarktregulierung haben Regierungen viel zu oft dem Finanzsektor Präferenz gewährt und ihm erlaubt, die wirtschaftspolitische Debatte zu dominieren. Die Interessen des Finanzsektors waren wichtiger als Fragen nach Nutzen und Risiken für die gesamte Gesellschaft. Der amerikanische Volkswirt Simon Johnson, früher Chefökonom des Internationalen Währungsfonds (IWF), spricht gar von einer »Finanzoligarchie«, die die Politik der USA geprägt habe.

> »Selbstverständlich sind die USA ein besonderer Fall. Und genauso wie Wirtschaft, Militär und Technologie bei uns am höchsten entwickelt sind, haben wir auch die am weitesten fortgeschrittene Oligarchie der Welt. Früher hieß es, was gut ist für General Motors, ist gut für das Land. In der vergangenen Dekade aber hat sich die Haltung durchgesetzt, dass dem Land nutzt, was der Wall Street nutzt. Die Bank- und Wertpapier-Industrie profitierte davon, dass die Zuständigen in Washington glaubten, große Finanzinstitutionen und wenig kontrollierte Kapitalmärkte seien entscheidend für die Stellung der USA in der Welt.«[6]

Bis zum Konkurs der Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 verleiteten die hohen Gewinne des amerikanischen Finanzsektors viele Beobachter zu der Annahme, dieser Sektor sei tatsächlich wichtiger als alle anderen Bereiche der Wirtschaft. Vor dem Zusammenbruch des Kartenhauses wurden 40 Prozent der in den USA erzielten Gewinne vom Finanzsektor erwirtschaftet – wohlgemerkt *nach* Abzug der exorbitanten Gehälter und Bonuszahlungen.[7] Der Glaube an das Funktionieren unregulierter Finanzmärkte führte zu einer aus späterer Sicht bemerkenswerten Flut von Deregulierungsmaßnahmen, die per saldo das Risiko einer Finanzmarktkrise erhöhten. Zu den Maßnahmen, die von der Wall Street gefordert und von der US-Regierung umgesetzt wurden, gehören:

- die Abschaffung der Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken, die in den 1930er Jahren – nach der Großen Depression – durchgesetzt worden war (Glass-Steagall Act)
- ein Verbot der Regulierung von Kreditausfallversicherungen (credit default swaps) durch den US-Kongress
- die Zulassung einer deutlichen Reduzierung des Eigenkapitals von Investmentbanken
- die großzügige, möglicherweise sogar nachlässige Beaufsichtigung des Finanzsektors durch die Securities and Exchange Commission (SEC)
- eine internationale Übereinkunft (Basel II), die es Banken erlaubte, die Risikogewichtung für ihre Geschäfte selbst vorzunehmen
- die Durchsetzung unregulierten, grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs
- die bewusste Unterlassung, die Finanzmarktregulierung an die sich rasch ändernde Produktpalette auf den Finanzmärkten anzupassen und Finanzmarkt-Innovationen strikt zu regulieren[8]

Die Politik in den USA wie auch in anderen OECD-Ländern war also lange geprägt von der Erwartung, wenig regulierte Finanzsektoren würden die Volkswirtschaften zu neuen Höhen führen. Wer forderte, die Finanzmärkte durch Abschaffung von Kapitalverkehrskontrollen und Deregulierung der Finanzwirtschaft zu globalisieren, hielt es für einen willkommenen Nebeneffekt, dass dadurch auch nationalstaatliche Regierungen geschwächt wurden.[9] Die Instabilität dieses Systems war lange kein Thema, weil die OECD-Staaten nicht von schweren Finanzkrisen betroffen waren, sieht man einmal von Südkorea in den Jahren 1997/98 ab.

Finanzkrisen trafen Entwicklungs- und Schwellenländer, nicht jedoch OECD-Staaten. Drei Jahrzehnte lang galt das Paradigma der schrankenlosen Globali-

6 Simon Johnson, »The Quiet Coup«, in: *The Atlantic*, Mai 2009, <www.theatlantic.com/magazine/archive/2009/05/the-quiet-coup/307364/> (eingesehen am 30.11.2014). Übersetzung englischer Zitate hier und im Folgenden durch den Autor.

7 »Paul Volcker: Think More Boldly« (Interview), in: *The Wall Street Journal*, 14.12.2009, <www.wsj.com/news/articles/SB10001424052748704825504574586330960597134> (eingesehen am 11.12.2014).

8 Johnson, »The Quiet Coup« [wie Fn. 6].

9 Mazower, »After the Crisis« [wie Fn. 2].

sierung. Heute ist klar, dass es ein gravierender Fehler der Politik war, insbesondere die Finanzmärkte nur mäßig zu regulieren. Staaten haben seit Ausbruch der Krisen ihre Wirtschaftspolitik insofern geändert, als sie die Globalisierung nun durch Selektion zu gestalten suchen. Es wird ausgewählt, mit wem Handel betrieben wird, und auch der grenzüberschreitende Kapitalverkehr geht zurück. Er sank von mehr als 11 Billionen US-Dollar im Jahr 2007 auf knapp ein Drittel dieses Wertes 2012.[10]

Der lange Zeit starke Einfluss des Finanzsektors hat aber nicht nur die gesellschaftliche Verankerung von marktwirtschaftlichem Handeln geschwächt. Auch die innere Stabilität der Demokratien nahm Schaden. In den westlichen Industriestaaten wurden dem Steuerzahler durch ungenügend regulierte Finanzsektoren enorme Kosten aufgebürdet. Irland, Island, Spanien, die Schweiz und Großbritannien sind Beispiele für Länder, in denen das uneingeschränkte Wachstum der Finanzsektoren zum inakzeptablen Risiko für die ganze Gesellschaft wurde. In Spanien etwa entstand auf diesem Nährboden in kurzer Zeit die radikale Partei Podemos. Um für die Zukunft das Risiko globaler Finanzkrisen zu verringern und gleichzeitig die Verantwortlichkeit in die Sphäre der politischen Regulierung zurückzuholen, erscheint es notwendig, den Wunsch nach einer globalen Regulierung der Finanzmärkte zugunsten nationaler oder regionaler Ansätze aufzugeben. Ein Grund dafür ist, dass es auf multilateraler Ebene nicht gelingen kann, die Finanzmärkte konsequent zu regulieren. Allein schon die unterschiedlichen Interessenlagen der einzelnen Staaten verhindern die Vereinbarung strenger globaler Regeln.

Der lange zu beobachtende, erst seit kurzem gebrochene Eifer bei der Einführung einer globalen Finanzmarktregulierung – ob auf Seiten der G20 oder des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht – steht in scharfem Kontrast zum Stillstand der Verhandlungen über eine Weiterentwicklung des multilateralen Handelsregimes. Während es möglicherweise Vorteile bringt, wenn die Regulierung der Finanzmärkte zersplittert wird, ist die seit Jahren zu beobachtende Unfähigkeit, das multilaterale Handelsregime weiterzuentwickeln, ein gravierendes Problem. Durch die einheitliche Regulierung des internationalen Handels könnten auch künftig signifikante Wohlstandszuwächse für Hunderte Millionen Menschen weltweit realisiert werden.

Bei der Regulierung internationaler Handelsbeziehungen gewinnen Präferenzabkommen, die immer nur – wenn überhaupt – die zweitbeste Lösung darstellen, mehr und mehr die Oberhand. Dies geschieht, obwohl Handelsökonomen in seltener Einigkeit die Überlegenheit globaler Regeln gegenüber allen anderen Regimen proklamieren. Ungeachtet der Bekundungen, die Doha-Runde müsse zum Abschluss gebracht werden, haben alle wichtigen Akteure der WTO mit ihrem Streben nach Präferenzabkommen die multilaterale Ordnung geschwächt und die Weiterentwicklung der Organisation verhindert.

Multilaterale Ansätze geraten ins Hintertreffen und werden vor allem in der Handelspolitik von neuen Ansätzen verdrängt, die Drittstaaten ausschließen. Ein Beispiel für das Scheitern multilateraler Handelspolitik und die Entstehung konkurrierender Ansätze ist die seit 2013 energisch geförderte Transatlantische Handels- und Investitionspartnerschaft (TTIP) zwischen den USA und der EU. Zwar wird in Brüssel und Washington die Bedeutung der WTO nach wie vor gepriesen, doch faktisch gehen Europäer und Amerikaner in der Handelspolitik neue Wege. Die beiden mächtigsten Akteure der internationalen Handelspolitik haben sich von der WTO gelöst und einen bilateralen Ansatz gewählt, um den transatlantischen Handel zu regulieren. Der Kollateralschaden ist erheblich. Sollte TTIP erfolgreich abgeschlossen werden, untergraben EU und USA, so die Einschätzung zahlreicher Handelsökonomen, die Zukunft des multilateralen Handelsregimes.

Die G20 hat diese Entwicklung nicht verhindern können. Zwar wurde in allen ihren Abschlusserklärungen betont, wie nützlich und notwendig eine gemeinsame multilaterale Handelspolitik sei, aber jenseits solcher Deklarationen hat man die WTO faktisch nicht unterstützt. Damit wird die wichtigste Institution der globalen Wirtschaftspolitik – trotz des Erfolges der WTO-Ministerkonferenz von Bali im Dezember 2013 – künftig keine große Bedeutung mehr haben. Die Doha-Runde der WTO ist gescheitert; an einen Abschluss glauben nur noch die größten Optimisten. Verantwortlich für diesen Fehlschlag sind nicht die Entwicklungs- und Schwellenländer, sondern vor allem die USA, die sich bis heute etwa weigern, Zugeständnisse bei den Agrarsubventionen im Allgemeinen und bei Subventionen für die Baumwollindustrie im Besonderen zu machen.[11]

10 »The Gated Globe« [wie Fn. 1], S. 3.

11 Joseph E. Stiglitz, »The Free-Trade Charade«, *Project Syndicate*, 4.7.2013, <www.project-syndicate.org/commentary/transatlantic-and-transpacific-free-trade-trouble-by-joseph-e–stiglitz> (eingesehen am 10.4.2015).

Vor dem skizzierten Hintergrund erscheint eine radikale Wende bei der Regulierung von Finanzmärkten ebenso sinnvoll wie eine Rückkehr zu multilateraler Regulierung der Handelsbeziehungen. Diversität und für jedes Land maßgeschneiderte Vorgaben sollten die Finanzmarktregulierung prägen, während für die Handelspolitik zu empfehlen ist, sich von den so populär gewordenen Präferenzabkommen zu lösen. Die G20 sollte daher globale Regeln für den Handel vorantreiben – das heißt die Doha-Runde abschließen – und parallel dazu nationale Lösungen für die Finanzmarktregulierung akzeptieren.

Unter dem Eindruck der 2007 ausgebrochenen Subprime-Krise hatten Politiker in Europa und den USA begonnen, nach Mitteln und Wegen für die dringend notwendige Stabilisierung des Finanzsystems zu suchen. Große, systemische Krisen, die ganze Volkswirtschaften gefährden, sollte es in Zukunft nicht mehr geben. Als Lösung gefragt waren allgemeine Regeln, die für alle großen Volkswirtschaften gelten.

Doch dieser Ansatz führt in die Irre. Wenn das Ziel sein soll, das Bankenwesen zu einem weniger volatilen, weniger risikoreichen Sektor der Wirtschaft zu machen, dann ist die Fokussierung auf globale Regulierungsansätze der falsche Weg. Seit dem ersten G20-Gipfel vor mehr als sechs Jahren ist wenig geschehen, um künftige Krisen zu verhindern. Die Ankündigungen, man werde die internationalen Finanzmärkte stärker regulieren, sind wenig glaubwürdig. Erfolge in diesem Bereich werden leicht durch die unterschiedlichen Interessen der betroffenen Volkswirtschaften und den nach wie vor großen Einfluss des Finanzsektors untergraben. Nationalstaaten sollten deshalb ihre eigenen, maßgeschneiderten Reformen umsetzen.

Dieser Ansatz greift die nach den jüngsten Finanzkrisen veränderten Einschätzungen zur Rolle des Staates auf. Im 21. Jahrhundert unterliegt das Konzept von Souveränität einem deutlichen Wandel. Die politische Dimension von Regulierungsbestrebungen und die Bedeutung nationaler und lokaler Politik für deren Legitimierung müssen in der aktuellen Reformdebatte erst noch ihren Platz finden. Derzeit wird die Diskussion geprägt von einer Gruppe an Finanzmarktexperten – darunter die Zentralbankiers der großen Volkswirtschaften –, die sich keiner demokratischen Kontrolle unterworfen fühlen.

Die Kritik an der globalen Regulierung von Finanzmärkten heißt aber nicht, dass multilaterale Regeln auch in anderen Bereichen fehl am Platze wären. Obwohl das heutige internationale Handelssystem nicht ohne Schwächen ist, sind seine positiven, wohlstandsschaffenden Effekte für die Ärmsten dieser Welt nicht von der Hand zu weisen. Der aktuelle Trend hingegen, Handels- und Warenmärkte mit Hunderten von Präferenzabkommen zu segmentieren, ist wohlstandsmindernd und erschwert vor allem die Integration der schwächsten Ökonomien in die Weltwirtschaft.

Globalisierung, Souveränität und Autonomie im 21. Jahrhundert

Die Debatte um Vor- und Nachteile globaler Regulierung ist nicht zu verstehen ohne Erörterung der Frage, welchen Stellenwert die Souveränität von Staaten im Zeitalter der Globalisierung haben soll. In der Wirtschaftspolitik geht es dabei um Autonomie, weniger um Souveränität im völkerrechtlichen Sinne. Wie autonom können Staaten auf diesem Feld heute noch handeln, und welche Risiken birgt es, die nationale Wirtschaftspolitik einem supranationalen Regelwerk unterzuordnen?

Nach Ende des Kalten Krieges erwarteten zahlreiche Beobachter, dass Nationalstaaten in der sich immer stärker integrierenden und globalisierenden Welt an Bedeutung verlieren würden. So betonte der britische Politikwissenschaftler David Held im Jahr 2000, die nationale Souveränität werde immer mehr durch supranationale Strukturen ausgehöhlt, die parallel zu ihr existierten.[12] Ähnlich argumentierte 1999 der dänische Politikwissenschaftler Georg Sørensen. Er stellte fest, dass Souveränität in einem postmodernen globalen Wirtschaftssystem an zahlreichen Punkten zu finden sei und nicht länger in die exklusive Domäne des Nationalstaats falle.[13] Held wiederum unterstrich, dass supranationale Formen des Regierens – von denen die Finanzmarktregulierung ein Teil ist – dazu beigetragen hätten, die Lücke zwischen dem nationalen und dem transnationalen Leben zu schließen.[14]

Von einem Standpunkt vor Ausbruch der internationalen Finanzkrise 2007 aus schreibend, gaben Sørensen und Held Einschätzungen ab, die zu jener Zeit von zahlreichen Wissenschaftlern geteilt wurden. Die Globalisierung habe zur Entstehung einer Regierungsebene oberhalb des Nationalstaats geführt, und dies sei sowohl notwendig als auch effizient – notwendig, weil etwa die grenzüberschreitenden Kapitalflüsse eine supranationale Regulierung erforderlich gemacht hätten, und effizient, weil man nur globalen Ansätzen zutraute, die durch nationale Regulierung entstehenden Schlupflöcher zu schließen.

Bis heute wird diese Sichtweise von Beobachtern und Politikern bemüht, wenn es darum geht, die Unabdingbarkeit einer globalen Finanzmarktregulierung zu untermauern. Ansätze auf nationaler Ebene, etwa eine Finanzmarkttransaktionssteuer, werden als nicht umsetzbar abgetan, da sie nur bewirkten, dass Transaktionen in andere, weniger regulierte Finanzzentren verschoben werden. Die Logik ist so einfach wie bestechend: Globalisierung muss mit globalen Regierungsstrukturen einhergehen.

