

Dieter, Heribert

**Research Report**

## Aufbruch oder kosmetische Reformen in Pittsburgh? Die Chancen für eine umfassende Neuordnung der internationalen Finanzmärkte

SWP-Aktuell, No. 53/2009

**Provided in Cooperation with:**

Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP), German Institute for International and Security Affairs, Berlin

*Suggested Citation:* Dieter, Heribert (2009) : Aufbruch oder kosmetische Reformen in Pittsburgh? Die Chancen für eine umfassende Neuordnung der internationalen Finanzmärkte, SWP-Aktuell, No. 53/2009, Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP), Berlin

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/254857>

**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.*

## Aufbruch oder kosmetische Reformen in Pittsburgh?

Die Chancen für eine umfassende Neuordnung der internationalen Finanzmärkte

*Heribert Dieter*

Gut ein Jahr nach dem Zusammenbruch der US-Investmentbank Lehman Brothers werden sich im amerikanischen Pittsburgh die Staats- und Regierungschefs der G20-Länder treffen. Die für viele Beobachter überraschend schnell eingetretene Erholung der Weltwirtschaft lenkt die Aufmerksamkeit von der akuten Krisenbekämpfung auf die langfristige Reform der internationalen Finanzmärkte. Trotz einer entschlossenen Rhetorik sind auf diesem Gebiet noch keine entscheidenden Fortschritte zu vermelden. Es hat den Anschein, als ob auch diese Finanzkrise nicht zu einer umfassenden Neuordnung der internationalen Finanzmärkte führen wird. Wichtige Fragen, etwa Maßnahmen zur Eindämmung globaler Ungleichgewichte, stehen nicht im Mittelpunkt des Gipfels von Pittsburgh.

Ende September treffen sich die Staats- und Regierungschefs der Gruppe der 20, zu der neben den alten Industrieländern die wichtigsten neuen, aufstrebenden Staaten gehören, zum dritten Mal innerhalb eines Jahres. Der erste Gipfel, noch unter der Präsidentschaft von George W. Bush und ohne erkennbare Beteiligung des gerade gewählten neuen Präsidenten Obama, fand am 15. November 2008 in Washington statt. Das zweite Treffen folgte am 2. April 2009 in London. Nun wird der dritte Gipfel am 24./25. September in der alten Stahlstadt Pittsburgh seinen Verlauf nehmen.

Schon die Wahl des Veranstaltungsortes ist eine Enttäuschung. Wollte man den Bekenntnissen, den neuen, aufstrebenden

Akteuren insbesondere aus Asien mehr Mitsprache bei den Bemühungen um eine neue Finanzarchitektur zu geben, auch Taten folgen lassen, dann hätte beim dritten Gipfel ein asiatisches Land berücksichtigt werden müssen. Singapur, Hongkong oder auch Seoul wären Veranstaltungsorte gewesen, die deutlich gemacht hätten, dass die transatlantischen Mächte zu einem Neuanfang in der internationalen Finanzpolitik bereit sind. Die Chance, mit der Wahl des Veranstaltungsortes ein Zeichen zu setzen, wurde vertan.

## **Managervergütung**

Gravierender sind allerdings die inhaltlichen Lücken und Widersprüche der Tagesordnung. Sinnvoll ist fraglos, die Anreizsysteme im Finanzsektor auf den Prüfstand zu stellen. Zwar ist die Verärgerung in weiten Teilen der Bevölkerung von OECD-Staaten über die exorbitanten Vergütungen von Bankangestellten, die weder eigenes Kapital riskieren noch im Falle von Verlusten für diese haften, nachvollziehbar. Allerdings spricht sehr viel gegen die Versuche, lediglich die Symptome des Kasino-Kapitalismus zu bekämpfen.

