

Sieben Regeln
und ein starker IWF

Zur Neuaufstellung der Weltfinanzen

Stefan Deges

Die größte Rettungsaktion in der Geschichte der Finanzmärkte ist noch in vollem Gange, da steht auch schon die nächste Stufe im Krisenmanagement an: Von Bretton Woods II ist bereits die Rede, also von einem Neuaufbau des Weltfinanzsystems, von einem verbindlichen Regelwerk, das vergleichbare Finanzkrisen in Zukunft verhindert. Die Politik hat sich national und international vorgenommen, die Überwachung des Finanzsektors zu verbessern. Dabei müssen nicht unbedingt vollkommen neue Regeln aufgestellt werden. Es würde schon helfen, wenn bereits bestehende Regeln nicht ohne Weiteres von Institutionen oder Ländern umgangen werden könnten. Das neue internationale Regelwerk sollte sich an sieben Maßgaben orientieren.

Erstens: Finger weg vom Wechselkurs

Anders als die Debatte über die Fehler der Bankmanager suggeriert, begann die Krise nicht an der Wall Street. Vielmehr wurden die internationalen Finanzmärkte mit langem Hebel aus den Fundamenten gerissen. Das lief so: Über Jahre lebten die Amerikaner über ihre Verhältnisse. Um ihren Konsumrausch finanzieren zu können, liehen sie sich Geld im Ausland – bis 2007 insgesamt gut drei Milliarden Dollar am Tag. Mit diesem Geld kauften Amerikaner Waren, die ebenfalls aus dem Ausland stammten – im großen Maße aus der Volksrepublik China. Wenn Geld und Waren so eindeutig nur in eine Richtung fließen, würde im Normalfall die chinesi-

sche Währung automatisch stark gegenüber dem Dollar aufwerten. Das würde Produkte aus China verteuern und amerikanischen Herstellern auf die Beine helfen. Peking aber manipulierte über Jahre den Wechselkurs und pushte so den eigenen Export künstlich. So war der Wechselkurs des Yuan der lange, kräftige Hebel. Wohin eine solche Schiefelage führt, beschrieb der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung bereits in seinem Jahresbericht 2007/08: „Für die Stabilität der internationalen Finanz- und Gütermärkte kommt dem Währungssystem eine wichtige ausgleichende Rolle zu. In den letzten Jahren ist dies jedoch nicht immer zu beobachten gewesen. Der Yuan, die Währung des Landes mit dem höchsten Leistungsbilanzüberschuss in der Welt, hat seit Anfang des Jahres 2004 um rund 9,5 Prozent gegenüber dem US-Dollar aufgewertet. In Anbetracht der sehr hohen und weiterhin steigenden chinesischen Überschüsse erscheint diese Anpassung aber immer noch vergleichsweise gering. Die Ursache hierfür ist in nach wie vor massiven Devisenmarktinterventionen der chinesischen Notenbank zu sehen.“

An diesem Trend hat sich seither nichts geändert. China räumt den USA weiterhin ein gigantisch anschwellendes Kreditvolumen ein, damit die Amerikaner fortwährend mehr konsumieren, als sie sich eigentlich leisten können. Mit den Schuldverschreibungen, die auf Dollar lauten, steigerte Peking seine Währungsreserven auf mittlerweile über 1,8 Billio-

nen Dollar. Wenn die USA nun ihr siebenhundert Milliarden Dollar schweres Rettungspaket schnüren, werden sie abermals auf wohlgesonnene Kreditgeber angewiesen sein. Die Abhängigkeit der USA von massiven Zuflüssen wird zunehmen. Die Schiefelage verstärkt sich also durch die Krisenbekämpfung der USA. „Diese Entwicklungen hängen wesentlich damit zusammen, dass die Währungspolitik seit dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods nicht mehr als eine globale Aufgabe angesehen wird. Es gibt seither keine verbindlichen Regeln für die nationale Wechselkurspolitik. Es ist daher nicht überraschend, dass die damit entstandenen Spielräume von einzelnen Ländern ausgenutzt werden, um eine aus nationaler Sicht optimale Lösung zu erreichen“, beschrieben die deutschen Wirtschaftsweisen vor Jahresfrist die Situation. Deshalb lassen sich Schiefelagen und Krisen nur vermeiden, wenn sich die Welt auf ein Wechselkursregime einigt, das Devisenmarktinterventionen nur in Krisen vorsieht. Und diesem Wechselkurssystem müssen sich auch Länder wie die USA, Japan und China unterordnen.