Die Krisen in den Jahren ab 2007 haben jedoch zu einer neuen Debatte geführt. Sie ist vor allem den entstandenen Kosten geschuldet. In den USA und in Europa sahen sich die Steuerzahler mit enorm hohen Rechnungen für Rettungsaktionen konfrontiert. In Island und anderen Staaten mussten die Bürger die Verantwortung für das rücksichtlose Geschäftsgebaren ihres Bankensektors tragen. In der Schweiz und in Großbritannien waren extrem große Finanzsektoren entstanden, deren Stabilisierung die Staaten an den Rand des Zusammenbruchs brachte. Die entscheidende Erkenntnis der letzten Krisen ist, dass die Zunahme von transnationalen Finanzgeschäften nicht zur Globalisierung der Risiken führte. Letztlich müssen die Nationalstaaten – zumindest jene außerhalb der EU – für die Fehleinschätzungen des eigenen Finanzsektors haften.

Ein Sonderfall ist Europa. In der Europäischen Währungsunion (EWU) müssen die Bürger jener Staaten, die eine nachhaltige Finanz- und Wirtschaftspolitik

12 »National sovereignty and autonomy are now embedded within broader frameworks of governance and law in which states are increasingly but one site for the exercise of political power and authority.« David Held, »The Changing Structure of International Law: Sovereignty Transformed?«, in: ders./Anthony McGrew (Hg.), *The Global Transformations Reader. An Introduction to the Globalization Debate*, Cambridge ²2003, S. 162–176 (172).

13 »Postmodern states are characterized by transnationally integrated, globalized economies; by multi-level governance, and by identities that are no longer exclusive to that nation-state.« Georg Sørensen, »Sovereignty: Change and Continuity in a Fundamental Institution«, in: *Political Studies*, 47 (1999) 3, S. 590–604 (602).

14 »... the growth of regional and global governance, with responsibility for areas of increasing transborder concern from pollution to health to trade and financial matters, has helped close the gap between the types of organization thought relevant to national and transnational life.« Held, »The Changing Structure of International Law« [wie Fn. 12], S. 172.

verfolgen, für das verantwortungslose Handeln der Regierungen anderer Länder geradestehen. Der Vertrag von Maastricht sollte zwar verhindern, dass solide Volkswirtschaften durch pflichtvergessene Mitgliedsländer angesteckt werden, doch dieses Ziel wurde verfehlt.[15] Peter Graf Kielmansegg weist darauf hin, dass die Bereitschaft eng begrenzt ist, supranationale Entscheidungsautorität auch dann zu akzeptieren, wenn sie belastende Entscheidungen trifft.[16]

Supranationale Regulierung hat häufig, anders als erwartet, nicht zu nachhaltigem Handeln geführt. Der griechische Schuldenexzess wurde von der Europäischen Kommission und der Europäischen Zentralbank (EZB) über Jahre hinweg ignoriert. Die Schaffung einer supranationalen Institution für die Geldpolitik der EU hat gerade nicht bewirkt, dass die Risiken abnahmen. Vielmehr wurde so das unkontrollierte Schuldenwachstum in Griechenland, Irland, Italien und Spanien überhaupt erst möglich. Denn in den ersten Jahren der Währungsunion gingen die Akteure auf den Finanzmärkten irrtümlich davon aus, das Kreditausfallrisiko in Griechenland sei genauso klein wie etwa in den Niederlanden. Ohne EWU hätten es die Finanzmärkte schon sehr viel früher nicht mehr hingenommen, dass die Verschuldung – privat wie staatlich – ständig ausgeweitet wurde.

Souveränität im 21. Jahrhundert hat sich also zu einem überraschend asymmetrischen Konzept entwickelt. Einerseits haben Gesellschaften die Fähigkeit verloren, Regulierung zu beschließen und umzusetzen; andererseits werden sie jedoch nach wie vor in Haftung genommen, wenn die supranationale Regulierung – ob auf regionalem oder lokalem Niveau – scheitert. Es verwundert nicht, dass es Politikern heute schwerfällt, ihren Wählern den Nutzen dieser asymmetrischen Souveränität zu vermitteln.[17] Das Versprechen, die Globalisierung gerade der Finanzmärkte habe lediglich Vor-, aber keine gravierenden Nachteile, findet beim Bürger keinen Glauben mehr.

Angesichts dieses Dilemmas dreht sich die Debatte in Europa um die vermeintliche Notwendigkeit, nationale Souveränität weiter einzuschränken. Der griechischen Gesellschaft ist ein solches Vorgehen schon bekannt. Trotzdem haben die Vorgaben von IWF, Kommission und EZB noch keine Besserung der wirtschaftlichen Situation des Landes gebracht.[18] Der Ruf nach stärkerer Integration ist nichts anderes als der Wunsch, dass Souveränität an die supranationale Ebene abgegeben wird, die im Gegenzug dann die passenden Politiken implementiert. Eine tiefe Integration der Wirtschaftspolitik in der EU jenseits des Fiskalpakts würde jedoch die Souveränität der teilnehmenden Nationalstaaten beschneiden.

Es lohnt sich zu fragen, welche Form die Verantwortlichkeit auf supranationaler Ebene annehmen soll. Ein noch nicht vollständig untersuchtes Element der jüngsten Krisen ist die schwache Verankerung von Verantwortlichkeit in den Institutionen oberhalb des Nationalstaats. Die EZB zum Beispiel hat die europäischen Gesellschaften mit ihrem Krisenmanagement sehr großen Risiken ausgesetzt; die Verantwortlichkeit der Zentralbanker gegenüber diesen Gesellschaften ist jedoch gering. Die Europäische Kommission wiederum hat es nicht vermocht, die Schuldenkrise zu verhindern – was die Ursache der oft kritisierten, aber letztlich nur konsequenten Re-Nationalisierung des europäischen Krisenmanagements sein dürfte.[19]

Auch in Europa verbleibt die Souveränität im Kern bislang auf Ebene der Nationalstaaten. Die EU ist noch immer eine Gruppe von Staaten und kein Staat im

15 Die sogenannte Nichtbestandsklausel (Artikel 125 des Vertrags über die Arbeitsweise der EU) sollte eine Haftung für staatliche Schulden anderer Mitgliedsländer ausschließen, doch seit 2010 wurde diese Vorgabe mehrfach verletzt. Im Falle Irlands und Spaniens waren es die Rettungsaktionen für überschuldete Banken, die diese beiden Staaten an den Rand der Zahlungsunfähigkeit führten.

16 Peter Graf Kielmansegg, »Verantwortung in Zeiten der Krise. Überlegungen zur Zukunft der Europäischen Gemeinschaft«, Vortrag anlässlich der Verleihung der Friedwart-Bruckhaus-Förderpreise 2013/2014, Berlin, 5.12.2014, S. 2.

17 Sir Mervyn King, früherer Gouverneur der englischen Notenbank, kommentierte das Problem der Haftung von Nationalstaaten mit einer berühmt gewordenen Bemerkung: »Global banks are international in life, but national in death.« Zitiert nach »The Gated Globe« [wie Fn. 1], S. 6.

18 Trotz der umfassenden Vorgaben der Troika übt Griechenland nach wie vor die volle Souveränität über sein Staatsgebiet aus. Als das Land im März 2012 zahlungsunfähig wurde, änderte es nachträglich die Konditionen für seine bereits verkauften Staatsanleihen und fügte sogenannte Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses) hinzu. Selbstredend ist nur ein souveräner Staat in der Lage, Verträge unilateral zu modifizieren. Wirtschaftspolitisch autonom handelt Griechenland allerdings nicht mehr, da es hier stets auf die Zustimmung der Troika angewiesen ist.

19 Die Kommission wies Griechenland zwischen 2003 und 2009 zwar auf Fehlentwicklungen hin, etwa im Bereich der öffentlichen Verwaltung. Allerdings gab es keine Kritik an den hohen Kapitalimporten – dem Kernproblem also. Vgl. European Parliament, *Greece: Policy Recommendations provided by the EU and the IMF from 2003 to 2009*, 2014, <www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/note/join/2014/497752/IPOL-ECON_NT%282014%29497752_EN.pdf> (eingesehen am 20.1.2014).

Entstehen, auch wenn Letzteres von Befürwortern einer tiefen Integration Europas häufig unterstellt wird. Der amerikanische Völkerrechtler Robert Jackson betont, die EU sei das Kind und nicht eine Schwester, geschweige denn ein Elternteil der Mitgliedstaaten, denn nach wie vor bilde sie eine Union souveräner Staaten.[20] Jeder Transfer von Souveränität in der EU wird – möglicherweise nur auf Zeit – von einem Mitgliedstaat beschlossen und kann von ihm nach eigenem Gutdünken wieder zurückgenommen werden. Dieses Recht der Mitgliedstaaten ist festgeschrieben in Artikel 50 des EU-Vertrages. Letztlich kann ein Mitglied der EU auch beschließen, die Union zu verlassen. Das Niveau und die Intensität der internationalen Kooperation mögen sich verändern, doch der Nationalstaat behält die Autorität, darüber zu entscheiden, ob er sich daran beteiligen möchte oder nicht.[21]

Die Debatten zur Zukunft der EU und zur Gestaltung der internationalen Wirtschaftsbeziehungen weisen Parallelen auf. In beiden Fällen ist die Frage zu beantworten, welche Spielräume sich Gesellschaften bei der Weiterentwicklung ihrer Außenwirtschaftspolitik erhalten wollen. Dabei gibt es ein Spannungsverhältnis zwischen ökonomischer Effizienz und demokratischer Selbstbestimmung. Wenn die internationale Arbeitsteilung vertieft und die supranationale Regulierung ausgeweitet wird, so berührt dies den Kern demokratischer Gesellschaften. Dürfen Wählerinnen und Wähler überhaupt noch Entscheidungen treffen, die aus einer liberalen ökonomischen Perspektive suboptimal sind? Oder müssen sie stets »marktkonform« (Kanzlerin Merkel) votieren? Gibt es also Raum für unterschiedliche nationale Präferenzen? Oder haben sich Europa und Globalisierung als »Sachzwänge« durchgesetzt, die demokratische Entscheidungsprozesse aushebeln?

Der Harvard-Ökonom Dani Rodrik hat das Spannungsverhältnis zwischen Globalisierung, Demokratie und Nationalstaat näher untersucht. Er stellt fest, dass bestenfalls zwei der drei Ziele erreicht werden können. Es handelt sich um ein klassisches Trilemma. Tiefe Globalisierung (Rodrik spricht von »Hyperglobalisierung«), Demokratie und nationale Selbstbestimmung schließen sich demnach gegenseitig aus. Rodrik sieht drei Optionen:

1) Zur Steigerung der ökonomischen Effizienz kann die Demokratie eingeschränkt werden. Der Nationalstaat bleibt dabei zwar erhalten, aber die Bürgerinnen und Bürger verzichten auf demokratische Prozesse. Dies liegt daran, dass Entscheidungen ausgeschlossen sind, welche die ökonomische Effizienz unterminieren. Demokratie beschränkt sich so auf Akklamation – eine Wahl zwischen unterschiedlichen (Wirtschafts-) Politiken gibt es nicht mehr. Rodrik bezeichnet dieses Arrangement als »goldene Zwangsjacke«: Sicherung des Wohlstands geht vor demokratischer Entscheidung.[22]

Rodrik benennt die Folgen einer solchen Vorgehensweise. Regierungen müssten genau jene Wirtschaftspolitik implementieren, die Investoren wünschen, also Beschränkung der Rolle des Staates, Privatisierung, niedrige Steuern, flexible Arbeitsmärkte, Deregulierung und weitreichende Offenheit der Volkswirtschaft. Die »goldene Zwangsjacke« charakterisiert die Weltwirtschaft vor dem Ersten Weltkrieg. Sozialpolitische Fragen standen damals im Hintergrund, Regierungen setzten auf ökonomisches Wachstum. Der grenzüberschreitende Kapitalverkehr war unbeschränkt, während die strikten Mechanismen des Goldstandards die nationalen Geldpolitiken miteinander verbanden.

2) Die zweite Option ist die Globalisierung der Demokratie. Hier verschwindet der Nationalstaat, weil seine Souveränität in einem größeren Raum aufgelöst wird. Dies kann die EU oder die gesamte Welt sein. Bei diesem Modell, von Rodrik als »Global Governance« bezeichnet, bleiben demokratische Prozesse möglich, aber sie finden in einer kosmopolitischen Weltgesellschaft statt. Letztlich reduziert sich auch hier der Raum für nationale Wege.

Der Pferdefuß bei dieser Variante besteht darin, dass die Bereitschaft vorausgesetzt wird, supranationale Autorität anzuerkennen. Globale Mehrheitsherrschaft verlangt von den Gesellschaften, eine solche Kosmopolitisierung der Demokratie zu akzeptieren. Es stellt sich die Frage, welchen Raum es dabei für kleinere Gesellschaften geben könnte. Rodrik selbst zeigt sich skeptisch in Hinblick auf die Perspektiven dieses Konzepts:

20 Robert Jackson, »Sovereignty in World Politics: A Glance at the Conceptual and Historical Landscape«, in: *Political Studies*, 47 (1999) 3, S. 431–456 (451f).

21 Nach Daniel Philpott akzeptieren die Staaten manche Verpflichtungen – ob auf regionaler oder globaler Ebene –, ohne dass dies an ihrer grundlegenden Autorität etwas ändert: Politikentscheidungen werden auf nationalem Niveau implementiert und überwacht. Daniel Philpott, »Sovereignty: An Introduction and Brief History«, in: *Journal of International Affairs*, 48 (1995) 2, S. 353–368 (368).

22 Dani Rodrik, *The Globalization Paradox. Democracy and the Future of the World Economy*, New York 2011, S. 200f.

> »Es gibt einfach zu viel Diversität in der Welt der Nationalstaaten, um diese in gemeinsame Regeln zu pressen, selbst wenn solche Regeln auf demokratischem Wege entstanden sind. Globale Regeln und Normen sind nicht nur unbrauchbar – sie sind nicht einmal wünschenswert.«[23]

Globale Regulierung, so Rodrik, führt unweigerlich zu Regeln auf dem kleinsten gemeinsamen Nenner. Letztlich entstehen schwache und ineffektive Regelwerke (wie auch die Untersuchung der globalen Regeln für Finanzmärkte im nächsten Abschnitt zeigen wird).

3) Der dritte Weg verzichtet auf tiefe Globalisierung und betont die Stärkung von demokratischer Legitimation in den Nationalstaaten. Rodrik nennt dies den »Kompromiss von Bretton Woods«. Er bezieht sich damit auf das System von Bretton Woods – die internationale Wirtschafts- und Währungsordnung, die 1944 begründet worden war und bis 1973 Bestand hatte. Dabei wird die Globalisierung begrenzt, also die Steigerung der ökonomischen Effizienz durch immer weiter reichende Arbeitsteilung.

Das Modell Bretton Woods ist damit die einzig verbleibende Option, wenn weder auf den Nationalstaat noch auf demokratische Verfahren verzichtet werden soll. Bretton Woods ermöglichte die Liberalisierung des Warenhandels bei gleichzeitigem Verzicht auf umfassende Liberalisierung des Kapitalverkehrs. Das lockere Regelwerk erlaubte den Gesellschaften, eigene Wege der wirtschaftlichen Entwicklung zu beschreiten – es bot einen Freiraum, den Beobachter aus Entwicklungsländern heute als »policy space« bezeichnen. Keineswegs war die Ära von Bretton Woods geprägt von Stagnation. Die Volkswirtschaften der USA, Westeuropas und Japans wuchsen in den 1950er und 1960er Jahren mit großem Tempo. Dabei hatte die nationale Regulierung der Finanzmärkte bemerkenswerte, später vielfach übersehene Stabilisierungseffekte. Bankenzusammenbrüche konnten erfolgreich vermieden werden (Details hierzu im nächsten Abschnitt).