Zum einen haben Finanzmarktakteure eine Reihe von Möglichkeiten, hohe Einkünfte zu erzielen. Bonuszahlungen sind nur eine davon. Eine andere besteht darin, Mitarbeiter direkt am Unternehmen und dessen Gewinnen zu beteiligen. Zum anderen sollte man den Ideenreichtum der Akteure auf den Finanzmärkten nicht unterschätzen. Eine Einschränkung der Verdienstmöglichkeiten innerhalb der G20 etwa könnte umgangen werden, indem Bonuszahlungen außerhalb der G20 ausgeschüttet werden. Es hat wenig Sinn, die Finanzquellen der Croupiers zu beschränken und ansonsten das Kasino geöffnet zu lassen.

## **Lückenhafte Analyse**

In den vergangenen Monaten zeigte sich in vielen Ländern zwar ein hohes Maß an Empörung über die Exzesse im Finanzsektor, aber zugleich flaute die Debatte über die Ursachen und Konsequenzen rasch ab. Das gilt beispielsweise für Großbritannien, das wie kein zweites europäisches Land von der Globalisierung des Bankgeschäfts profitierte. Obwohl ein Großteil der britischen Bevölkerung zu den großen Verlierern der Krise gehört – der britische Staat wird auf Jahre mit den Lasten des Krisenmanagements zu kämpfen haben –, hat sich die britische Öffentlichkeit anscheinend in ihr Schicksal gefügt. Eine breite Protestbewegung gegen die Finanzindustrie ist dort genauso wenig zu

beobachten wie in etlichen anderen OECD-Ländern.

In vielen Ländern ist die Öffentlichkeit der Krisenanalyse also bereits ein wenig überdrüssig, obwohl der heutige Diskussionsstand über die Schlussfolgerungen noch lückenhaft ist. Überraschenderweise stehen ganze Akteursgruppen und Themenfelder nicht zur Debatte.

## **Notenbanken und Geldpolitik**

Zu den wichtigsten Akteuren, die die großen spekulativen Übertreibungen erst ermöglicht haben, sind die Notenbanken und darunter vor allem die amerikanische zu rechnen. Alan Greenspans expansive Geldpolitik, die sich regelmäßig stärker an den Interessen der Wall Street als an jenen von »Main Street« orientierte, gehört zu den zentralen Ursachen der heutigen Finanzkrise. Allerdings gibt es nur wenig Hinweise darauf, dass die Notenbanken ihre bisherige geldpolitische Orientierung aufgegeben haben. Im Gegenteil: Gerade bei den Notenbanken findet sich kaum ein Anzeichen für einen Paradigmenwechsel.

Dies zeigt sich erneut vor allem in den USA. Greenspans Nachfolger Ben Bernanke setzt im Grunde die Politik seines Vorgängers fort und stellt dem Finanzsektor enorme Mittel nahezu kostenlos zur Verfügung. Die massive Bereitstellung von Liquidität nach Turbulenzen an den Finanzmärkten war eines der zentralen Elemente der Greenspan'schen Geldpolitik. Schon nach dem Absturz der Börse 1987 und dem Platzen der Dotcom-Blase 2000 hat Greenspan die Märkte mit Liquidität geflutet. Das gleiche Rezept wendet nun Notenbankchef Bernanke an und begründet diese Politik mit der großen Bedeutung des Finanzsektors für die amerikanische Wirtschaft. Nichts anderes sagte Greenspan, um seine Übertreibungen fördernde Politik zu rechtfertigen.

Präsident Obama bestätigte Notenbankchef Bernanke im August 2009 in seinem Amt: wegen seines guten Krisenmanagements und weil die Regierung inmitten der

Krise nicht auf bewährte Kräfte verzichten könne.

Im Gegensatz dazu mussten in der Privatwirtschaft die Chefs einiger großer amerikanischer und europäischer Banken ihre Büros genauso räumen wie zahlreiche Mitarbeiter von Banken und Versicherungen. Die Privatwirtschaft hat zumindest in einigen Fällen auf die reinigende Wirkung von Krisen vertraut.