Zweitens: Geldpolitik ist keine reine Konjunkturpolitik

Die Währungspolitik ist nur ein Spielball der Notenbanken. Ein anderer ist die Zinspolitik. Notenbanker sorgen für Blasen, wenn sie Geld zu billig anbieten, der Zinssatz also zu niedrig ist. Billiges Geld bereitzustellen war im vergangenen Jahrzehnt der ausdrückliche Wunsch der US-Regierungen. Die Ökonomen der Federal Reserve um den damaligen Notenbankchef Alan Greenspan bemühten sich nach Kräften, mit zu niedrigen Zinsen den Konsum anzuheizen. Greenspan selbst sprach einst vom „irrationalen Überschwang“, der die Dotcom-Blase ermöglichte. Dennoch verweigerte sich Greenspan, die Zinsen deutlich anzuhe-

ben, um aus der Blase etwas Luft zu lassen. Zwar befeuerten die USA dadurch in den vergangenen Jahren die gesamte Weltwirtschaft. Aber sie sorgten auch für das beschriebene globale Ungleichgewicht. Wieder klingt das Gutachten der Wirtschaftsweisen hierbei wie ein Orakel: „Die Erfahrung der Vereinigten Staaten zeigt, dass es nicht ausreicht, die Zinspolitik an der aktuellen oder erwarteten Inflationsrate auszurichten. Für eine solche Doppelstrategie bietet der Zwei-Säulen-Ansatz der Europäischen Zentralbank eine gute Voraussetzung. Die Geldpolitik muss neben dem Ziel der Preisstabilität noch mehr als bisher die Stabilität der Finanzmärkte im Auge haben.“ Das bedeutet, dass die Notenbanker künftig viel stärker auf die Blasenbildung Rücksicht nehmen müssen.

Drittens: To big to fail – der Staat muss systembedrohende Banken retten

Die Krise wäre an Europa womöglich vorbeigezogen. Doch die US-Regierung, die bereits einige Institute mit großem finanziellen Aufwand gerettet hatte, wollte die traditionsreiche Investmentbank Lehman Brothers partout nicht am Leben halten. Die Bank musste am 15. September Insolvenz anmelden, was eine weltweite Vertrauenskrise auslöste und in Europa viele Tausend Anleger unmittelbar traf. Merkwürdig war: Wenige Tage zuvor hatte die Regierung die beiden Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac unter staatliche Kuratel gestellt. An beiden Häusern war der chinesische Staat mit mehreren Hundert Milliarden Dollar beteiligt. Und gleich nach der Lehman-Pleite präsentierte US-Finanzminister Henry Paulsen das staatliche Rettungspaket über siebenhundert Milliarden Dollar. Nun darf man darüber diskutieren, warum die USA an einem Tag einen Systemkollaps in Kauf nehmen, am nächsten wiederum nicht. Fest steht allerdings: Den Schaden für die Europäer nahm

Washington in Kauf, während Großgläubiger China, der den USA fast eine Billion Dollar geliehen hat, glimpflich davorkam. Ganz allgemein bedeutet dies: Es gibt keine Regeln, wonach ein Institut gerettet wird oder nicht. Darauf müsste man sich international einigen. Denn die Auswirkungen einer Pleite treffen fast immer eine ganze Reihe von Ländern. Es muss nicht gleich ein internationaler Einlagensicherungsfonds gegründet werden. Aber die Staaten müssen Gewissheit haben, dass sie sich im Notfall auf Partner im Ausland verlassen können. Daher ist international zu regeln, wie sich der Staat verhalten soll, wenn Banken vorübergehend Geldspritzen benötigen oder sogar auf Dauer am Leben gehalten werden müssen, weil sonst Kollateralschäden zu erwarten wären.