Rodriks Überlegungen lassen sich auch auf Europa anwenden. Bei der Weiterentwicklung der EU gibt es ebenfalls ein Spannungsverhältnis zwischen Demokratie, Nationalstaat und tiefer Integration. Bislang folgt der Pfad der Integration in Europa dem Muster der »goldenen Zwangsjacke«. Die Vertiefung der EU zu einer politischen Union wird als unvermeidlich und wünschenswert postuliert. Graf Kielmansegg hat darauf hingewiesen, dass die Europapolitik vor allem in Deutschland seit den 1950er Jahren von Kartellbildung geprägt sei. Das heißt, die maßgeblichen Parteien haben in der Europapolitik niemals divergierende Positionen vertreten, von wenigen Ausnahmen wie der Frage eines EU-Beitritts der Türkei einmal abgesehen. Den Wählerinnen und Wählern wurde in der Europapolitik also nur geringer Einfluss zugestanden – was wohlmeinend und in bester Absicht geschah. In Deutschland, so Kielmansegg, sei mithin eine »Sakralisierung des europäischen Projektes« zu beobachten.[24]

In einigen anderen Ländern der EU ist die Bereitschaft, die Union zu vertiefen, deutlich geringer ausgeprägt als hierzulande. Das liegt vermutlich vor allem daran, dass der Nationalstaat etwa in Frankreich oder den Niederlanden sehr viel positiver besetzt ist als in Deutschland. Überraschend ist dies nicht: Auf nationalstaatlicher Ebene sind demokratische Entscheidungsprozesse sehr viel effektiver zu organisieren als in großen, supranationalen Gemeinschaften. In Europa kommt dazu, dass sich ein »europäischer Gemeinsinn«[25] nur in sehr bescheidenen Ansätzen entwickelt hat.

Es gibt also eine Reihe von politischen Gründen, um vor einer weitreichenden EU-Vertiefung und der umfassenden Globalisierung zu warnen. Hinzu kommen die empirischen Befunde der bisherigen Versuche, Finanzmärkte auf globaler Ebene zu regulieren. Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs und die Deregulierung der internationalen Finanzmärkte seit den 1970er Jahren haben die Risiken für die Nationalstaaten nicht geringer gemacht, sondern erhöht. Deshalb ist es folgerichtig, dass einzelne Staaten in Zukunft einen sehr viel weiter gehenden Regulierungsansatz verfolgen als bisher. Selbstverständlich würden sich auch die Befürworter neuer globaler Regulierung für ein umsichtiges, nachhaltiges Regulierungskonzept aussprechen. Deren Schlussfolgerung ist aber, dass ein einheitlicher, globaler Ansatz der beste Weg zu stabilen und krisenarmen Finanzmärkten sei. Dabei ist die bisherige Erfolgsbilanz globaler Regulierung schlecht und von Misserfolgen geprägt.

23 Ebd., S. 204.

24 Kielmansegg, »Verantwortung in Zeiten der Krise« [wie Fn. 16].

25 Ebd.

Finanzkrisen und die Kollateralschäden globalisierter Finanzmärkte

Seit das System von Bretton Woods 1973 zusammenbrach, hat die Internationalisierung der Finanzmärkte deutlich zugenommen. Der grenzüberschreitende Kapitalverkehr wuchs deutlich, nachdem entsprechende Beschränkungen gefallen waren. Allerdings ging mit dieser Internationalisierung auch eine Zunahme von Finanzkrisen einher. Seit den 1970er Jahren reihen sich solche Zäsuren – die Insolvenz der Kölner Herstatt-Bank 1974, Südamerika 1982, Australien 1990, Mexiko 1994/95, die Asienkrise 1997/98, Brasilien und Russland 1999, Argentinien 2001/2002, USA 2007/2008 und seit 2010 die Krisen in Europa. Finanzmarktregulierung hat die Aufgabe, einen Mittelweg zwischen rigider, Stabilität garantierender Politik und einer allzu lockeren, Krisen erlaubenden Aufsicht zu finden. In den vergangenen vier Jahrzehnten haben sich die Bankenaufseher jedoch zu sehr an den Interessen des Finanzsektors orientiert. Es ist ihnen nicht gelungen, für stabile Finanzmärkte zu sorgen.[26] Die Ursachen für das Scheitern der Bankenaufsicht werden im Folgenden untersucht.

Regulierung auf Basis falscher Annahmen

Im Rückblick hat die Entwicklung globaler Standards für die Finanzmärkte nicht zu einem stabileren System geführt. So hat etwa einer der wichtigsten Regulierungsansätze, Basel II, die beiden jüngsten Krisen – die Subprime-Krise und die Schuldenkrise in Europa – nicht verhindern können. Beide Krisen wurden vielmehr durch falsch konzipierte globale Regeln befeuert. Basel II verpflichtete die Banken zwar, Eigenkapital in einer vom Risiko des Portfolios abhängigen Höhe zu halten. Übersehen wurde, dass auch solide Banken in eine Liquiditätskrise geraten können, wenn die Finanzmärkte von Panik geprägt sind. So standen zahlreiche solvente Banken nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im September 2008 vor der Illiquidität, da sie ihre Wertpapiere auf den in Schockstarre verharrenden Finanzmärkten nicht mehr verkaufen konnten.[27]

Im Rahmen von Basel II wurden Hypothekenkredite als ziemlich risikolos angesehen. Allgemein stufte man vor 2007 die Kreditvergabe an Hausbesitzer als Geschäft mit geringem Wagnis ein. In den USA etwa hatte es seit der Großen Depression keinen landesweiten Rückgang der Immobilienpreise mehr gegeben. Die im Basler Ausschuss kooperierenden Aufsichtsbehörden waren überzeugt, dass bei Krediten an mittelständische und große Unternehmen eher mit Zahlungsausfall zu rechnen sei als bei Immobilienkrediten an Privatleute. Diese Einschätzung erwies sich als falsch. Gerade in den USA fielen die Preise von Immobilien massiv, was die Gläubiger der Käufer in gravierende Schwierigkeiten brachte.

Hinzu kam, dass die Regulierungsbehörden die sogenannte Verbriefung von Anleihen nicht einschränkten. Mit dieser Finanzmarktpraxis können große Mengen einzelner Kredite zu handelbaren Wertpapieren gebündelt werden. In vielen Ländern wurde dieses Vorgehen sogar aktiv gefördert. Viele Finanzinstitute zogen es im Ergebnis vor, ihre Kredite zu verbriefen und weiterzuverkaufen. Damit verschwanden die Risiken zwar aus den Bilanzen der betreffenden Banken, aber nicht aus dem Finanzsystem. Risiken wurden nicht reduziert, sondern auf intransparente Weise weitergereicht.

Vor allem Basel II und III sind darauf ausgelegt, ein Regelwerk zu entwickeln, das einheitliche Rahmen-

26 Ein zentrales Problem ist, dass private Banken seit Einführung des partiellen Reservesystems selbst Geld schöpfen können. Schon im 18. Jahrhundert wurde dies vom schottischen Philosophen und Ökonomen David Hume kritisiert; er forderte, dass die Kreditvergabe vollständig durch Einlagen oder Eigenkapital gedeckt sein müsse. Nach der Großen Depression der 1930er Jahre wurde in den USA intensiv darüber diskutiert, das »fractional reserve banking« abzuschaffen. Im Jahr 2012 griffen zwei Ökonomen des IWF diese Idee wieder auf. Würden die Banken die Fähigkeit zur Geldschöpfung verlieren, so der Leitgedanke, wäre das Finanzsystem krisenfest. Angesichts des weitreichenden politischen Einflusses, den der Finanzsektor besitzt, erscheint es heute allerdings mindestens ebenso unrealistisch wie in den 1930er Jahren, seine Macht zu beschneiden. Jaromir Benes/Michael Kumhof, *The Chicago Plan Revisited*, Washington, D.C., 2012 (IMF Working Paper WP/12/202).

27 Marc Levinson, »Faulty Basel. Why More Diplomacy Won't Keep the Financial System Safe«, in: *Foreign Affairs*, 89 (2010) 3, S. 76–88 (81).

bedingungen für alle Finanzmarktakteure weltweit schafft. Der Nachteil dieses Ansatzes ist, dass alle Akteure die gleichen – oder zumindest ähnliche – Strategien verfolgen. Andrew Haldane, Leiter der Abteilung für Finanzmarktstabilität bei der englischen Notenbank, sieht dies kritisch. Er stellt fest, dass gleiche Wettbewerbsbedingungen die Krise verschärften:

> »The level playing field resulted in everyone playing the same game at the same time, often with the same ball. Through these channels, financial sector balance sheets became homogenised. Finance became a monoculture. In consequence, the financial system became, like plants, animals and oceans before it, less disease-resistant.«[28]

Während das Versagen der Regulierung vor der US-Krise heute größtenteils anerkannt ist, fehlt eine Grundsatzdebatte über die Zukunft der Finanzmarktregulierung. In der Geschichte der internationalen Finanzmärkte gibt es dazu ein altbekanntes Muster. Nach einer Krise gelobt die Politik regelmäßig Besserung. Die Idee, dass die nächste Krise durch »bessere« Regulierung verhindert werden könne, entsteht so zwangsläufig wie die Krise selbst.[29]

Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff betonen in ihrem bahnbrechenden Buch »This Time Is Different«,[30] dass es auf den Finanzmärkten ein wiederkehrendes Muster von Hybris gibt. Doch die Selbstüberschätzung beschränkt sich nicht auf Finanzakteure, sie lässt sich auch bei den Regulierungsbehörden finden. In der Hoffnung, dass dieses Mal alles anders sei, wird nach einer Krise ein neuer Regulierungsansatz eingeführt. Doch nach einer gewissen Zeit ist es dem Finanzsektor noch immer gelungen, Wege zur Umgehung der neuen Vorgaben zu finden. Die heutigen Bemühungen, neue Regeln für die Finanzmärkte zu schaffen, müssen in solchem Licht gesehen werden.

Zwei Hauptfaktoren sind verantwortlich dafür, dass dieses Versagen zu einem sich wiederholenden Muster geworden ist. Zum einen baut Finanzmarktregulierung immer auf vergangenen Erfahrungen auf. Reformen werden erst dann angestrebt, wenn das Kind schon in den Brunnen gefallen ist. Die Regulierungsbehörden sind nicht in der Lage, neue Entwicklungen auf den Finanzmärkten vorauszusehen, geschweige denn ihnen mit vorausschauender Regulierung zuvorzukommen. Nicht nur ist der Nutzen sogenannter Finanzmarkt-Innovationen zweifelhaft; sie stellen zudem die Regulierungsbehörden vor Aufgaben, denen diese selten gewachsen sind.

Zum anderen ist die Finanzmarktlobby auffallend erfolgreich, wenn es darum geht, strenge Regeln für die Finanzmärkte zu diskreditieren. So ist es Bankern und Investoren in vielen Ländern gelungen, die durch den damaligen britischen Finanzminister Gordon Brown berühmt gewordene »light touch regulation« zum politischen Standard zu machen. Die 1997 angetretene Regierung Blair versprach dem Finanzsektor, Regulierung großzügig zu interpretieren und auf die Selbstregulierung der Märkte zu vertrauen.

Das britische Beispiel wurde vielerorts kopiert; in der Summe hat es zu einem Wettlauf um die niedrigsten Regulierungsstandards geführt. Die Sorge, man könnte Marktanteile durch eine zu harte Regulierung an andere Finanzstandorte verlieren, hat (zu) oft die Entscheidungen der Politik geleitet. Dabei ist es die beliebteste Taktik der Lobbyisten, auf die Notwendigkeit einheitlicher Rahmenbedingungen zu verweisen. Ohne globale Regeln, an die sich alle Länder oder zumindest die G20 halten, so das Argument, sei der jeweilige Finanzsektor international nicht mehr wettbewerbsfähig, wenn die Finanzmarktregulierung auf nationaler Ebene verschärft werde. Der Verlust von Arbeitsplätzen wäre die unvermeidliche Folge.

Einer solchen Argumentationslinie folgen selbstverständlich nicht bloß Akteure aus dem Finanzsektor, sondern gern und häufig auch Vertreter anderer Sektoren. Aber seit den 1970er Jahren waren die Lobbyisten des Finanzsektors damit erfolgreicher als andere. Es schien, als stelle die Politik dessen Wünsche über die Interessen der übrigen Gesellschaft. Entscheidungsträger folgten den Sirenengesängen der Finanzmärkte. Davon profitierte die Finanzwirtschaft über viele Jahre. In den Krisen zahlten die Gesellschaften diesseits und jenseits des Atlantiks dann einen hohen Preis dafür.

Vertreter des Finanzsektors argumentieren häufig, dass die Globalisierung – nach einer Minimaldefinition die Zunahme wirtschaftlichen Austauschs zwischen Staaten aufgrund gelockerter Restriktionen für

28 Andrew Haldane, »Rethinking the Financial Network«. Speech to the Financial Student Association, Amsterdam, April 2009, S. 18, <www.finextra.com/Finextra-downloads/featuredocs/speech386.pdf> (eingesehen am 16.4.2015).

29 Befürworter der globalen Integration der Finanzmärkte setzen aber weiterhin auf verstärkte Kooperation der Bankenaufseher und hoffen, damit die Regulierung krisenfest machen zu können.

30 Carmen Reinhart/Kenneth Rogoff, *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton: Princeton University Press, 2009.

Handel und Kapitalverkehr – die politische Gestaltungsmacht einzelner Gesellschaften einschränke. Die stetig wachsende gegenseitige Abhängigkeit von Volkswirtschaften auf der ganzen Welt zwinge politische Entscheidungsträger, sämtliche Wirtschaftssektoren zu deregulieren und den Umfang der Vorgaben dem internationalen Umfeld anzupassen. Wer dies ablehne, müsse erhebliche Wohlstandsverluste in Kauf nehmen.

So wurde etwa die Liberalisierung des Kapitalverkehrs als unausweichlich dargestellt. Man behauptete, dass es – in Paraphrasierung einer Aussage Margaret Thatchers – keine Alternative dazu gebe, die Restriktionen auf internationale Kapitalflüsse zu lockern. Tatsächlich wurden seit den 1970er Jahren in zahlreichen Ländern die Beschränkungen des Kapitalverkehrs aufgehoben, womit sich die neoklassische Lehre durchsetzte. Meist wurden diese Entscheidungen nicht von einer politischen Debatte begleitet, geschweige denn in breiteren gesellschaftlichen Schichten diskutiert.

Auch in der EU gab es kaum Opposition gegen die Liberalisierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs. Das Projekt der europäischen Integration genoss, wie erwähnt, breite Unterstützung. Es wurde kein Unterschied gemacht zwischen der Integration von Waren- und Arbeitsmärkten auf der einen und Kapitalmärkten auf der anderen Seite. Beschränkungen des Kapitalverkehrs wurden in Europa verboten.

Dies hatte gravierende Folgen. Länder wie Irland und Spanien traten der Europäischen Währungsunion bei und waren, als die Kombination niedriger Zinsen und sich selbst verstärkender Preisblasen auf den Immobilienmärkten für eine erkennbare Überhitzung sorgte, nicht in der Lage, sich gegen unerwünschte Kapitalzuflüsse zu schützen. Ausländisches, vor allem auch deutsches Kapital strömte in diese Ökonomien. Das Ergebnis waren schwere Übertreibungen im Immobiliensektor, gegen die den nationalen Behörden kaum wirksame wirtschafts- und finanzpolitische Instrumente zur Verfügung standen.

In Spanien zeigten sich die strukturellen Fehlentwicklungen des Finanzsektors sehr deutlich. Rund zehn Jahre nach Ende der Franco-Diktatur trat das Land 1986 der Europäischen Gemeinschaft bei. Bevor es sich im Jahr 1999 der Währungsunion anschloss, waren die nationalen Behörden ziemlich erfolgreich darin, auf Entwicklungen im Finanzsektor zu reagieren. Mit dem Beitritt zur Währungsunion sanken in Spanien die nominalen und realen Zinssätze dramatisch. In Kombination mit dem in der EU festgeschriebenen freien Kapitalverkehr führten die niedrigen Zinsen zu einem Boom im Immobiliensektor. Die Kapitalströme nach Spanien nahmen historische Ausmaße an. Zwischen 2006 und 2008 stieg das Leistungsbilanzdefizit des Landes – von Kapitalzuflüssen in gleicher Höhe begleitet – auf durchschnittlich 8,4 Prozent des Bruttoinlandsprodukts.[31] Solche Mengen ausländischen Kapitals stellen ein Risiko für jede Volkswirtschaft dar, selbst wenn es – wie im Falle Spaniens – kein Wechselkursrisiko gibt. Der Import ausländischen Kapitals führte zu einem klassischen Kreditboom.