Man muss jedoch die Frage stellen, ob Bernanke nicht zu sehr für eine ungute Kontinuität der amerikanischen Geldpolitik steht. Vor seiner Ernennung zum Notenbankchef sah er nicht die amerikanische Wirtschafts- und Finanzpolitik für die hohen Kapitalzuflüsse verantwortlich, sondern behauptete, ausländische Akteure hätten die Krise verursacht. Die Ersparnisschwemme (»savings glut«) von Sparern im Ausland habe dazu geführt, dass die USA so viel Kapital – zeitweilig entfielen auf Amerika mehr als zwei Drittel aller Kapitalimporte – einführen mussten. Die USA wurde aus Sicht Bernankes zum unschuldigen Opfer und Alan Greenspans Geldpolitik damit von Versäumnissen freigesprochen.

Diese These kann nicht überzeugen, wengleich Kapital exportierende Länder die Übertreibungen in den USA erst möglich gemacht haben, zumindest in ihrem heutigen Ausmaß. Aber die USA selbst haben sehr aktiv dazu beigetragen, dass Kapital ins Land strömte, etwa indem sie Ausländer 1984 von der Besteuerung von Zinserträgen befreit haben. Zudem haben es die US-Regierungen der letzten Jahrzehnte versäumt, die Sparquote amerikanischer Haushalte – der in Ersparnis fließende Anteil des verfügbaren Einkommens – zu steigern. Amerikaner haben sich darauf verlassen, dass sich ihre Vermögensposition durch die Wertzuwächse bei Immobilien und Wertpapieren verbessert – eine von der amerikanischen Politik unterstützte Illusion. Erst in der Krise begannen Amerikas Bürger, ihre private Ersparnis zu steigern.

Die Besorgnis erregende Kontinuität und der Mangel an Wandel – »Change we can believe in« – zeigt sich aber nicht nur auf

der personellen Ebene. Bislang ist die amerikanische Notenbank nicht von einer Politik abgerückt, welche die Entwicklung von Vermögenspreisblasen ignoriert. Nach den Erfahrungen der letzten Jahrzehnte wäre aber genau diese Wende vonnöten. Notenbanken müssen aktiv dazu beitragen, die Übertreibungen des Kasino-Kapitalismus zu beseitigen. Die Europäische Zentralbank hat diese Aufgabe – etwa in der Kontroverse zwischen dem Chefökonom der EZB, Issing, und Greenspan zu Beginn dieses Jahrzehnts – schon lange thematisiert, wengleich auch die EZB auf diesem Gebiet erfolglos agiert hat.

### **Mehr Macht für die Bankenaufsicht**

Es kann kein Zweifel daran bestehen, dass die Bankenaufsicht in vielen OECD-Ländern Fehlentwicklungen auf den Finanzmärkten nicht ausreichend bekämpft hat. Selbst wenn Risiken gesehen wurden, gab es kaum entschlossene Reaktionen der Aufseher. Dies gilt für die USA und Großbritannien ebenso wie für einige kontinentaleuropäische Volkswirtschaften.

Eine Reform der Bankenaufsicht darf sich indes nicht darauf beschränken, die geforderte Kapitalausstattung von Banken zu verändern. In der Vergangenheit litten zahlreiche Bankenaufsichten an zwei Konstruktionsfehlern: Erstens sollten sie nicht primär für Stabilität sorgen, sondern sollten auch und in einigen Fällen vor allem die Wettbewerbsfähigkeit des nationalen Finanzsektors stärken. Zweitens wurde die Arbeit der Bankenaufseher selten unabhängig kontrolliert. Insbesondere die Parlamente spielten nur eine Nebenrolle bei der Beaufsichtigung der Aufseher.

In den vergangenen Jahren entwickelte sich eine OECD-weite Bewegung, um die Unabhängigkeit der Notenbanken zu stärken. Dies war kein Selbstzweck, sondern sollte die Notenbanken in die Lage versetzen, ohne Einfluss der sich gelegentlich an kurzfristigen Zielen orientierenden Politik für stabiles Geld zu sorgen. In Analogie hierzu sollten auch die Aufsichtsbehörden

in einer kollektiven Anstrengung von der Einwirkung der Politik befreit und in ihrer Unabhängigkeit gestärkt werden. Sinnvoll erscheint es zudem, die Parlamente stärker einzubeziehen.