Viertens: Es gibt kein Leben neben der eigenen Bilanz

Mit der Krise der vergleichsweise kleinen deutschen Bank IKB erfuhr die Öffentlichkeit auch, dass Banken dazu neigen, riskante Geschäfte in sogenannte Zweckgesellschaften zu verlagern. Damit diese Firmen, die beispielsweise Kreditforderungen bündeln, investieren können, begeben sie kurzfristige Anleihen. Das Schöne an solchen Zweckgesellschaften: Sie tauchen nicht in der Bilanz der Bank auf, zumindest so lange nicht, wie Kredite artig zurückgezahlt und Anleihen ordentlich bedient werden. Ist das nicht der Fall, kommt es zur bösen Überraschung. Die Bank muss die Zweckgesellschaft, die an Wert verliert, in die Bilanz nehmen und Abschreibungen vornehmen. Derlei unerwünschte Überraschung ließe sich verhindern, wenn Finanzinstitutionen verpflichtet wären, einen Mindestanteil der Kreditrisiken in den eigenen Büchern zu behalten. Alle darüber hinausgehenden Ansprüche sollten zumindest in den Zwischen- und Quartalsberichten veröffentlicht werden, um Eigentümern,

Aufsichtsräten, Ratingagenturen und Aufsichtsbehörden ein möglichst präzises Bild vom Zustand eines Instituts zu vermitteln.

Fünftens: Manager müssen für Fehler haften

Es scheint nach den ersten Ankündigungen europäischer Politiker so zu sein, dass sich die Bankmanager auf härtere Zeiten einstellen müssen. Jahrelang hatten sie an einem System verdient, das viele mit Selbstbereicherung gleichstellen. Ohne eigenes finanzielles Risiko überantworteten sie das Geld von Anlegern einem hochriskanten Spiel, ohne Kontrolle für die Stabilität des Finanzsystems jonglierten sie mit Milliardenbeträgen, um das eigene Einkommen zu maximieren. Und selbst wenn sie hinreichend ihre Inkompetenz unter Beweis gestellt hatten, versüßten ihnen nicht selten üppige Abfindungen die neu gewonnene Freizeit. Ein perverses Anreizsystem, das nicht erst in der Finanzkrise Empörung auslöst.

Ob Bundesregierung, EU-Finanzminister oder Vertreter der G7-Staaten – überall steigt nun der Druck auf das Management. Die Politik ist gewillt, in die Lohnfindung einzugreifen, wenn eine Bank nur mit staatlichem Geld vor dem Kollaps gerettet werden kann. Damit dürften auch feudale Abfindungen für „Nieten in Nadelstreifen“ der Vergangenheit angehören. Sodann muss es bald auch darum gehen, Richtlinien für die Gehaltsfindung im Managementbereich zu definieren. Dabei muss der Fehlanreiz eliminiert werden, dass Prämien übermäßig stark von kurzfristigen Gewinnen abhängen, während Manager für Verluste nicht geradestehen müssen. Irrsinnige Boni, die sich nach Angaben der *Süddeutschen Zeitung* allein bei den 13 500 Investmentbankern der Deutschen Bank im Jahr 2006 auf 5,5 Milliarden Euro belaufen haben sollen, stiften zu Fantasiegeschäften und riskanten Deals an, ohne dass Werte ge-

schaffen werden. Neue Regeln sind also wichtig, um die Glaubwürdigkeit des Finanzsystems wiederherzustellen und um zu verhindern, dass Finanzjongleure ihren Arbeitgebern Risiken aufbürden, die selbst einen Global Player in die Knie zwingen. Sollte sich die Finanzbranche wieder einmal als immun gegen ein entsprechendes Regelwerk erweisen, müssen die nationalen Regierungen notfalls gesetzgeberisch tätig werden.