Die Schattenseiten supranationaler Regeln wurden angesichts der europäischen Krise ab 2010 offensichtlich. Innerhalb der Eurozone hatten den Mitgliedstaaten die Instrumente gefehlt, um einen Kreditboom zu verhindern. Vor allem die irischen und spanischen Behörden waren nicht in der Lage, die offensichtlichen Blasen auf ihren Immobilienmärkten zu bekämpfen. Ihnen fehlten schlicht die geld- und währungspolitischen Mittel. Die Zinssätze wurden von der Europäischen Zentralbank in Frankfurt auf einem für die gesamte EWU einheitlichen Niveau festgelegt, und alle anderen wirksamen Restriktionen sind in der EU verboten. Beide Länder hatten also keine Möglichkeit, die den Boom anheizenden Kapitalzuflüsse einzuschränken. Steuern oder andere Begrenzungen waren nicht erlaubt, was in Spanien und Irland zu einem Marktversagen von enormen Ausmaßen führte. Selbst die Versuche der Spanier, ihre nationalen Banken stärker zu regulieren, waren zum Scheitern verurteilt. Innerhalb der EWU mit ihren integrierten Finanzmärkten fiel es den spanischen Finanzinstituten leicht, sich Geld anderswo in der Eurozone zu leihen. Dank der gemeinsamen Währung war dies nicht einmal mit Wechselkursrisiken belastet.

Die Konsequenzen gelockerter Kapitalverkehrskontrollen

Der Glaubenssatz, es bedürfe unbeschränkter Kapitalflüsse, reflektierte vor allem das Interesse einiger weniger Akteure des Finanzsektors. In erster Linie waren es international operierende Unternehmen, die mit viel Einsatz für die Abschaffung von Kapitalverkehrskontrollen kämpften. Bereits 1998 erkannte der ameri-

31 OECD, *Economic Outlook 96 Database, Table 51, <www.oecd.org/eco/outlook/economicoutlookannextables.htm> (eingesehen am 4.5.2015).*

kanische Handelsökonom Jagdish Bhagwati, dass vor allem Unternehmen aus dem Finanzsektor Interesse an unbeschränktem Kapitalverkehr hatten.[32]

Für die meisten Bürgerinnen und Bürger eines Landes sind Kapitalverkehrshürden dagegen von minderer Bedeutung. Von Urlaubsreisen und gelegentlichen Geldüberweisungen an den Neffen im Ausland abgesehen, ist die breite Gesellschaft von internationalen Kapitalverkehrsflüssen direkt nur wenig betroffen. Sehr viel wichtiger für Volkswirtschaften ist die Stabilität der Wechselkurse. Sind diese volatil, leiden sämtliche Wirtschaftssektoren, die exportieren oder mit ausländischen Importen auf dem Heimatmarkt konkurrieren müssen.

Der kanadische Ökonom Robert Mundell hat 1963 den unmöglichen Dreiklang der Geldpolitik (»impossible trinity«) untersucht. Er stellte fest, dass es ein Spannungsverhältnis zwischen den drei Zielen gibt, die Länder mit ihrer Geldpolitik erreichen wollen: stabile Wechselkurse, unbeschränkter Kapitalverkehr und geldpolitische Autonomie. Mundell zufolge sind von diesen Zielen immer nur zwei gleichzeitig erreichbar. Entweder wird auf geldpolitische Autonomie verzichtet oder auf unbeschränkten Kapitalverkehr oder auf stabile Wechselkurse.[33] In einer demokratisch regierten Gesellschaft ist die Autonomie der nationalen Geldpolitik – also die Fähigkeit der Zentralbank, Zinsentscheidungen in Reaktion auf konjunkturelle Entwicklungen zu treffen – ein unverzichtbares Ziel.[34] Also bleibt eine einfache politische Entscheidung: Gesellschaften können sich entweder für unbeschränkten Kapitalverkehr oder für stabile Wechselkurse entscheiden.

In der Ära von Bretton Woods – bis 1973 also – war der internationale Kapitalverkehr noch beschränkt. Darin spiegelten sich die schwache Verhandlungsposition des damaligen Finanzsektors und die relative Stärke der verarbeitenden Industrie. In den letzten 40 Jahren wurde der Kapitalverkehr dann liberalisiert, was Ausdruck eines Wiedererstarkens des Finanzsektors war. Die Entwicklung unterstreicht den zunehmenden Einfluss jener Teile der Gesellschaft, die von ungehinderten Geldströmen profitieren. Nachteile mussten all diejenigen in Kauf nehmen, denen stabile Wechselkurse Vorteile bringen würden.

Seit Beginn der Liberalisierung des Kapitalverkehrs in den 1970er Jahren hat sich, von wenigen Ausnahmen abgesehen, das Modell flexibler Wechselkurse durchgesetzt, also der Verzicht auf Wechselkursstabilität. Zu den Sonderfällen zählt China, das trotz einiger Liberalisierungsschritte den Kapitalverkehr nach wie vor beschränkt. Das Land ist die größte Volkswirtschaft, die noch solche Restriktionen anwendet. Zwar kann sich China dadurch nicht gegen finanzielle Turbulenzen immunisieren, doch entscheidend ist, dass eine etwaige Krise im Land nicht durch externe Schocks ausgelöst würde. Der chinesische Finanzsektor weist durchaus Übertreibungen auf, vor allem eine insgesamt zu hohe und zu rasch wachsende Verschuldung, aber die Fehlentwicklungen wurden nicht zusätzlich durch Kapitalzuflüsse aus dem Ausland verstärkt.[35] Folglich müsste auch die Lösung einer Finanzkrise primär in China selbst und nicht auf internationalem Niveau gefunden werden.

Ein weiterer Sonderfall ist Dänemark. Das Land hat eine eigene Währung, aber keine eigenständige Geldpolitik. Die Zinspolitik der EZB wird von der dänischen Notenbank eins zu eins übernommen. Dänemark verzichtet also auf geldpolitische Autonomie.

Der internationale Kapitalverkehr ist seit dem Ende von Bretton Woods sprunghaft angestiegen. Doch nach der Asienkrise 1997/98 hat der Umfang der Kapitalflüsse noch einmal massiv zugelegt. Die weltweiten Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen (berechnet werden die hälftigen Summen aller Defizite und

32 »Wall Street's financial firms have obvious self-interest in a world of free capital mobility since it only enlarges the arena in which to make money.« Jagdish Bhagwati, »The Capital Myth. The Difference between Trade in Widgets and Dollars«, in: *Foreign Affairs*, 77 (1998) 3, S. 7–12 (11).

33 Robert Mundell, »Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates«, in: *Canadian Journal of Economics and Political Science*, (1963) 29, S. 475–485. Für eine Diskussion des »unmöglichen Dreiklangs« in der Währungspolitik siehe Maurice Obstfeld/Jay C. Shambaugh/Alan M. Taylor, »The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility«, in: *The Review of Economics and Statistics*, 87 (2005) 3, S. 428–438.

34 Zu Zeiten des Goldstandards sahen die politischen Rahmenbedingungen natürlich anders aus. Gewerkschaften waren nicht existent oder schwach, und die politischen Entscheidungsträger hatten viel mehr Freiheit, die Leitzinsen an die externen wirtschaftlichen Bedingungen anzupassen.

35 Die private und öffentliche Verschuldung in China (ohne den Finanzsektor) lag im Jahr 2013 mit 217 Prozent des BIP erheblich über dem Niveau anderer Schwellenländer wie Brasilien (121 Prozent) oder Russland (43 Prozent). Luigi Buttiglione/Philip R. Lane/Lucrezia Reichlin/Vincent Reinhart, *Deleveraging? What Deleveraging?*, Genf: International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB)/London: Center for Economic Policy Research, September 2014 (Geneva Reports on the World Economy, Nr. 16), S. 12. Besonders kritisch ist, dass die Verschuldung seit 2008 dramatisch, um 72 Prozent des BIP, angewachsen ist (ebd., S. 68).

Überschüsse der 181 Länder in der Datenbasis des IWF) bewegten sich zwischen 1970 und 1997 stets um 1,2 Prozent des globalen BIP und waren damit ziemlich stabil.[36] Zwischen 1997 und 2007 erhöhten sich die Ungleichgewichte dann auf rund 3 Prozent des globalen BIP.[37] Es handelt sich hier nicht um kurzfristigen Devisenhandel, sondern um die sich in der Zahlungsbilanz einer Volkswirtschaft niederschlagenden Kapitalbewegungen. Die Leistungsbilanzdefizite kapitalimportierender Länder (insbesondere der USA) und die Überschüsse der kapitalexportierenden Länder (vor allem, aber nicht nur, Chinas und Deutschlands) sind massiv gestiegen.

Ein wichtiger Punkt, um den Nutzen von Kapitalzuflüssen für eine Volkswirtschaft zu bewerten, sind die Erwartungen, die zu Beginn des Liberalisierungsprozesses geweckt wurden. In den 1970er Jahren, als Kapitalverkehrsbeschränkungen noch weit verbreitet waren, sagten neoklassische Ökonomen voraus, dass unbeschränkte Kapitalflüsse den Armen der Welt zugutekämen. Kapital würde aus reichen, kapitalstarken Volkswirtschaften in jene Länder fließen, in denen es knapp ist – also vorwiegend in Entwicklungsländer.[38] Anders gesagt: Kapital würde dorthin strömen, wo es höhere Erträge bringen würde, und dies seien die kapitalarmen Entwicklungsländer.

Wie wird eine solche Erwartung begründet? Die Verfechter der Argumentation stützen sich auf die Hypothese effizienter Märkte.[39] Diese Theorie geht davon aus, dass Finanzmärkte die ihnen zur Verfügung stehenden Informationen effizient nutzen. Demnach wissen Finanzmarktakteure, dass sie ihr Kapital in Entwicklungsländern effizienter anlegen können als in den Wirtschaften der Industriestaaten. Tatsächlich fließt heute ein Teil der weltweiten Kapitalströme in Entwicklungsländer. In der ersten Hälfte des vergangenen Jahrzehnts floss das Kapital jedoch in eine entgegengesetzte Richtung – von ärmeren Ländern in die USA. Dort wurde es nicht effizient verwendet, etwa um Investitionen in die verarbeitende Industrie zu finanzieren, sondern befeuerte den Binnenkonsum und Investitionen in den bereits aufgeblähten Immobiliensektor.

Neuere Studien zeigen, dass nicht alle Formen von Kapitalzuflüssen den gleichen Nutzen für eine Volkswirtschaft bringen. Die Ökonomen Aizenman, Jinjarak und Park haben den Kapitalverkehr von 100 Ländern in zwei Perioden, 2000–2005 sowie 2006–2010, untersucht. Während sie die positiven Effekte von Direktinvestitionen auf die wirtschaftliche Entwicklung bestätigen können, finden sie keine Evidenz für positive Effekte von Wertpapieranlagen oder kurzfristigen Anleihen. Letztere können sich sogar negativ auf das Wirtschaftswachstum auswirken, vor allem in Zeiten finanzieller Instabilität.[40]

Die unterschiedlichen Effekte der verschiedenen Typen von Kapitalzuflüssen überraschen kaum. Der entscheidende Faktor, der den Nutzen von ausländischem Kapital bestimmt, ist dessen Verwendung. Dient das Kapital Investitionen oder dem Konsum? Problematisch für die wirtschaftliche Entwicklung sind jene Kapitalzuflüsse, die Konsum (oder schlechte Investitionen) finanzieren. Ausländische Direktinvestitionen sind deshalb der beste Weg, um im Zielland Wertschöpfung zu generieren. Kapital, das in den Jahren vor Ausbruch der Krisen in die USA, nach Spanien oder Griechenland floss, wurde offensichtlich in erster Linie für Konsum und weniger für Investitionen verwendet. Aus heutiger Sicht hätten Beschränkungen der einen oder anderen Art dazu beitragen können, diese Volkswirtschaften zu stabilisieren.

Nach Ausbruch der Krise in den USA begannen zahlreiche Länder, Kapitalströme zu beschränken. Island war 2008 das erste Industrieland, das zu diesem Mittel griff. Dabei gilt es zu bedenken, dass der IWF Kapitalverkehrskontrollen lange als Teufelszeug betrachtete und strikt ablehnte. Ein Land wie Brasilien, das immer wieder von Finanzkrisen erschüttert wurde, besteuerte 2009/2010 den Kapitalzufluss, um Übertreibungen zu verhindern. Zuflüsse wurden zunächst mit 2, später mit 6 Prozent belegt. Brasiliens

36 Die Zahlungsbilanz ist per Definition stets ausgeglichen. Einem Defizit in der Leistungsbilanz entspricht ein Kapitalimport in gleicher Höhe. Umgekehrt gilt, dass Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen Kapital exportieren.

37 Anton Brender/Florence Pisani, *Global Imbalances and the Collapse of Globalised Finance*, Brüssel: Centre for European Policy Studies, 2010, S. 24, <www.ceps.eu/book/global-imbalances-and-collapse-globalised-finance> (eingesehen am 16.4.2015).

38 Für eine Diskussion der Effekte von Liberalisierung siehe John Eatwell, *International Financial Liberalization: The Impact on World Development*, 1997 (UNDP, Discussion Paper Series 12/1997).

39 Der amerikanische Ökonom Eugene Fama wurde für diese Theorie im Jahr 2013 mit dem Preis der schwedischen Notenbank – gerne auch Nobelpreis für Wirtschaft genannt – ausgezeichnet.

40 Joshua Aizenman/Yothin Jinjarak/Donghyun Park, *Capital Flows and Economic Growth in the Era of Financial Integration and Crisis, 1990–2010*, Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research (NBER), Oktober 2011 (Working Paper 17502), S. 18.

Regierung betonte dabei, dass ausländische Direktinvestitionen von der Steuer ausgenommen und weiterhin willkommen seien.[41] Südkorea, Thailand und Indonesien verhängten ebenfalls Restriktionen. 2013 beschloss auch Indien Maßnahmen gegen den Kapitalabfluss und erließ Beschränkungen.[42]

Volkswirtschaften, die die negativen Effekte ungehinderter Kapitalzuflüsse ignorierten, wurden dafür bestraft. Dieses Versagen ist der Politik, nicht der Wirtschaft anzulasten. Politische Entscheidungsträger sollten die Interessen der gesamten Gesellschaft berücksichtigen und verteidigen, anstatt die Wünsche des Finanzsektors in den Vordergrund zu stellen. Die Interessen der »Finanzoligarchie« (Simon Johnson) haben aber nicht nur in den USA, sondern auch in der EU die Geld- und Finanzpolitik der letzten Jahre geprägt.

Ein Blick auf frühere Krisen: Was können wir lernen?

Heute gewinnt man den Eindruck, dass sich Gesellschaften an Finanzkrisen gewöhnen und sie als unausweichliche Elemente des Kapitalismus akzeptieren. Dass sich solche Krisen schwerlich vermeiden lassen, trifft ohne Zweifel zu. Hyman Minsky hat in den 1970er Jahren gezeigt, dass Finanzkrisen keine zufälligen Ereignisse, sondern vielmehr systemischer Natur sind.[43] Auch in jenem Jahrzehnt gab es Finanzkrisen, sie ereigneten sich jedoch seltener und mit weniger zerstörerischen Auswirkungen als heute. Minskys Hauptargument war, dass Phasen eines starken wirtschaftlichen Aufschwungs das Verhalten und die Erwartungen von Marktakteuren verändern. Maßstäbe verschieben sich, Risiken werden ignoriert.