Es liegt auf der Hand, dass die Bankenaufsicht, will sie effektiv sein, ein enormes Maß an Rückendeckung braucht. Unmittelbar nach einer Finanzkrise wird es diese Unterstützung regelmäßig geben. Mittel- und langfristig aber wird die Risikofreude – man kann auch von Gier sprechen – an die Finanzmärkte zurückkehren. Für diesen Moment müssen die Aufseher gewappnet sein und dies erfordert die deutliche Stärkung der Institutionen und ihrer Leitung. In Pittsburgh wird über die Bankenaufsicht zwar in Detailfragen gesprochen. Mindestens ebenso wichtig aber wäre eine grundsätzliche Auseinandersetzung mit diesem Thema.

### **Globale Ungleichgewichte**

Eine der größten Leerstellen des Gipfels von Pittsburgh sind die globalen Ungleichgewichte. In den letzten Jahren haben China, Japan, Russland, Saudi-Arabien und nicht zuletzt Deutschland sehr viel Kapital exportiert und damit zu Übertreibungen in anderen Ländern beigetragen. Die Rolle der Kapitalexporthure spielte aber bei den bisherigen G20-Gipfeln keine große Rolle und wird vermutlich auch in Pittsburgh kein zentrales Thema sein.

Dabei gibt es gute Gründe, über Ungleichgewichte ein wenig länger nachzudenken. Aus deutscher Sicht der wichtigste: Das Ganze war ein sehr schlechtes Geschäft. Deutschland hat Maschinen und hochwertige Autos verkauft und dafür Lehman-Zertifikate bekommen. Deutschlands enorme Überschüsse landeten wieder in den USA und finanzierten dort auch windige Geschäfte des amerikanischen Finanzsektors – kein nachahmenswertes Modell. Dennoch wird auf internationaler Ebene nicht ernsthaft über die Beseitigung der Ungleichgewichte gesprochen. Auch für dieses Schweigen gibt es Gründe.

Für die beteiligten Volkswirtschaften hatte das bisherige Modell Vorteile und befriedigte spezifische Präferenzen. Dies gilt insbesondere für die USA und China. Die USA sind die Volkswirtschaft mit dem größten Kapitalbedarf, während China schon heute der wichtigste Hersteller von Konsumgütern jeder Art ist. In diesem Jahrzehnt hat sich eine eigene Arbeitsteilung entwickelt: China produziert und liefert zugleich den Kredit zum Kauf der Waren, die die USA konsumieren und verschulden sich bei den Chinesen. Die Baseler Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) bezeichnete den Kapitalexport der Chinesen schon 2003 als Lieferantenkredite.

Beide Länder haben also ein Interesse an der Fortsetzung dieses Modells. Für die Chinesen ist diese Arbeitsteilung besonders attraktiv. Mit den Exportserfolgen können Millionen neuer Arbeitsplätze geschaffen werden und dies sichert den Bestand des nicht-demokratischen Regimes in Peking. Zugleich sind Chinas hohe Währungsreserven ein kraftvolles außenwirtschaftspolitisches Instrument. Damit kann das Land eine weltweite Einkaufstour finanzieren. Die Wirkungen der Ungleichgewichte zwischen den USA und China bleiben also keinesfalls auf diese beiden Protagonisten beschränkt, sondern berühren zahlreiche Länder, darunter auch Deutschland.

Dazu gehört, dass China aktiv seine Versorgung mit mineralischen und agrarischen Rohstoffen sichert. Der chinesische Staat hat in den letzten Jahren verstärkt Rohstoffquellen für sich vereinnahmt und damit für gehörige Besorgnis auch in Deutschland gesorgt. Da Chinas Außenwirtschaft sich eben nicht marktwirtschaftlichen Gesetzen, sondern politischen Kategorien unterwirft, ist zu fragen, ob künftig die Versorgung mit Rohstoffen über den Markt oder über den (chinesischen) Staat erfolgt.