Sechstens: Wer auf dem Finanzmarkt agiert, unterliegt der Regulierung

Wenn Finanzmarktexperten von „Regulatory Arbitrage“ sprechen, meinen sie zumeist Folgendes: Der Banken- und auch der Versicherungssektor unterliegen einer viel intensiveren Regulierung als beispielsweise der Schattenbankensektor, in dem sich Hedgefonds, Geldmarkt- und Investmentfonds, Private-Equity-Unternehmen und Finanzversicherer tummeln. Daher flüchten die Zocker in Sektoren, die am wenigsten reguliert werden. Vom Schattenbankensektor aber geht mindestens dieselbe Gefährdung für das Finanzsystem aus wie vom Bankensektor selbst. Für alle systemgefährdenden Institutionen im Banken- und Schattenbankensektor gilt im Falle einer Krise: Der Staat muss sie retten. Deshalb kann die logische Konsequenz nur lauten: Alle Einrichtungen müssen reguliert werden – nicht nur traditionelle Banken. Obendrein gehören selbstverständlich auch Ratingagenturen, deren zu optimistische Analysen in der Vergangenheit die Krise heraufbeschworen haben, unter Aufsicht gestellt. Dabei sollten sogar Möglichkeiten zu Sanktionen gegen alle Institutionen bestehen, die sich nicht unterordnen wollen. Beispielsweise schlägt der Präsident des Kieler Instituts für Weltwirtschaft (IfW), Dennis Snower, vor: „Wenn sich große Institute nicht der Regulierung unterwerfen wollen, gehören sie auf die schwarze Liste eines Welt-

regulierers.“ Und wer auf dieser Liste steht, darf nicht mehr mitspielen.

Siebtens: Internationale Abstimmung geht vor nationalem Rettungsplan

Es gibt noch ein zweites Schlupfloch, das unter den Begriff „Regulatory Arbitrage“ fällt: Die regulatorischen Vorgaben sind von Land zu Land höchst verschieden. Das wird dem Geschäft der meisten Finanzinstitutionen nicht gerecht. Die Deutsche Bank zum Beispiel beschäftigt doppelt so viele Mitarbeiter im Ausland wie in Deutschland, der angeschlagene amerikanische Versicherungsriese AIG hat mehr Kreditderivate und Versicherungspolicen im Ausland verkauft als in den USA. Hedgefondsmanager leben zwar oft in New York, doch ihre Fonds sind auf Karibikinseln angemeldet. „Die globalen Aktiva sind von 12 000 Milliarden Dollar im Jahr 1980 auf fast 200 000 Milliarden Dollar im Jahr 2007 angeschwollen. Ihr Wachstum übersteigt das der weltweiten Wirtschaftsleistung und des Handels bei Weitem. Ein zunehmender Anteil dieses Kapitals liegt nicht mehr in den USA und Europa, sondern in Ostasien und den Golfstaaten“, erklärt der Yale-Ökonom Jeffrey Garten. Angesichts der zunehmenden Verflechtung der Finanzwelt greifen nationale Regulierungsstandards zu kurz. Kapital ist mobil, es wandert von einer Sekunde auf die andere dorthin, wo die Regeln am niedrigsten sind und der Spielraum der Zocker am größten. Neu ist diese Erkenntnis nicht. Auch vor der Subprimekrise gab es Regeln. Doch die USA fühlten sich nicht daran gebunden. Darin lag auch die Dominanz der Wall Street begründet. Das Finanzsystem ist global zu koordinieren. Die Regulierung muss international abgestimmt sein und darf kein Land, vor allem keines mit großem Finanzmarkt, außen vor lassen.