> »Die grundsätzliche Instabilität einer kapitalistischen Wirtschaft besteht in ihrer Tendenz, aus Prosperität einen von Spekulation geprägten Boom zu machen.«[44]

Das Muster der Selbstüberschätzung während eines Booms konnte seither an zahlreichen Beispielen beobachtet werden. Exemplarisch lässt sich hier die Entwicklung zweier paralleler Blasen – im Immobiliensektor und auf den Aktienmärkten – im Japan der 1980er Jahre nennen. Minskys Argument lautet: »Eine höhere Verfügbarkeit an Kapital führt zum Anstieg der Preise von Vermögenswerten gegenüber der Wirtschaftsleistung, und dies wiederum regt weitere Investitionen in Vermögenswerte an.«[45]

Minskys Theorie passt exakt zur Entwicklung in Japan während der späten 1980er Jahre. Wie stark damals die Vermögenswerte in Relation zur Wirtschaftsleistung stiegen, spiegelte sich in der stetig wachsenden Zahl von Jahren, die ein Japaner zur Bezahlung einer Immobilie arbeiten musste. Aktien- und Immobilienmärkte schaukelten sich gegenseitig hoch. Aktien wurden beliehen, um Immobilien zu kaufen, und umgekehrt. Die japanische Telefongesellschaft NTT wurde zeitweilig mit dem 250-fachen ihres Jahresgewinns gehandelt. Auf dem Höhepunkt des Immobilienbooms war die Fläche des Kaiserpalastes in Tokio (rechnerisch) so viel wert wie sämtliche Immobilien im US-Bundesstaat Kalifornien. 1990 platzten beide Blasen, und mit der Bewältigung der anschließenden Krise ist Japans Volkswirtschaft heute noch beschäftigt.

Minsky entwickelte eine Minderheitsposition, die dem neoklassischen Mainstream in den Wirtschaftswissenschaften zuwiderlief und von dessen Vertretern ignoriert wurde. Die dominierende Lehre postuliert bis heute, dass Finanzmärkte sich rational verhalten und in der Lage sind, Informationen effizient zu verwerten. Im Gegensatz dazu stellte sich Minsky auf den Standpunkt, finanzielle Stabilität sei unerreichbar. Seine Hypothese instabiler Finanzmärkte erklärt, wie in einer kapitalistischen Wirtschaft endogen eine Finanzstruktur entsteht, die krisenanfällig ist. Demnach führt die normale Funktionsweise der Finanzmärkte zu einem Boom, der unweigerlich in eine Finanzkrise mündet.[46]

Die Entwicklungen auf den internationalen Finanzmärkten seit den 1970er Jahren haben Minskys Hypothese der Instabilität von Finanzmärkten mehrfach bestätigt. Sein Appell könnte aus dem 21. Jahrhundert stammen: Es bedürfe einer »good financial society«, in der spekulative Geschäfte von Unternehmen und

41 »The Gated Globe« [wie Fn. 1], S. 4.
42 Ebd., S. 8.
43 Hyman P. Minsky, »The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and Alternative to ›Standard‹ Theory«, in: *Nebraska Journal of Economics and Business*, 16 (1977) 1, S. 5–16 (10).
44 Ebd., S. 13.
45 Ebd.
46 »There is, in the financial instability hypothesis, a theory of how a capitalist economy endogenously generates a financial structure which is susceptible to financial crises, and how the normal functioning of financial markets in the resulting boom economy will trigger a financial crisis.« Ebd., S. 15.

Finanzinstituten beschränkt würden.[47] Wie eine solche Gesellschaft zu erreichen sei, bleibt bei Minsky jedoch offen.

Die Basler Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) teilt mittlerweile implizit Minskys Thesen. Das internationale Finanzsystem von heute tendiere zu Übertreibungen, so stellten zwei renommierte Vertreter der BIZ – Claudio Borio und Hyun Song – in einem Beitrag fest, den sie im August 2014 zusammen mit dem Wirtschaftshistoriker Harold James veröffentlichten. Die Achillesferse des internationalen Finanzsystems sei dessen Neigung, sowohl Hochkonjunkturen als auch Schwächephasen zu verstärken. Diese Zyklen der Finanzmärkte verursachten Krisen.[48]

Anders als vielfach unterstellt, führt es also nicht zu mehr Stabilität, nationale Finanzmärkte im internationalen Finanzsystem zu vernetzen. Vielmehr werden dadurch Übertreibungen verstärkt – in der Phase der Gier ebenso wie in der Phase der Panik.

47 Ebd., S. 16.

48 Claudio Borio/Harold James/Hyun Song Shin, *The International Monetary and Financial System: A Capital Account Perspective*, Basel: Bank for International Settlements (BIS), August 2014 (BIS Working Papers, Nr. 457).

Konsequenzen für die Finanzmarktregulierung

Seit den 1970er Jahren dominiert das Paradigma globaler Regulierung der Finanzmärkte die Diskussion. Demnach können nur gemeinsame, globale Vorgaben das internationale Finanzsystem sicher und stabil machen. Eine Minderheit vertritt die gegenteilige Meinung und gibt nationalen bzw. regionalen Regeln den Vorzug. Das Ergebnis dieses Konzepts wäre eine vielfältige Regulierungslandschaft. Ein solcher Ansatz würde Finanzkrisen nicht vollständig verhindern, aber die Auswirkungen von Turbulenzen auf den Finanzmärkten abschwächen und vor allem Ansteckungsgefahren zwischen den einzelnen Volkswirtschaften reduzieren.[49] Ähnlich wie in der Biologie werden auch hier komplexe Systeme durch Vielfalt stabilisiert, während Monokulturen größeren Ansteckungsgefahren ausgesetzt sind und Schocks leicht außer Kontrolle geraten. Selbst die britische Zeitschrift »The Economist«, die üblicherweise eine weitreichende Globalisierung unterstützt, sieht heute die Folgen eines grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs sehr kritisch:

> »Im Rückblick war ein großer Teil des Anstiegs grenzüberschreitender Kredite töricht. Er machte europäische und amerikanische Banken anfällig für einen plötzlichen Einbruch von Vermögenspreisen und erhöhte die Wahrscheinlichkeit einer Kreditklemme ... Weniger Globalisierung der Finanzmärkte würde das Risiko mindern, dass Ansteckungseffekte durch eine Bankenkrise in einer Volkswirtschaft zu wirtschaftlichem Schaden in anderen Ländern führen.«[50]

Diese Position kann sich auch auf den amerikanischen Ökonomen Douglass C. North berufen, der vor zentralisierter Planung warnte. North vertrat die Position, dass ein Blick in die Wirtschaftsgeschichte die Risiken von Regulierungsmaßnahmen verdeutliche. Häufig, so North, seien Volkswirtschaften beim Versuch, komplexe Regelwerke zu entwickeln, gescheitert. Quelle der Weiterentwicklung sei der Wettbewerb zwischen Staaten und anderen politischen Einheiten.[51] Die wirtschaftliche Entwicklung Westeuropas und der USA basierte auf Föderalismus und Wettbewerb, während der Zentralismus Russlands oder Chinas kaum Raum für den Wettstreit von Ideen zuließ.[52]

Die Grenzen globaler Regulierung

Befürworter von Diversität in der Finanzmarktregulierung hätten eine schwache Position, wenn die Bilanz des bisher verfolgten Ansatzes überzeugender wäre. Tatsächlich aber haben die zahlreichen Finanzkrisen der letzten drei Dekaden gelehrt, dass die Annahme, Regierungen und Behörden würden aus früheren Fehlern lernen, zu Hybris und Turbulenzen führt. Globale Regeln können globale Krisen verursachen. Es gibt keinen Beweis dafür, dass sich Finanzkrisen besser vorhersagen lassen, wenn globale Regeln gelten. Andrew Haldane von der englischen Notenbank bezeichnet Finanzsysteme als »komplexe, anpassungsfähige Systeme«.[53] Er nennt vier Mechanismen, welche die Stabilität beeinflussen: Konnektivität, Rückkoppelung, Unsicherheit und Innovation. Jeder von ihnen hat das Potential, ein zuvor stabiles in ein instabiles System zu verwandeln.

Als *Konnektivität* wird die Verflechtung der Finanzmärkte bezeichnet, die durch grenzüberschreitenden Kapitalverkehr erleichtert wird. Sie kann dazu dienen, Schocks abzumildern. Allerdings ist diese Funktion nicht grenzenlos belastbar. Von einem bestimmten Punkt an, der schwer zu prognostizieren ist, wird

49 Von September 2008 an sorgte der Umstand, dass es zwischen den Finanzmärkten der OECD-Staaten keine Barrieren gab, für eine rasche Ausbreitung der Krise. »The Gated Globe« [wie Fn. 1], S. 4.

50 »In retrospect, much of the rise in cross-border lending was foolish. It made both European and American banks more vulnerable to a sudden drop in asset prices and increased the risk of a credit crunch ... Less financial globalization should also reduce the risk that contagion from one country's banking problems will cause economic damage elsewhere.« Ebd., S. 7.

51 Douglass C. North, »Institutions«, in: *The Journal of Economic Perspectives*, 5 (1991) 1, S. 97–112 (98).

52 Gerhard Schwarz, »Einfach mal ausprobieren«, in: *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung*, 24.11.2013, S. 44.

53 Haldane, »Rethinking the Network« [wie Fn. 28], S. 3.

die Verflechtung der Märkte von einem Dämpfer zu einem Verstärker von Schocks.

> »[...] ab einem bestimmten Verflechtungsgrad kann das System instabil werden und kippen. Verflechtung sorgt bei wachsenden Verlusten dafür, dass Schocks verstärkt und nicht etwa gedämpft werden. Das System funktioniert nicht wie eine wechselseitige Versicherung, sondern wie ein Brandbeschleuniger in beide Richtungen. Selbst kleine, eigentlich unbedeutende Nachrichten können ausreichen, um das System kippen zu lassen.«[54]

Es gibt viele Beispiele für die janusköpfige Dimension der Konnektivität. Aus überschaubaren, unproblematischen Kapitalflüssen, die Quellen relativ billigen Geldes sind, werden jäh unkontrollierbare Schulden. So verhielt es sich etwa mit den langjährigen Kapitalzuflüssen in die Volkswirtschaften Südost- und Ostasiens, bevor 1997 die Krise begann. Die Geldströme erschienen erst als Segen, wurden aber zum Fluch, als die Wahrnehmung der Region auf den Märkten kippte. Aus asiatischen Wunderkindern wurden Parias. Auch in den USA hielt man Konnektivität – vom langjährigen Fed-Chef Greenspan als Ausdruck einer neuen Ära der Finanzwelt gepriesen – vor der Subprime-Krise für unproblematisch. Als dann die Krise ausbrach, infizierte der US-Virus die Finanzsysteme weltweit.

Michael Bordo und Harold James kommen zum gleichen Ergebnis. Das moderne, vernetzte Finanzsystem wirkt demnach stabil, erweist sich im Krisenfall aber als schwach. Problematisch ist zudem, dass es unter diesen Bedingungen viel länger dauert, bis Fehlentwicklungen korrigiert werden.

> »Das moderne Finanzsystem hat stärker verankerte Institutionen, die Kooperation fördern sollen, und es sieht auf den ersten Blick stabiler aus. So wird es möglich, dass sich Spannungen über sehr viel größere Zeiträume aufbauen, bevor das System kollabiert. Wenn sich Risse zeigen, reichen die Schäden tiefer. Die Instabilität wird durch Komplexität und Länge von Kreditketten weiter verstärkt.«[55]

Bei der Definition von *Rückkoppelung* (»feedback«) bezieht sich Haldane auf die Seuchenkunde (Epidemiologie). Die Geschwindigkeit, mit der sich Krisen – ähnlich wie Krankheiten – ausbreiten, hänge sehr stark von der Wahrnehmung der Marktteilnehmer ab, deren Ansichten die Krise »konstruieren« und ihre Tiefe und Dauer entscheidend prägen. Die Reaktion der Marktteilnehmer auf eine Krise bestimmt demnach die Geschwindigkeit, mit der sich diese überträgt.[56] Und bekanntlich tendieren die Finanzmärkte zu Herdenverhalten und wechseln zwischen Gier, Panik und schierer Langeweile.[57] Sowohl Gier als auch Panik können Rückkopplungsschleifen nach sich ziehen.

Unsicherheit ist der dritte Faktor in Haldanes Analyse. Grenzüberschreitende Finanzmarkt-Netzwerke erzeugen Forderungsketten. So kann bei einem Risikoabsicherungsgeschäft – etwa einer Kreditausfallversicherung – unklar sein, wer letztlich der Geschäftspartner ist. In Zeiten des Booms wird dieses »Gegenpartei-Risiko« (counterparty risk) meist ignoriert, doch während einer Krise schleicht sich regelmäßig Unsicherheit ein. Marktteilnehmer fragen sich dann etwa, ob der Betrüger Bernard Madoff oder die Investorenlegende Warren Buffet am Ende der Kette steht.[58]

Moderne Finanzmarktprodukte haben dazu beigetragen, das Gegenpartei-Risiko zu verbergen, und so die Unsicherheit erhöht. Ein Schlüsselfaktor ist hier insbesondere der weitverbreitete Gebrauch von außerbörslichen Derivaten. Im Grunde handelt es sich dabei um einen privaten Vertrag zwischen zwei Parteien, über den Behörden oder andere Marktteilnehmer nicht informiert werden. Man denke in diesem Zusammenhang etwa an die Überraschung vieler Betroffener, inklusive der US-Regierung, als nach der Pleite von Lehman Brothers das ganze Engagement der American International Group (AIG), des weltgrößten Versicherers, bei Kreditausfallversicherungen offenbar

54 »But beyond a certain range, the system can flip the wrong side of the knife-edge. Interconnections serve as shock-amplifiers, not dampeners, as losses cascade. The system acts not as a mutual insurance device but as a mutual incendiary device. ... Even a modest piece of news might be sufficient to take the system beyond its tipping point.« Ebd., S. 9.

55 »The modern system has more deeply embedded institutions that should foster cooperation and looks stronger; and this makes it possible for strains to build up for much longer before the system cracks. When the cracks appear, the damage is deeper. The instability is increased by the heightened complexity and length of credit chains ...« Michael D. Bordo/Harold James, *The European Crisis in the Context of the History of Previous Financial Crises*, Cambridge, Mass.: NBER, Juni 2013 (Working Paper 19112), S. 27.

56 Haldane, »Rethinking the Financial Network« [wie Fn. 28], S. 12.

57 Christopher Wood, *Boom and Bust. Rise and Fall of the World's Financial Markets*, London 1988.

58 Haldane, »Rethinking the Financial Network« [wie Fn. 28], S. 14.

wurde.[59] Haldane stellt fest, das Gegenpartei-Risiko sei »nicht bloß unbekannt, sondern nahezu unerkennbar«.[60]

Schließlich sind *Innovationen* als ein Faktor zu nennen, der zu Stabilität oder Fragilität des modernen Finanzsystems beiträgt. Dabei gibt es einen großen Unterschied zwischen Innovationen im Finanzsektor und Innovationen in der Realwirtschaft. Im Finanzsektor führen Innovationen häufig zu höherer Komplexität und in der Folge zu weniger Transparenz. Neue Produkte müssen hier sehr viel kritischer analysiert und bewertet werden, als dies bislang der Fall war. Paul Volcker, in den 1980er Jahren Chef der amerikanischen Notenbank und später Berater von Präsident Obama, zeigt sich Finanzmarkt-Innovationen gegenüber sehr skeptisch. Eingeprägt hat sich seine Bemerkung, die einzig sinnvolle Finanzmarkt-Innovation der letzten 25 Jahre sei der Geldautomat gewesen. Volckers Verdikt gilt etwa Kreditausfallversicherungen und besicherten Schuldverschreibungen, die nach seinen Worten fast zur Katastrophe führten. Auf solche vermeintlich grandiosen Innovationen sollte künftig besser verzichtet werden, wie Volcker nahelegt.[61]

Innovationen blieben nicht nur auf relativ einfache Kreditausfallversicherungen beschränkt. Ein besonders intransparentes und gefährliches Instrument waren die »Squared Collateralized Debt Obligation« (CDO^2). Haldane betont, dass solch komplexe Produkte von Investoren schlicht nicht mehr verstanden werden könnten.[62] Ein Investor für CDO^2 hätte einen Börsenprospekt im Umfang von einer Milliarde (!) Seiten lesen müssen, um das Produkt zu verstehen.