Darüber hinaus können die chinesischen Währungsreserven zum Kauf etablierter Unternehmen genutzt werden. Derzeit verfügt der chinesische Staat über liquide Mittel in Höhe von 2200 Mrd. Dollar. Der

gegenwärtige Börsenwert von Deutschlands Vorzeigeunternehmen BASF (weltgrößter Chemikalienhersteller) und Daimler (weltgrößter Nutzfahrzeughersteller und renommierter PKW-Hersteller) zusammen genommen entspricht gerade einmal 5 Prozent der heutigen chinesischen Währungsreserven. Mit anderen Worten: Der Welt größter Investor entwickelt sich in Peking und die chinesische Strategie erfordert anders als bei den etablierten Finanzinvestoren noch nicht einmal die Verfügbarkeit billiger Liquidität auf den internationalen Finanzmärkten.

Vor diesem Hintergrund wurde in den letzten Wochen die Forderung erhoben, in Europa ein strenges Regime der Prüfung und Genehmigung von Direktinvestitionen zu entwickeln. Dies wäre indes unnötig, wenn sich die internationale Staatengemeinschaft auf bestimmte Spielregeln einigen könnte. Dazu gehören Sanktionen für anhaltende Leistungsbilanzüberschüsse.

Schon John Maynard Keynes hatte in seinen Vorschlägen für die Konferenz von Bretton Woods 1944 ein Regime vorgesehen, das anhaltende Leistungsbilanzüberschüsse – dem entsprechen Kapitalexporte – bestrafen hätte. Keynes wollte Anreize schaffen, dass Länder weder hohe Defizite noch hohe Überschüsse erwirtschaften. Auch in Deutschland war das Ziel des »außenwirtschaftlichen Gleichgewichts« Teil des Stabilitäts- und Wachstumsgesetzes von 1967, das im Übrigen immer noch in Kraft ist. Allerdings widmet man den anderen drei Zielen des magischen Vierecks – Wachstum, Beschäftigung, Preisstabilität – heute nahezu die gesamte wirtschaftspolitische Aufmerksamkeit.

Unsere heutige Finanzordnung kennt also keine Sanktionen für Überschussländer. Bei Defizitländern liefert der Markt – zumindest theoretisch – eine hinreichende Kontrolle von Fehlentwicklungen. Kapital importierende Länder müssen sich um jenes bemühen und attraktiv sein für ausländische Investoren. Überschussländer können hingegen ungehindert Kapital exportieren.

Das gilt insbesondere für China, das den stärksten Mechanismus zur Bekämpfung von Überschüssen ausgehebelt hat. In einem System flexibler Wechselkurse findet der Ausgleich anhaltender Leistungsbilanzsalden über den Wechselkurs statt. Die Währung von Defizitländern wird über kurz oder lang abwerten und damit wird die Konkurrenzfähigkeit der eigenen Produkte sowohl auf dem Binnenmarkt als auch auf dem Weltmarkt steigen. Bei Überschussländern funktioniert der Anpassungsmechanismus genau anders herum. Die Währungen von Überschussländern würden, so die Erwartung, aufwerten, so dass die Wettbewerbschancen der konkurrierenden Volkswirtschaften steigen. China hingegen lässt eine Aufwertung der Landeswährung Yuan nicht zu – und kann damit auf Dauer hohe Überschüsse erzielen. Damit kann China seinen weltweiten Einfluss mit nicht-militärischen Mitteln massiv steigern.

Die Motive und Instrumente der vier anderen großen Überschussländer unterscheiden sich vom chinesischen Modell, sind aber für die Partnerländer dennoch problematisch. Auch die enormen Überschüsse Deutschlands haben innerhalb der EU für Spannungen gesorgt. Ohne die europäische Gemeinschaftswährung wäre der Wechselkurs der D-Mark bei den hohen Leistungsbilanzsalden – im Jahr 2007 betrug der Überschuss in der Leistungsbilanz über 260 Mrd. Dollar – stark gestiegen. Weil ein außenwirtschaftlicher Stabilitätspakt fehlt – vgl. hierzu das SWP-Aktuell 27/2009 –, wird damit ein gefährlicher Spaltpilz in die Europäische Union getragen. Deutsche Kapitalexporte finanzierten nicht zuletzt die Übertreibungen in Spanien, Irland und einigen osteuropäischen Ländern.