Einmal angenommen, die Staatengemeinschaft einigt sich auf ein Regelwerk,

das eine derartige Aufsicht beinhaltet. Dann stellt sich sehr bald die Frage, wer das Finanzsystem künftig überwachen soll. Die G7 scheinen nicht geeignet. Die Gruppe der sieben führenden Industrienationen ist nicht ausreichend legitimiert, da wichtige Akteure wie China, Brasilien und andere dort nicht vertreten sind. „Das Weltfinanzsystem wird man nicht neu aufstellen können, ohne auch Russland, China, Indien und andere als gleichberechtigte Partner ins Boot zu holen“, sagte der Vorsitzende der Euro-Gruppe, Jean-Claude Juncker, kürzlich in einem Interview mit dem *Rheinischen Merkur* (Nummer 42/2008). Auch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) – die sogenannte Zentralbank der Zentralbanken – fällt aus, weil sie keine operative Funktion wahrnimmt. Ähnliches trifft auf das Forum für Finanzstabilität (FSF) zu, das die Überwachung vielleicht unterstützen kann, aber mangels Personal nicht selbst durchzuführen vermag. Bliebe der Internationale Währungsfonds (IWF), doch der hat in dieser Krise lange keine Rolle gespielt. Ohnehin leidet der Fonds unter chronischem Liebesentzug. In Asien und Afrika leihen sich die Länder lieber Geld bei der chinesischen Zentralbank; Südamerika wird von den bolivianischen und venezolanischen Petrodollars bei Laune gehalten. Die Krise des IWF ist so gewaltig, dass der neue Direktor Strauss-Kahn ein Sechstel des Personals entlassen musste. China interessiert sich, wie beschrieben, nicht für die IWF-Regeln zur Wechselkurspolitik. Und obwohl die Gremien des Fonds von jeher stark amerikanisch dominiert sind, unterwanderten die Vereinigten Staaten lange Zeit Kontrollversuche, die der IWF satzungsgemäß bei US-Banken anstrebte. Es scheint, dass eine Aussage des britischen

Soziologen Anthony Giddens aus den 1990er-Jahren immer noch Gültigkeit besitzt: „Die Machtlosigkeit, die wir erleben, ist kein Zeichen persönlichen Unvermögens, sie spiegelt die Mängel unserer Institutionen wider.“

Dennoch wäre es sinnvoll, den IWF zu einer Art Superkontrollbehörde auszubauen. Denn der Fonds ist bereits heute mit ähnlichen Aufgaben betraut. Gemeinsam mit der Weltbank überwacht der IWF im sogenannten Financial Sector Assessment Program (FSAP) das Finanzsystem. Das FSAP besteht im Wesentlichen aus drei Komponenten: *erstens* Früherkennung von Systemanfälligkeiten, *zweitens* Empfehlungen zur Entschärfung möglicher Systemschwächen und *drittens* Entwicklung internationaler Standards zur Ausbreitung von Good Governance und Glaubwürdigkeit. Sogar kritische Felder wie Währungspolitik und Zahlungsbilanzen fallen in den Aufgabenbereich des IWF. All das wird in Zukunft noch stärker gefragt sein. Theoretisch also böte es sich an, den IWF zur zentralen Kontrollinstanz der Finanzmärkte auszubauen.

Ob die Staatengemeinschaft sich in ihrem angekündigten Gipfelmarchon darauf einigen kann? Die aktuelle Krise wird enormen Schaden hinterlassen. Das erhöht die Chance, dass alle Nationen nach gemeinsamen Regeln suchen und deren Überwachung einer zentralen Kontrollinstanz übertragen. Problematisch bleibt ohne Frage vor allem eine Beschneidung der nationalen Freiheit bei der Wechselkurspolitik. Auch hier gibt es einen Hoffnungsträger: In vielen Ländern Asiens ist die Inflation mittlerweile so hoch, dass eine flexiblere Wechselkurspolitik Milderung verspricht. Manche Staaten haben bereits gehandelt und die Bindung zum Dollar gelockert.