59 Eine kleine Abteilung der AIG hatte Kreditausfallversicherungen in einem gigantischen Umfang verkauft. Als der Schadensfall eintrat, war das Unternehmen finanziell überfordert. Es musste von der US-Regierung am Tag nach dem Lehman-Zusammenbruch mit 85 Milliarden Dollar gestützt werden. »U.S. to Take over AIG in $85 Billion Bailout«, in: *The Wall Street Journal*, 16.11.2008, <www.wsj.com/articles/ SB122156561931242905> (eingesehen am 11.12.2014).
60 Haldane, »Rethinking the Network« [wie Fn. 28], S. 14.
61 »I hear about these wonderful innovations in the financial markets, and they sure as hell need a lot of innovation. I can tell you of two – credit-default swaps and collateralized debt obligations – which took us right to the brink of disaster. Were they wonderful innovations that we want to create more of?« Siehe »Paul Volcker: Think More Boldly« [wie Fn. 7].
62 »With a PhD in mathematics under one arm and a diploma in speed-reading under the other, this task would have tried the patience of even the most diligent investor.« Haldane, »Rethinking the Financial Network« [wie Fn. 28], S. 16.

Bedenkt man die empirischen Erfahrungen mit globalen Regeln auf der einen und die strukturellen Probleme bei Schaffung stabiler Finanzsysteme auf der anderen Seite, drängt sich eine agnostische Perspektive auf. Sämtliche Risiken zukünftiger Entwicklungen werden auch kompetente und von der Politik unterstützte Bankenaufseher nicht identifizieren können. Selbst wenn strenge Regeln aufgestellt würden, wäre zu erwarten, dass einige Akteure im Finanzsektor Mittel und Wege finden, diese zu umgehen. Der momentan beliebte Vorschlag etwa, die Eigenkapital-Anforderungen von systemrelevanten Banken zu erhöhen, schafft Anreize, große Finanzinstitute in mehrere kleine Einheiten zu zerlegen.

Viele Beobachter sind offenbar zuversichtlich, dass »too big to fail«-Banken sich an die neuen Regeln halten würden, obwohl sie damit einen Wettbewerbsnachteil gegenüber ihren kleineren Konkurrenten hinnehmen müssten. Erfahrungen mit früheren Regulierungsversuchen zeigen jedoch, dass es für diese Hoffnung kaum Anhaltspunkte gibt. Es ist denkbar, dass sich einige der großen Banken von ihrem integrierten Geschäftsmodell verabschieden und die verschiedenen Sparten in kleinere, unabhängige Finanzinstitute auslagern. Keineswegs klar ist indes, ob dies zu geringeren Risiken führt. Dafür müssten die neu geschaffenen kleineren Banken jeweils unterschiedliche Strategien verfolgen, *oder* die Regulierungsbehörden müssten bereit sein, bei einer Krise den simultanen Bankrott mehrerer mittelgroßer Institute in Kauf zu nehmen.

Wie gezeigt, haben die verschiedenen Versuche in der Vergangenheit, die Finanzmärkte schärfer zu kontrollieren, nicht zu mehr Stabilität im internationalen Finanzsystem geführt. Das unter dem Namen Basel I bekannte Regelwerk, das in den 1980er Jahren geschaffen wurde – als Japans Banken noch zu den aufgehenden Sternen der Finanzbranche zählten –, verhinderte weder die mexikanische Krise von 1994/95 noch die Asienkrise von 1997/98. Besonders die Asienkrise hätte ein Weckruf für die OECD-Staaten sein müssen, da sie einen geradezu lehrbuchartigen Fall von unbemerkter und unregulierter Hybris auf den Finanzmärkten darstellte. Kein einziger der größeren Marktteilnehmer hatte den Crash vorausgesehen. Die Rating-Agenturen reagierten erst, als die Krise bereits in vollem Gange war und die Situation sich merklich verschlechterte. Indem sie die Kreditwürdigkeit der betroffenen Länder mehrfach herabstuften, trugen die Agenturen ihrerseits zur Vertiefung der Krise bei. Die Parallelen zu den späteren Krisen in den USA und

Europa sind offensichtlich. Doch während der Asienkrise beschränkten sich Amerikaner und Europäer auf stille Schadenfreude am Missgeschick der gebeutelten Staaten, anstatt daraus Lehren für eine schärfere Regulierung ihrer eigenen Finanzsektoren zu ziehen.

Die Balkanisierung der Finanzmärkte

Der Vorschlag, vom Ziel globaler Regulierungsansätze für die Finanzmärkte abzugehen, erfordert einen Präzisierung und muss an Beispielen erläutert werden. Aus den Finanzkrisen der vergangenen Dekaden können drei wesentliche Lehren gezogen werden.

Erstens sind Innovationen auf den Finanzmärkten in den meisten Fällen moderne Alchemie, die vorgibt, Wohlstand zu kreieren. Dieses Versprechen mag sich manchmal erfüllen, dann jedoch bloß während einer kurzen Zeitspanne und – was von größerer Bedeutung ist – nur für einen kleinen Teil der Gesellschaft. Neue Finanzprodukte haben nicht zu mehr Investitionen geführt und damit auch keinen Beitrag zum Wohlstandswachstum geleistet. Vielmehr müssen die Gewinne einiger Finanzmarktakteure im Krisenfall letztlich von den Steuerzahlern beglichen werden. Die Subprime-Krise hat dies deutlich gezeigt. Finanzmarkt-Innovationen sollten daher von den Bankaufsichtsbehörden entweder untersagt oder mit sehr hohen Eigenkapital-Anforderungen verknüpft werden.

Zweitens haben die transnationalen Kapitalflüsse seit den späten 1990er Jahren nicht zu einer Stabilisierung des Finanzsystems geführt. Vielmehr entstanden dadurch neue Wege, auf denen finanzielle Schocks von einem System in andere übertragen werden. Besonders deutlich wird dies, wenn man die amerikanische Savings-and-Loan-Krise der 1980er Jahre mit der Subprime-Krise ab 2007 vergleicht. Beide waren das Ergebnis einer missgestalteten Finanzmarktregulierung in den USA. Die Konsequenzen unterschieden sich jedoch massiv. Während die S&L-Krise ein rein amerikanisches Problem war, das den Rest der Welt nicht in Mitleidenschaft zog, hatte die Subprime-Krise desaströse Auswirkungen auf den globalen Finanzmärkten. Der wichtigste Übertragungsmechanismus bei der Subprime-Krise waren die Kapitalzuflüsse in die USA während der Jahre vor 2007. Deshalb erscheint es sinnvoll, den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr zu reduzieren.

Drittens werden schärfere Regulierungsansätze immer mit Gegenkampagnen aus dem Finanzsektor konfrontiert sein. Unterstützt werden diese häufig von Wirtschaftswissenschaftlern, die Profit aus ihren Politikempfehlungen ziehen. Die Vergangenheit lehrt, dass sich Kreuzzüge gegen eine Verschärfung der Finanzmarktregulierung nicht verhindern lassen. Der »Wall Street Treasury Komplex« (Bhagwati) – ein Begriff, der für die enge Verflechtung des US-Finanzsektors mit der Washingtoner Politik steht – wird Mittel und Wege finden, Beschränkungen des Kapitalverkehrs und eine härtere Aufsicht für den Finanzsektor als wohlstandsmindernd darzustellen. Die Politik muss sich auf einen mächtigen Widersacher einstellen.

Was aber wären die Vorzüge einer größeren Segmentierung der Finanzmärkte, wie sie hier gefordert wird? Beispielsweise wäre es wohl sehr schwierig, in einem nationalen Kontext die Notwendigkeit hochkomplexer Finanzmarktprodukte zu rechtfertigen. Nationale Aufsichtsbehörden würden sich von den Vorzügen etwa einer CDO[2] kaum überzeugen lassen. Das Argument, auf anderen Märkten sei dieses Instrument üblich, mag in der Vergangenheit funktioniert haben. Würde man sich jedoch vom globalen Regulierungsansatz verabschieden und zu nationalen Regeln zurückkehren, wären die Aufsichtsbehörden in der Lage, die Vor- und Nachteile neuer Finanzmarktinstrumente wesentlich genauer zu untersuchen. Die Finanzmarktregulierung sollte also wieder in die Verantwortung der Nationalstaaten gelegt werden. Da sie die Konsequenzen einer fehlgeleiteten Regulierung tragen müssen, sollten sie auch die Entscheidungsgewalt über das Regelwerk besitzen und die Möglichkeit haben, Banken streng zu beaufsichtigen.

Zusätzlich würde die Segmentierung der Finanzmärkte dazu beitragen, nationale Krisen innerhalb nationaler Grenzen zu halten. Eine Krise in einer Volkswirtschaft würde sich nicht auf weitere Länder ausbreiten und hätte dort – abgesehen von der schwindenden Nachfrage nach Importgütern im Krisenland – keine negativen Auswirkungen. Natürlich gäbe es nach wie vor krisenhafte Entwicklungen, doch würden diese stärker isoliert und ohne Ansteckungsgefahr auftreten.

Die Bemühungen von Teilen des Finanzsektors, die Regulierung der Finanzmärkte zu schwächen, würden in einem nationalen Kontext ebenfalls mit größeren Hürden konfrontiert sein. Angesichts der direkten Verantwortlichkeit der Politik gegenüber den Wählern wäre eine zu laxe Regulierung unmittelbar mit der Gefahr des Machtverlusts verbunden. Die Politik müsste abwägen, ob sie bereit ist, das Risiko einer lockeren Regulierung in Kauf zu nehmen.

Diese politische Dimension der Finanzmarktregulierung wurde von der Warwick Commission on International Financial Reform erkannt. Die Kommission schlug unter anderem vor, in der Bankenregulierung vom *Heimatlandprinzip* zum *Gastlandprinzip* zu wechseln. Einige Kommentatoren nahmen diese Empfehlung bald nach der Veröffentlichung des Kommissions-Berichts 2009 positiv auf.[63] Bis zum Ausbruch der Krisen galt das Heimatlandprinzip als sinnvoll – erst seitdem wird es von zahlreichen Aufsichtsbehörden in Frage gestellt.[64]

Inzwischen wurde der Vorschlag der Warwick Commission schon mehrfach übernommen. Im Jahr 2014 haben die Bankaufsichtsbehörden mehrerer Staaten das Gastlandprinzip eingeführt. Wie bereits erwähnt, vollzogen sowohl die USA als auch Großbritannien diesen fundamentalen Politikwechsel. Besonders für Großbritannien, wo die Aktiva ausländischer Banken im Jahr 2012 knapp 30 Prozent aller Bankaktiva ausmachten, ist dies ein bemerkenswerter Wandel.[65] Der britische »Economist« bemerkte, für ausländische Finanzinstitute seien die Pforten nicht länger weit geöffnet, und Gäste müssten »ihr bestes Benehmen zeigen, um nicht vor die Tür gesetzt zu werden«.[66]

Auch der Wandel der amerikanischen Bankenaufsicht ist bemerkenswert. Die US-Notenbank Fed räumt selbst ein, sie habe durch die Umstellung auf das Gastlandprinzip Sand ins Getriebe der internationalen Finanzmärkte geworfen.[67] Fed-Chefin Janet Yellen begründete den regulatorischen Alleingang der USA mit den »Schwächen des althergebrachten Systems der Aufsicht und Regulierung großer Finanzfirmen sowie der Beurteilung von Risiken«.[68] Durch den Zwang, liquides Kapital in den USA zu halten, werden 15 bis 20 global operierende Banken daran gehindert, ihre bisherigen Geschäftsmodelle weiterhin anzuwenden. Sie sind stattdessen gezwungen, lokale Holding-Gesellschaften zu gründen. Aus weltweit operierenden Großbanken wird so ein Netzwerk von lokalen Tochtergesellschaften.[69]

Europa hat auf diese Initiative der USA mit harter Kritik reagiert. Deutschland, Frankreich und die Schweiz rügten das »mangelnde Vertrauen« der amerikanischen Bankenaufsicht. Der damalige EU-Binnenmarktkommissar Michel Barnier verkündete 2014, die EU werde Washingtons diskriminierende Politik nicht akzeptieren, und drohte mit Vergeltungsmaßnahmen.[70] Bislang sind dem aber keine Taten gefolgt.

Großbritannien legt an die Aufsicht über ausländische Banken neue, strengere Maßstäbe an. Besonders Filialen (»branches«) sind von der Änderung betroffen. Diese machen in Großbritannien zwei Drittel der Geschäftstätigkeit ausländischer Banken aus. Nur ein Drittel entfällt auf Zweigniederlassungen (»subsidiaries«). Die Filialen werden künftig in einem zweistufigen Verfahren überprüft. Erstens untersucht die Bank of England, ob im Heimatland der Gastbank genauso streng reguliert wird wie in Großbritannien. Ist dies nicht der Fall, wird die Zulassung verweigert. Zweitens müssen die Filialbanken Pläne für den Krisenfall vorlegen, während die Bank of England zugleich entsprechende Versicherungen von den Bankaufsichtsbehörden der Heimatländer fordert.[71]

Die Empfehlung, in der internationalen Finanzmarktregulierung eine größere Diversität zu erreichen, hat zwei Dimensionen. Erstens wäre – den Vorschlägen der Warwick Commission folgend – die Abkehr vom Heimatlandprinzip zugunsten des Gastlandprinzips sinnvoll. Damit könnten die Regulierungsbehörden von nationalen und internationalen Banken verlangen, Eigenkapital gemäß lokalen Risiken vorzuhalten.[72] Dieser Wechsel hin zur Regulierung auf nationaler Ebene würde die Geschäfte großer, inter-

63 Levinson, »Faulty Basel« [wie Fn. 27], S. 87.
64 »The Gated Globe« [wie Fn. 1], S. 6.
65 Zum Vergleich: Der Anteil der von ausländischen Banken gehaltenen Vermögenswerte betrug 2012 in den USA weniger als 15 Prozent, in Deutschland weniger als 5 Prozent. »The Island Defence«, in: *The Economist*, 1.3.2014, S. 70.
66 Ebd.
67 »Inglorious Isolation. To avoid another crisis, the Fed further fragments global finance«, in: *The Economist*, 22.2.2014, S. 57f.
68 »Geld her. Härtere Regeln: Die Vereinigten Staaten wollen mehr Kapital von der Deutschen Bank«, in: *Süddeutsche Zeitung*, 20.2.1014, S. 23.
69 Die Pleite der Investmentbank Lehman Brothers 2008 hat gezeigt, welche Risiken mit dem Heimatlandprinzip verbunden sind. Die britische Bankenaufsicht beklagte bitter, dass Lehman kurz vor dem Zusammenbruch 8 Milliarden Dollar von London nach New York überwiesen hatte – die dann im separaten britischen Insolvenzverfahren fehlten. Die Bundesbank musste wegen der Lehman-Pleite zunächst ein Ausfallrisiko von 8 Milliarden Euro bilanzieren. Im Laufe des Insolvenzverfahrens fielen die Verluste für die Bundesbank mit 1,9 Milliarden Euro allerdings deutlich niedriger aus. »You Break It, You Own It«, in: *The Economist*, 23.11.2013, S. 18; Deutsche Bundesbank, »Abschluss der Verwertung von Lehman-Sicherheiten«, Pressenotiz vom 20.2.2013.
70 »Inglorious Isolation« [wie Fn. 67], S. 57f.
71 »The Island Defence« [wie Fn. 65], S. 70.
72 Warwick Commission, *International Financial Reform* [wie Fn. 5], S. 8.

nationaler Banken schwieriger machen und das Entstehen nationaler Finanzsysteme begünstigen. Schon John Maynard Keynes betonte den Nutzen nationaler Finanzmärkte – »above all, let finance be primarly national«.[73]

Zweitens werden schon heute die gleichen Regeln unterschiedlich angewendet. Basel III, das aktuelle Regelwerk des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht, wird in den USA anders interpretiert als in Europa, und selbst innerhalb der EU divergieren die Ansätze der Bankenaufseher in Deutschland, Frankreich und Großbritannien.[74] Die Diversität der Regulierung schwächt das Geschäftsmodell global operierender Banken. Das ist schon deshalb kein Nachteil, weil damit das Risiko reduziert wird, Banken könnten unangemessen groß und mächtig werden (»too big to fail«).