Zudem waren die deutschen Kapitalexporte ein schlechtes Geschäft. Die Risikoaversion deutscher Sparer, die sich in der Regel für risikoarme Spareinlagen entschieden, hat ihnen dabei nichts genutzt, weil sie für die von Finanzintermediären eingegangenen Risiken über die

Staatskasse in Haftung genommen worden sind.

### **Sanktionen für Überschüsse?**

Um anhaltende Überschüsse einzudämmen, könnten diese – in Anlehnung an den Keynes-Plan von 1944 – mit einer Abgabe belegt werden. Volkswirtschaften, die über einen längeren Zeitraum große Überschüsse erwirtschaften, sollten sich verpflichten, einen Teil davon abzuführen, etwa an den Internationalen Währungsfonds. Als hoch könnten Überschüsse gelten, wenn sie über 4 Prozent des BIP liegen, und »anhaltend« könnte »länger als zwei Jahre« heißen. Die Abgabe könnte 10 Prozent der Leistungsbilanzüberschüsse ab dem dritten Jahr betragen.

Gewiss kann man gegen eine solche Sanktionierung von Kapitalexporten einige Einwände formulieren. Die vorgeschlagenen Grenzen sind willkürlich gewählt. Für sie gibt es keine volkswirtschaftlichen Begründungen, aber dies gilt auch für die im Vertrag von Maastricht festgelegten Obergrenzen staatlicher Neuverschuldung.

Zudem handelt es sich bei Kapitalexporten in der Regel – allerdings nicht bei China – um privatwirtschaftliche Aktivitäten. Staaten könnten, so ließe sich einwenden, die Investitionsentscheidungen von Bürgern und Unternehmen nicht beeinflussen. Jedoch wirken Regierungen vielfach auf das Verhalten von Unternehmen im Ausland ein, etwa durch die Sanktionierung von Korruption. Regierungen können und sollten den Umfang des Kapitalverkehrs im Auge behalten und gegebenenfalls Maßnahmen zur Eindämmung von Überschüssen ergreifen.

Auch der Transfer von Mitteln an eine internationale Organisation, etwa den Internationalen Währungsfonds, kann kritisch gesehen werden. Allerdings geht es nicht um automatisch erfolgende Transfers. Vielmehr sollen Anreize geschaffen werden, anhaltende Überschüsse zu vermeiden.

Vor allem soll mit der vorgeschlagenen Abgabe eine regulatorische Lücke geschlos-

sen werden. Überschüsse würden sich zwar – bei flexiblen Wechselkursen – korrigieren, aber wenn der Staat interveniert, um eine Aufwertung zu verhindern, ist dieser Mechanismus ausgehebelt. Japan und vor allem China haben genau das ausgiebig getan. Deutschland hat – als Mitglied der Eurozone – große Überschüsse erwirtschaftet, ohne dass dies zu einer massiven Aufwertung der Währung geführt hätte.

Betrachtet man Überschüsse und Defizite als die beiden Seiten einer Kreditbeziehung, wird deutlich, dass die Gläubigerseite beteiligt werden sollte. Die heutige asymmetrische Ordnung – nur die Schuldner haften für die Rückzahlung von Krediten – wurde in der Vergangenheit immer wieder kritisiert, etwa in der Schuldenkrise der 1980er Jahre vom damaligen Chef der Deutschen Bank, Alfred Herrhausen, der 1989 eine stärkere Beteiligung der Gläubiger und damit auch seiner Bank an der Überwindung der Schuldenkrise einforderte. Die heutige Krise ist im Grunde nicht anders zu interpretieren: Ein Teil der Gläubiger wird geschont, was unangemessen erscheint.