Ist eine Steuer auf transnationale Kapitalflüsse notwendig?

Jeder Versuch, das Gastlandprinzip einzuführen, wird eine Gegenreaktion des derart neu regulierten Finanzmarkts auslösen. Die Banken werden Mittel und Wege suchen, die Vorgaben zu umgehen. Wenn man sich also für das Gastlandprinzip ausspricht, muss man auch die Frage beantworten, wie eine solche Umgehung verhindert werden kann.

Dass flankierende Maßnahmen notwendig sind, lässt sich an einem fiktiven Beispiel veranschaulichen. In Land A stellen Regulierungsbehörden fest, dass die Immobilienpreise und die Kreditvergabe für den Immobiliensektor stark ansteigen. Die Regulierung wird verschärft, was die Kreditaufnahme und -vergabe im eigenen Land unattraktiv macht. Kreditnehmer werden so veranlasst, Geld bei ausländischen Banken aufzunehmen. In einer solchen Situation könnten es die Behörden für angezeigt halten, eine befristete Steuer auf den Kapitalverkehr einzuführen – zum Beispiel, einem Vorschlag des amerikanischen Ökonomen James Tobin folgend, in Höhe von einem Prozent. Außerhalb von Boomzeiten mag es nicht nötig sein, den Kapitalverkehr zu besteuern, doch in manchen Fällen ist eine Beschränkung notwendig, damit sich das Finanzsystem stabil halten lässt.

Tobin hatte in den 1970er Jahren, nach dem Zusammenbruch von Bretton Woods, ein Instrument zur Stabilisierung der Wechselkurse gesucht.[75] Tatsächlich könnte eine Steuer auf grenzüberschreitenden Kapitalverkehr die Wechselkurse festigen – allein schon deshalb, weil sie faktisch eine Restriktion des Kapitalflusses bewirken würde. Heute allerdings wäre das primäre Ziel einer solchen Steuer ein anderes, nämlich die Wiederherstellung der geldpolitischen Autonomie von Volkswirtschaften im Hinblick auf die Finanzmarktregulierung.

Kritiker werden einwenden, dass eine Kapitalverkehrssteuer die Kreditaufnahme verteuert. Das ist zutreffend, aber dieser Effekt ist beabsichtigt. Angesichts der zahlreichen gar nicht oder zu spät erkannten Kreditblasen, die sich seit der Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs gebildet haben, ist nicht zu bestreiten, dass schärfere Regeln für die Kreditvergabe sinnvoll sind. Wirtschaftshistoriker weisen darauf hin, dass ein deutlicher Anstieg von Kreditvolumina recht zuverlässig eine bevorstehende Finanzkrise signalisiert.[76] Der Kreditboom ist gewissermaßen das Wetterleuchten der Finanzkrise. Die Dämpfung des Booms dient der Krisenprävention.

Jagdish Bhagwati, ein hartgesottener Anhänger des Freihandels und ein Kritiker unbeschränkten Kapitalverkehrs, hat nach der Asienkrise und lange vor den jüngsten Verwerfungen betont, dass unbeschränkter Kapitalverkehr die Entstehung von Krisen begünstige. Nur ein ahnungsloser Ökonom könne behaupten, freier Handel mit Waren und Lebensversicherungspolicen sei dasselbe wie unbeschränkter Kapitalverkehr. Was Kapitalflüsse bestimme, seien Euphorie oder Panik, so Bhagwati unter Berufung auf den Wirtschaftshistoriker Charles Kindleberger.[77]

Doch gibt es irgendeinen Beweis dafür, dass Beschränkungen des Kapitalverkehrs zu größerer finanzieller Stabilität führen? Michael Bordo et al. haben 21 große Volkswirtschaften für den Zeitraum von 120 Jahren untersucht. Sie kamen dabei zu bemerkenswerten Ergebnissen.[78] In diesen 120 Jahren gab es nur eine

73 John Maynard Keynes, »National Self-Sufficiency«, in: *The Yale Review*, 22 (1933) 4, S. 755–769 (758).
74 »The Gated Globe« [wie Fn. 1], S. 7.

75 James Tobin, »A Proposal for International Monetary Reform«, in: *Eastern Economic Journal*, 4 (1978) 3–4, S. 153–159.
76 Moritz Schularick/Alan M. Taylor, *Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870–2008*, Cambridge, Mass.: NBER, November 2009 (Working Paper 15512), S. 26.
77 Bhagwati, »The Capital Myth« [wie Fn. 32], S. 8.
78 Untersucht wurden folgende Länder: Argentinien, Australien, Belgien, Brasilien, Chile, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Italien, Japan, Kanada, Niederlande, Norwegen, Portugal, Schweden, Schweiz, Spanien und die USA. Es handelt sich um die 21 führenden Industrienationen in diesen 120 Jahren.

Periode, in der keine Bankenkrisen zu verzeichnen waren. Dies war die Ära von Bretton Woods. Zwischen 1945 und 1971 wurde in keiner der 21 untersuchten Ökonomien auch nur eine einzige Bankenkrise beobachtet.[79] Es traten lediglich Währungskrisen auf, was aber nicht verwundert bei einem System von fixierten Wechselkursen, das Anpassungen in regelmäßigen Abständen benötigt. Im Rahmen von Bretton Woods gab es demnach eine Korrelation zwischen der Beschränkung des Kapitalverkehrs und der Abwesenheit von Finanzkrisen.

Bestätigt wird dieser Zusammenhang auch von Reinhart und Rogoff in ihrem bereits erwähnten Buch »This Time Is Different«. Zwischen 1800 und 2006 fällt eine einzige Phase auf, in der die Weltwirtschaft fast keine Bankenkrisen erlebte, und das sind die 1950er und 1960er Jahre. Erst mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs in den 1970er Jahren sind wieder Bankenkrisen zu beobachten.[80] Reinhart und Rogoff verwenden einen Index, um die Mobilität des Kapitals zu erfassen, und stellen diesem Index Bankenkrisen (aller Länder) gegenüber. Das zu beobachtende Muster ist einfach: »Ein gemeinsames Merkmal im Vorfeld von Bankenkrisen ist ein anhaltender Anstieg der Kapitalzuflüsse.«[81] Solche Geldströme weisen demnach auf das Risiko einer Finanzkrise hin – diese Beobachtung bestätigte sich in den Krisen der letzten Jahrzehnte. Ob in Asien, Argentinien, Brasilien, den USA oder den gebeutelten Staaten Europas: Stets gingen hohe Zuflüsse von Kapital den Krisen voraus.

Die politische Ökonomie, der zufolge der Finanzsektor auf den nationalen Raum zu beschränken ist, legt aber nicht nur eine Korrelation zwischen Kapitalströmen und Krisen nahe, sondern auch einen kausalen Zusammenhang. Im System von Bretton Woods lagen Haftung und Regulierung in den Händen des Nationalstaats. Dabei war das heute so oft verwendete Argument bedeutungslos, eine zu strenge Regulierung würde die internationale Wettbewerbsfähigkeit des nationalen Finanzsektors reduzieren. Die Politik wusste, dass ein mangelhaftes Regelwerk negative Konsequenzen für die Stabilität des einheimischen Finanzsektors haben würde. Nachlässig regulierende Staaten waren gezwungen, notfalls die Haftung für strauchelnde Banken zu übernehmen – und die politischen Kosten eines solchen Verhaltens waren offenbar höher als die Kosten strenger Regulierung.

Im Grunde zeigt sich hier ein weiteres Mal ein Trilemma. Die Finanzpolitik einer Volkswirtschaft versucht, drei Ziele zu erreichen: Finanzmärkte sollen Stabilität aufweisen, sie sollen von Wettbewerb geprägt sein, und sie sollen die Internationalisierung der inländischen Finanzwirtschaft ermöglichen. Erneut sind nur zwei Ziele gleichzeitig erreichbar. Wettbewerb und Stabilität sind bei einer Internationalisierung des Finanzsektors gefährdet. Stabilität und nationaler Wettbewerb sind möglich, aber dabei bleibt die Internationalisierung auf der Strecke. Ist der Finanzsektor eines Landes stark konzentriert, könnten Stabilität und Internationalisierung erreichbar sein, aber der Wettbewerb auf dem nationalen Finanzmarkt wäre dann eingeschränkt.

Das Plädoyer für nationale Regulierung wird auch durch eine Studie von Schularick und Taylor unterstützt. Sie haben Daten aus 14 Industrieländern über einen Zeitraum von 140 Jahren geprüft. Im Anschluss an frühere Arbeiten von Hyman Minsky[82] und Charles Kindleberger[83] testen sie, wie anfällig ein Finanzsystem bei einer endogenen Kreditblase ist.[84] Das Muster ist altbekannt: Auf Phasen der Gier und Euphorie folgen Perioden von Angst und Panik. Das Ergebnis der quantitativen Untersuchung ist ziemlich eindeutig: Der Anstieg von Kreditvolumina ist ein wichtiger Indikator für die Prognose von Finanzkrisen.[85]

Hier muss angefügt werden, dass zahlreiche Phasen hohen Kreditwachstums gar nicht stattgefunden hätten, wären sie nicht durch massive Kapitalzuflüsse aus dem Ausland finanziert worden. Das bereits genannte Beispiel Spanien belegt dies eindrücklich. Aber auch die jüngste Krise in den USA wäre, wie ausgeführt, ohne den Zustrom ausländischen Kapitals deutlich kleiner ausgefallen.

Diese Erkenntnisse haben gewichtige Folgen für die Art und Weise, wie Geldpolitik betrachtet und beurteilt werden sollte. Nach vorherrschender Lehrmeinung – vertreten etwa vom langjährigen US-Notenbankpräsidenten Alan Greenspan – sind Preisstabilität und Wirtschaftswachstum das wichtigste Ziel der Geldpolitik. Die Stabilität des Finanzsystems, definiert

79 Michael Bordo/Barry Eichengreen/Daniela Klingebiel/Maria Soledad Martinez-Peria/Andrew K. Rose, »Is the Crisis Problem Growing More Severe?«, in: *Economic Policy*, 16 (2001) 32, S. 53–82 (59).
80 Reinhart/Rogoff, *This Time Is Different* [wie Fn. 30], S. 156.
81 Ebd., S. 157.
82 Minsky, »The Financial Instability Hypothesis« [wie Fn. 43].
83 Charles Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, London u.a. 1978.
84 Schularick/Taylor, *Credit Booms Gone Bust* [wie Fn. 76], S. 3.
85 »Our key finding is that all forms of the model show that a credit boom over the previous five years is indicative of a heightened risk of a financial crisis.« Ebd., S. 20.

als Abwesenheit von untragbaren Preisanstiegen bei Vermögenswerten, war kein Thema für die amerikanische Notenbank. Anfang der 2000er Jahre verteidigte Greenspan in einer Debatte mit dem damaligen EZB-Chefökonomen Otmar Issing seinen Standpunkt, die Inflation von Vermögenswerten bewusst zu ignorieren.[86] Greenspans Argumentation, die von den US-Ökonomen Alan Blinder und Frederic Mishkin geteilt wurde, bekam später den Namen »Jackson-Hole-Konsens« – nach dem Veranstaltungsort des alljährlichen Treffens von Zentralbankern und Wirtschaftswissenschaftlern in Jackson Hole, Wyoming.[87]

Ähnlich wie bei der Debatte um die Aufhebung von Kapitalverkehrskontrollen beruft sich die herrschende Lehre auf die neoklassische Hypothese effizienter Märkte. Diese berücksichtigen demnach sämtliche relevanten Informationen, wenn zu einem bestimmten Zeitpunkt der Preis für einen Vermögensgegenstand festgesetzt wird, und eine Inflation der Preise für Vermögenswerte kommt entweder nicht vor (das ist die radikalste der Positionen) oder kann von der Geldpolitik nicht adäquat beeinflusst werden (die abgemilderte Variante). Folgt man dieser Argumentation, müsste die Geldpolitik Märkte für Vermögenswerte komplett ignorieren. Die amerikanische Notenbank hat das tatsächlich aber nie getan, sondern einen asymmetrischen Ansatz verfolgt. Zwar wird in der Phase, in der eine Blase entsteht, die Aufblähung der Vermögenswerte – Aktien, Immobilien – ignoriert. Doch im Fall einer Krise werden Banken und andere Marktteilnehmer gerettet, was sich negativ auf Disziplin und Risikomanagement der Finanzmarktakteure auswirkt.[88] Nach dem Kollaps von Lehman Brothers unterstrich Otmar Issing, man dürfe nicht übersehen, dass die Geldpolitik zur Entstehung von Preisblasen beitrage.[89]

Noch bevor die amerikanische Immobilienblase platzte, hatte 2006 der damalige Chefökonom der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, der Kanadier William White, in einem Arbeitspapier auf das gleiche Problem hingewiesen. Preisstabilität allein, so White, sei kein Garant für anhaltendes, hohes Wachstum. Vermögenspreisblasen müsse man frühzeitig bekämpfen, um zu verhindern, dass nach einem abrupten Ende des Booms lange Zeit eine sehr lockere Geldpolitik nötig sei. White schlug eine »symmetrische« Geldpolitik vor, die sich von der verbreiteten asymmetrischen Geldpolitik unterscheidet. In Aufschwungsphasen sollte die Geldpolitik restriktiver sein als bisher. Damit wäre auch die Notwendigkeit geringer, auf einen Abschwung mit sehr lockerer Geldpolitik zu reagieren. Eine stärker symmetrische Politik würde zudem verhindern, dass sich im Laufe der Zeit große finanzielle Ungleichgewichte aufbauen.[90]

Treffen die Analysen von Issing, White sowie Schularick und Taylor zu, dann sollten Zentralbanken ihren geldpolitischen Fokus auch auf ansteigende Kreditvolumina und die Preisinflation bei Vermögenswerten richten. Geldpolitik sollte damit die Preisstabilität *und* die Stabilität des Finanzsystems als Zielvariablen wählen.[91] Zentralbanken müssten ein massives Wachstum des Kreditvolumens genauso beachten wie den Anstieg von Vermögenspreisen. Die gegenwärtige Geldpolitik schenkt anziehenden Vermögenspreisen weder in den USA noch in der EU angemessene Aufmerksamkeit und toleriert deutliche Preisanstiege.

Was wären die Konsequenzen des Vorschlags, zu nationalen Lösungen in der Finanzmarktregulierung zurückzukehren? Zentralbanken können das Kreditvolumen in ihrem eigenen Land kontrollieren, nicht aber jenes in anderen Ländern. Ihre Fähigkeit ist begrenzt, Entwicklungen auf ausländischen Finanzmärkten zu überwachen. Zentralbanker und Bankaufsichtsbehörden mögen in der Lage sein, eine Inflation der Preise von Vermögenswerten und einen Anstieg des Kreditvolumens national einzuschränken. Im Ausland ist ihnen dies verwehrt. Haben etwa die Zentralbanker in den OECD-Staaten die nötigen Mittel, um einzuschätzen, ob Kredite für Immobilienprojekte in China zu einer Blase führen können oder nicht?[92]

86 Otmar Issing, *Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views*, Basel: BIS, September 2003 (BIS Papers, Nr. 18), <www.bis.org/publ/bppdf/bispap18.pdf> (eingesehen am 16.4.2015).
87 Otmar Issing, »Asset Prices and Monetary Policy«, Cato Institute, 26th Annual Conference, 19.11.2008, S. 3, <www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res/pdf/oi3.pdf> (eingesehen am 16.4.2015); Frederic S. Mishkin, »Is Financial Globalization Beneficial?«, in: *Journal of Money, Credit, and Banking*, 39 (2007) 2/3, S. 259–294.
88 Issing, »Asset Prices and Monetary Policy« [wie Fn. 87], S. 4.
89 »... an impressive number of empirical studies have demonstrated that hardly any asset price bubble has not been accompanied if not preceded by strong growth of credit and/or money.« Ebd., S. 6.
90 William White, *Is Price Stability Enough?*, Basel: BIS, April 2006 (BIS Working Papers, Nr. 205), S. 16.
91 Schularick/Taylor, *Credit Booms Gone Bust* [wie Fn. 76], S. 26.
92 Selbstverständlich ist dieser Fall hypothetischer Natur, da China die Kreditaufnahme im Ausland verbietet. Verschiedenen Berichten zufolge stehen derzeit in China über 60 Millionen Wohnungen leer – genug für eine Immobilienblase. Ent-

Auch im nationalen Raum wird der Finanzsektor versuchen, politischen Druck auf die Zentralbank und die nationalen Regulierungsbehörden ausüben, um sie von einer Lockerung der Kreditvergaberegulierung zu überzeugen. Angesichts der bereits diskutierten Haftungsfolgen innerhalb nationaler Finanzmärkte wird die Bereitschaft der Politik, dem Drängen des Finanzsektors nachzugeben, allerdings begrenzt sein. Die Finanzmarktregulierung zu segmentieren hätte eine »Balkanisierung« der Finanzmärkte zur Folge. Dies wäre eine radikale politische Entscheidung, die aber für Marktstabilität sorgen würde. Gerade aus deutscher Sicht hätte die Segmentierung der Finanzmärkte erhebliche Vorteile. Denn damit würde die Wahrscheinlichkeit sinken, dass Ersparnis aus Deutschland fragwürdige Anlagen im Ausland, etwa Immobilienkredite in Spanien, finanziert.[93]

scheidend ist, dass die Einschätzung einer ausländischen Vermögenspreisblase von London oder Frankfurt aus immer schwieriger sein wird als durch die nationalen Zentralbanken und Bankaufsichtsbehörden.

93 »The Gated Globe« [wie Fn. 1], S. 8.

Schlussbemerkungen: Liberales Handelsregime und selektive Globalisierung

Der Vorschlag, die Finanzmärkte nicht länger mit globalen Regeln stabilisieren zu wollen, könnte als Versuch gewertet werden, die Globalisierung als Ganzes rückgängig zu machen. Dies wäre eine Fehlinterpretation. Ziel ist selektive Globalisierung, nicht die Aufhebung der internationalen Arbeitsteilung. Es gibt hinreichende Gründe, um zwischen den globalen Regeln für den Handel und jenen für den Finanzmarkt klar zu unterscheiden.

Selbst der ansonsten sehr globalisierungsfreundliche »Economist« sieht zwei wichtige Gründe für eine Differenzierung zwischen Waren- und Kapitalverkehr. Erstens, so das Magazin, können unregulierte Kapitalströme dazu führen, dass eine Währung über den angemessenen Wechselkurs hinaus aufwertet. Dies kann Defizite in der Leistungsbilanz und eine verstärkte Kreditaufnahme im Ausland bewirken, zugleich schwächt es die einheimische verarbeitende Industrie. Zweitens drohen Kreditblasen durch unregulierte Kapitalströme, und wird der Geldfluss dann umgekehrt, gerät die betroffene Ökonomie in eine brutale Anpassungskrise.[94]

Eine weitreichende Öffnung des Warenhandels hingegen nutzt unzähligen Menschen. Sowohl Anbieter als auch Nachfrager profitierten von den Liberalisierungserfolgen seit dem Zweiten Weltkrieg. Der wirtschaftliche Aufstieg Deutschlands, Südkoreas oder Chinas wäre ohne eine liberale Handelsordnung nicht möglich gewesen. Und Konsumenten weltweit haben Vorteile durch die Möglichkeit, Güter aus anderen Ländern kostengünstig zu kaufen.

Diese Position deckt sich mit jener Jagdish Bhagwatis, der, wie erwähnt, nach der Asienkrise 1997/98 erklärte, der Güterhandel und der Handel mit Geld könnten nicht in einen Topf geworfen werden.[95] Sie unterscheidet sich von John Maynard Keynes' Haltung, der 1933 behauptete, Güter sollten aus heimischer Produktion stammen, wo immer dies mit angemessenem Aufwand möglich sei.[96]

Im Gegensatz zu den positiven wirtschaftlichen Effekten von freiem Kapitalverkehr, die nur unterstellt werden, haben Ökonomen die Vorteile des freien Handels immer wieder belegt. Obwohl ein liberales Handelsregime negative Konsequenzen für einzelne Teile einer Gesellschaft haben kann, überwiegen die gesamtgesellschaftlichen Vorteile bei weitem. Der Handel hat es Ländern wie China, Indien und Vietnam ermöglicht, an der internationalen Arbeitsteilung teilzunehmen und von ihr zu profitieren. Hunderte Millionen Arbeiter aus Entwicklungsländern konnten sich aus tiefster Armut befreien, indem sie Güter für den globalen Markt produzierten.

Trotz der Gefahr unzulässiger Verallgemeinerung lässt sich sagen, dass die schlimmsten Fälle von Armut in jenen Ländern vorkommen, die versuchen, ihre Bevölkerung vor der Liberalisierung des Handels zu schützen. Vom offenen Warenaustausch dagegen profitieren selbstverständlich auch die Industrienationen. Den Konsumenten in diesen Ländern stünde eine viel kleinere Produktpalette zur Auswahl, wenn es weniger internationalen Handel gäbe. Und den Zentralbankern wäre es in den vergangenen Jahren um einiges schwerer gefallen, die Inflation in ihren Ländern zu kontrollieren, wenn China und andere Schwellenländer diese nicht mit billigen Produkten versorgt hätten. All das sind spürbare Vorteile eines relativ freien Handels.

Auf diesem zweiten wichtigen Feld der globalen Wirtschaftsbeziehungen sind globale, multilaterale Regeln sinnvoll. Sie mehren den Wohlstand der beteiligten Volkswirtschaften. Sowohl die wirtschaftswissenschaftliche Theorie als auch die Geschichte der Handelsregime unterstreichen die Gültigkeit dieser Einschätzung. Es ist also umso bedauernswerter, dass das Bekenntnis zur multilateralen Handelsordnung immer mehr abnimmt und durch bilaterale sowie regionale Handelsabkommen verdrängt wird. Die Welthandelsorganisation WTO kämpft seit einigen Jahren mit starkem Gegenwind, vor allem weil die Vereinigten Staaten und einige wenige andere Akteure den Abschluss der Doha-Runde verhindern. Arvind Subramanian vom Washingtoner Peterson Institute warnt, dass die multilaterale Handelsordnung bald Geschichte sein könnte, weil sie durch ein System von

94 Ebd., S. 10.
95 Bhagwati, »The Capital Myth« [wie Fn. 32].
96 »Let goods be homespun whenever it is reasonably and conveniently possible.« Keynes, »National Self-Sufficiency« [wie Fn. 73], S. 758.

Präferenzabkommen ersetzt werde.[97] Auch Pascal Lamy, langjähriger Generaldirektor der WTO und zuvor EU-Handelskommissar, weist auf die Gefahren der »Mega-Regionals« hin. Er betont, auf längere Sicht profitierten sämtliche Akteure von einem regelbasierten, weiterentwickelten multilateralen Handelssystem.[98]

Die WTO ist nach wie vor attraktiv für manche Länder – Jemen trat 2014 als 160. Mitglied bei –, doch hat sie bei ihren früheren Hauptunterstützern stark an Bedeutung verloren. Insgesamt haben sich die Staaten von der WTO ab- und bilateralen Abkommen zugewandt.[99] Alle OECD-Länder entscheiden sich seit gut zehn Jahren für Alternativen, die ihren Interessen scheinbar besser entsprechen, nämlich Präferenzabkommen. Doch diese Abkommen machen Handelsbeziehungen komplexer und werden nicht zur Vertiefung der internationalen Arbeitsteilung beitragen.[100]

Im Handel ist und bleibt das multilaterale Regelwerk der WTO der Königsweg. Präferenzabkommen schließen nichtteilnehmende Staaten aus und haben gravierende ökonomische wie politische Nachteile, die allerdings in der aktuellen Diskussion etwa zum transatlantischen Freihandelsabkommen TTIP nur eine Nebenrolle spielen. Damit soll nicht gesagt werden, die multilaterale Ordnung sei ohne Fehler und bedürfe keiner Weiterentwicklung. Doch ohne ein relativ offenes Handelssystem wäre etwa der Aufstieg Chinas und anderer Schwellenländer in diesem Umfang und dieser Geschwindigkeit nicht möglich gewesen. Die Politiker der G20 sollten dies anerkennen und nicht länger zulassen, dass ein paar Länder – weniger als fünf der 160 WTO-Mitglieder – den Abschluss der Doha-Runde verhindern. Gelingen könnte eine solche Wende wohl nur dann, wenn sich die wenigen blockierenden Staaten mit einer gemeinsamen Kampagne der übergroßen Mehrheit der WTO-Länder konfrontiert sähen. Allerdings reicht selbst massiver Druck nicht aus, um in einer anderen internationalen Organisation, dem IWF, die amerikanische Regierung zu veranlassen, der Quotenreform des Jahres 2010 – die Washington selbst vorgeschlagen hatte – zuzustimmen.

Die G20 hat eine bedeutende Rolle gespielt, als es darum ging, die Krisen in den USA und in der EU zu bewältigen. Die Weltwirtschaft musste nicht mit Depression, ausuferndem Protektionismus und daraus resultierenden politischen Spannungen kämpfen. Dieses geglückte Krisenmanagement ist ein gewichtiger, häufig nicht angemessen gewürdigter Erfolg internationaler Zusammenarbeit. Trotzdem sollte die G20 mehr tun, und zwar gerade in Hinblick auf die Weiterentwicklung der multilateralen Handelsordnung.

Insbesondere sollten die Mitgliedstaaten der G20 aufhören, das globale Handelsregime durch konkurrierende Abkommen zu unterwandern. Alle großen Akteure, inklusive China, sollten sich verpflichten, die WTO als Kern der multilateralen Handelsordnung zu erhalten. Die Schwellenländer haben lange einen konstruktiven Beitrag zum Funktionieren der WTO geleistet. Noch gibt es keinen Vorschlag von ihnen, einen großen, mit dem transatlantischen Projekt konkurrierenden Handelsraum zu entwickeln. Doch die führenden Schwellenländer – Brasilien, Russland, Indien, China – haben begonnen, über eine BRICS-Freihandelszone zu diskutieren. Dabei wären die ökonomischen wie politischen Nachteile erheblich, sollte die Weltwirtschaft noch stärker in konkurrierende Sphären zerfallen.

Natürlich wurde schon viel politisches Kapital in so prestigeträchtige Projekte wie das transatlantische und das transpazifische Präferenzabkommen investiert. Doch ohne die WTO werden sich erneut kompetitive Strukturen im internationalen Handel herausbilden, was ein schlimmer Rückschritt wäre. Die erfolgreichen Schwellenländer – aufgestiegen innerhalb der von Amerika und teils Europa nach 1945 geschaffenen Strukturen – werden sich nach Alternativen umsehen. Im ungünstigsten Fall entwickelt sich die Welt zurück zu einer Situation, die es in den 1930er Jahren gab. Kennzeichnend waren Präferenzabkommen, exklusive Vergünstigungen für Partnerstaaten sowie ein allgemeiner Rückgang der wirtschaftlichen und politischen Zusammenarbeit. Der Ausbruch des Zweiten Weltkriegs ist nicht primär auf diesen Verlust an Kooperation zurückzuführen, aber gewiss hat es die Zunahme der politischen Konflikte

97 »The Gated Globe« [wie Fn. 1], S. 11.
98 Pascal Lamy, »Perilous Retreat from Global Trade Rules«, *Project Syndicate*, 9.1.2014, <www.project-syndicate.org/commentary/pascal-lamy-on-the-need-for-a-coherent-global-trade-regime> (eingesehen am 16.4.2015).
99 »The Gated Globe« [wie Fn. 1], S. 4.
100 Für eine weitergehende Diskussion des Themas und zu den Nachteilen von Präferenzabkommen siehe den Bericht der Warwick Commission, *The Multilateral Trade Regime: Which Way Forward? The Report of the First Warwick Commission*, Coventry 2007, S. 45–53.

begünstigt, dass in vielen Fällen die Gesprächs- und Handelskontakte abrissen.[101]

In dieser Studie wurden die Vorzüge globaler Regeln für den Warenhandel und nationaler Regeln für den Finanzsektor analysiert. Um nationale Finanzmärkte vor gefährlichen Zu- und Abflüssen von Kapital zu schützen, bietet sich eine Besteuerung des Kapitalverkehrs an. Damit hätten die Regulierungsbehörden genügend Spielraum, um maßgeschneiderte Lösungen zu finden und eine krisenarme Entwicklung des Finanzsektors zu gewährleisten. Fraglos werden die Interessenvertreter der Finanzwirtschaft auf die Nachteile eines solchen Ansatzes hinweisen. In der Wissenschaft, die gerade in den USA häufig enge Beziehungen zur Wall Street pflegt, wird der Vorschlag, Finanzmärkte zu segmentieren, kritisch kommentiert. Das ist weder neu noch besonders überraschend. Jagdish Bhagwati gab lange vor der Subprime-Krise und den Krisen in Europa zu bedenken:

> »And despite the evidence of the inherent risks of free capital flows, the Wall Street-Treasury complex is currently proceeding on the self-serving assumption that the ideal world is indeed one of free capital flows ... It is time to shift the burden of proof from those who oppose to those who favour liberated capital.«[102]

Zumindest sollten die globalen Regeln, die in der G20 und dem Basler Ausschuss für Bankenaufsicht diskutiert werden, die Implementierung von weiter reichenden nationalen Regelwerken nicht verhindern. Ziel sollte sein, eine selektive Globalisierung – im Englischen »gated globalisation« genannt – zu ermöglichen. Länder wie Indien und China wollen nicht zurück in die Zeiten, als Wirtschaftsbeziehungen umfassend kontrolliert wurden, aber sie möchten sich die Möglichkeit der Intervention erhalten.

Natürlich sind auch die in dieser Studie gemachten Vorschläge nicht ohne Nebenwirkungen. Jede Form verschärfter Regulierung, ob auf nationalem oder regionalem Niveau, läuft Gefahr, durch neue Maßnahmen des Finanzsektors unterminiert zu werden. Finanzmarktakteure werden ihre geschäftlichen Aktivitäten in weniger regulierte Jurisdiktionen verlagern. Dies ist vermutlich nicht zu verhindern. Doch die Vorteile eines angemessen regulierten, international weniger vernetzten Finanzsektors sind sehr viel gewichtiger. Die Kosten, wie sie etwa durch eine partielle Abwanderung von Bankgeschäften entstehen, sind demgegenüber in Kauf zu nehmen.

Abkürzungen

AIG	American International Group
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIS	Bank for International Settlements (Basel)
BRICS	Brasilien, Russland, Indien, China, Südafrika
CDO	Collateralized Debt Obligation
CDO^2	Squared Collateralized Debt Obligation
EWU	Europäische Währungsunion
EZB	Europäische Zentralbank
IWF	Internationaler Währungsfonds
IMF	International Monetary Fund
NBER	National Bureau of Economic Research (Cambridge, Mass.)
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
SEC	Securities and Exchange Commission
TTIP	Transatlantic Trade and Investment Partnership
UNDP	United Nations Development Programme
WTO	World Trade Organization

101 Ein wenig berücksichtigtes Ereignis in diesem Kontext ist die Londoner Finanzkonferenz vom Sommer 1933, an der 66 Länder teilnahmen. Sie hatte das Ziel, den zusammengebrochenen Wirtschaftsaustausch wiederzubeleben. Die Konferenz scheiterte am Widerstand des amerikanischen Präsidenten Roosevelt; Rodney J. Morrison, »The London Monetary and Economic Conference of 1933: A Public Goods Analysis«, in: *American Journal of Economics and Sociology*, 52 (1993) 3, S. 307–322.

102 Bhagwati, »The Capital Myth« [wie Fn. 32], S. 12.