Allerdings sind wegen der heutigen Finanzmarktinnovationen die Wirkungszusammenhänge schwerer zu verstehen. Kapitalimporte in die USA, vor allem aus Asien, waren von einer hohen Risikoaversion geprägt. Mit anderen Worten: Asiatisches Kapital floss vorwiegend in risikoarme amerikanische Staatsanleihen. Abgesehen von Wechselkursschwankungen – und selbst diese wurden und werden ja von den Notenbanken kontrolliert – gingen die Investoren kein nennenswertes Risiko ein. Deutsche Landesbanken und die IKB Deutsche Industriebank waren zwar im Grunde ebenfalls risikoscheu und kauften vermeintlich sichere Papiere, hatten aber das Pech, dass die Papiere von den Agenturen als sicher bewertet worden waren, tatsächlich aber eine weit schlechtere Qualität besaßen.

Obwohl die ausländischen Gläubiger Amerikas also nicht direkt in die Risikogeschäfte investierten, haben sie einen

Beitrag zum Entstehen der spekulativen Blase geleistet. Durch die so genannten Innovationen der Finanzmärkte wurden Risiken (Kreditrisiko, Zinsrisiko, Liquiditätsrisiko) separat handelbar und von der Kreditvergabe getrennt. Damit war es möglich, dass Kapital mit einer Präferenz für geringe Risiken in die USA floss und dennoch hohe Risiken im Finanzsektor eingegangen wurden. Diese blieben allerdings – im Falle asiatischer Akteure – weitgehend in den USA. Ein prominentes Beispiel ist die amerikanische Versicherung AIG, die in sehr großem Umfang Kreditausfallversicherungen (»credit default swaps«) verkaufte, ohne für den Fall des Kreditausfalls tatsächlich Vorsorge getroffen und Kapital bereitgestellt zu haben.

Im Ergebnis zeigt sich also, dass ausländische Kapitalexporthure auch indirekt zur Entstehung von Blasen beitragen können und deshalb Mechanismen notwendig sind, die anhaltenden Kapitalexport einschränken. Dieses Thema gehört auf die Tagesordnung der G20.

### **Tobin-Steuer und Börsenumsatzsteuer**

Große, anhaltende Überschüsse fördern also Übertreibungen auf den Finanzmärkten. Neben der direkten Sanktionierung anhaltender Überschüsse wären Transaktionssteuern, also etwa die von James Tobin 1971 vorgeschlagene und nach ihm benannte Steuer, ein Mittel zu deren Eindämmung. Ziel einer solchen Steuer wäre – anders als von Tobin vorgesehen – aber nicht die Stabilisierung von Wechselkursen, sondern die generelle Verteuerung grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs. Zudem könnte mit den Einnahmen aus der Steuer ein Pool geschaffen werden, aus dem im Krisenfall staatliche Stützungsprogramme finanziert werden. Anders als heute würde also nicht der Staat, sondern der Finanzsektor selbst für die Kosten der Rettungsaktionen aufkommen. Ein Nachteil der Tobin-Steuer ist indes, dass sie nicht zielgerichtet wirkt, sondern alle grenzüber-

schreitenden Transaktionen besteuert. Es wird also nicht unterschieden zwischen Transaktionen zur Finanzierung eher nützlicher Aktivitäten, zum Beispiel Direktinvestitionen, und spekulativen Zwecken dienendem grenzüberschreitendem Kapitalverkehr.

Allerdings ist angesichts der aktuellen, massiven Krise zu fragen, ob es nicht generell sinnvoll ist, die Kosten von Transaktionen auf Finanzmärkten zu erhöhen, um einige der Übertreibungen zu bekämpfen, die erst durch die niedrigen Kosten solcher Transaktionen entstanden sind. Es geht um eine Steuer, die vor allem zwei Zielen dient: Erstens wird ein wenig Tempo aus dem gesamten Finanzsektor genommen und zweitens erschließen sich Staaten eine neue, je nach Ausgestaltung der Steuer ertragreiche Einnahmequelle.

Von der Besteuerung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs zu unterscheiden ist eine Börsenumsatzsteuer auf nationaler Ebene. Damit werden Transaktionen innerhalb eines Finanzmarktes besteuert, vergleichbar etwa mit der Grunderwerbssteuer beim Kauf von Immobilien. Auch hier ist das Ziel, die Finanzmärkte zu verlangsamen und spekulative Bewegungen einzudämmen. Eine Börsenumsatzsteuer, die es in Großbritannien seit dem 17. Jahrhundert gibt, böte sich für die Diskussion im Rahmen der G20 an. Die Gefahr, dass Transaktionen auf andere Finanzmärkte verlagert werden, wenn nur einige wenige Finanzmärkte diese Steuer erheben, wäre durch die gemeinsame Einführung dieser Umsatzsteuer reduziert. Das Beispiel Londons zeigt, dass die unilaterale Erhebung einer Börsenumsatzsteuer nicht das Ende eines Finanzplatzes bedeuten muss.

### **Rating-Agenturen**

Allerdings sind die globalen Ungleichgewichte nicht der einzige Bereich, für den über neue Anreizsysteme nachgedacht werden sollte. Rating-Agenturen haben wesentlich zur heutigen wie auch zu

früheren Krisen beigetragen. Die Anreizsysteme waren falsch konzipiert: Erstens zahlte der Emittent, nicht der Käufer eines Wertpapiers die Gebühren der Agenturen. Zweitens fehlte häufig eine zweite, unabhängige Einschätzung der Risiken.

Diese inkonsistente Struktur wird vermutlich weder durch den Markt noch durch die Registrierung der Agenturen bei einer Behörde zu beseitigen sein. Der Staat kann und sollte aber dafür sorgen, dass ein Rating regelmäßig überprüft wird.

Zur Stärkung des Wettbewerbs und zur Veränderung von Anreizstrukturen wäre es denkbar, eine staatliche Rating-Agentur zu schaffen, die die Bewertungen der privaten Akteure unter die Lupe nimmt. Diese Einrichtung sollte nicht aus allgemeinen Steuermitteln, sondern aus einer an den Finanzmärkten erhobenen Umlage finanziert werden. Die Abgabe könnte in Anlehnung an die seit 1694 (!) am Finanzplatz London erhobene Stempelsteuer konzipiert sein, die 0,5 Prozent des Wertes von an der Börse gehandelten Anleihen und Aktien beträgt.

Dieses Modell weist vier Vorzüge gegenüber dem bisherigen auf. Erstens werden die heutigen Rating-Agenturen nicht abgeschafft, sondern ihre Arbeit wird ergänzt. Zweitens wird der Wettbewerb im vorgeschlagenen Zweistufensystem gestärkt, während in der Vergangenheit ein Wettlauf um die vorteilhafteste Bewertung zu beobachten war. Drittens kann das Zweistufensystem auf nationaler Ebene implementiert werden, ohne dass ein globaler Konsens erzielt werden müsste. Viertens würde sich dieses System selbst finanzieren.

## Wechselkurse

Schließlich fehlt das Thema Wechselkursstabilität in Pittsburgh. Zwar standen bei der heutigen – anders als bei zahlreichen früheren Krisen – Wechselkursstürbulenzen nicht im Zentrum des Sturms. Aber Wechselkursschwankungen und die Steuerung von Wechselkursen – siehe China – bleiben ein brisantes Thema. Schon heute zeichnet

sich das Risiko einer deutlichen Schwäche des amerikanischen Dollar ab – und die G20-Staaten sind auf eine Dollarkrise nicht vorbereitet.

## Fazit

Der G20-Prozess ist grundsätzlich nützlich, weist aber bedenkliche Lücken auf. Die Konzentration auf einige Themen (wie Bonuszahlungen) bei gleichzeitiger Ausblendung von wichtigen anderen (wie den globalen Ungleichgewichten) ist problematisch. Denn die nationalen und internationalen Finanzmärkte sollten nach dieser Jahrhundertkrise umfassend und gründlich reformiert werden und die bisher diskutierten Vorschläge reichen hierzu nicht aus. Insbesondere muss über die Rolle der Geldpolitik, über internationalen Kapitalverkehr und über die Stärkung der Bankenaufsicht sehr viel grundsätzlicher nachgedacht werden als bisher.

© Stiftung Wissenschaft und Politik, 2009  
Alle Rechte vorbehalten

Das Aktuell gibt ausschließlich die persönliche Auffassung des Autors wieder

**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 1611-6364