

## Das Ende des amerikanischen Modells

Warum die Finanzkrise in den USA eine Zeitenwende markiert

*Heribert Dieter*

**Das Modell einer weitgehend unregulierten und nur schwach kontrollierten Finanzwirtschaft ist durch die aktuelle Krise diskreditiert worden. Die amerikanische Regierung sieht sich gezwungen, mehrere milliardenschwere Rettungspakete zu schnüren, um einen Zusammenbruch des Finanzsystems zu verhindern und die Kreditwürdigkeit der USA gegenüber ausländischen Gläubigern zu sichern. In den kommenden Jahren muss ein neues Modell der Organisation von Finanzmärkten entwickelt werden, mit dem sich die Entstehung spekulativer Blasen und einer Weltfinanzkrise, wie wir sie heute erleben, verhindern lässt. Dabei fällt Europa eine Schlüsselrolle zu.**

Die schlechten Nachrichten aus den USA scheinen kein Ende nehmen zu wollen. Von Entspannung oder gar Überwindung der Krise kann bislang keine Rede sein. Nachdem zunächst die beiden weltgrößten Immobilienfinanzierer, Freddie Mac und Fannie Mae, de facto verstaatlicht worden sind, gehört nun auch die weltgrößte Versicherung, die American International Group (AIG), dem amerikanischen Staat. Im Zentrum des kapitalistischen Systems führt künftig also die Regierung Regie. Dass sie notleidende Kredite im Umfang von bis zu 700 Milliarden Dollar übernehmen will, mag jene erleichtern, die damit dem Staat die Verantwortung für ihre Fehlinvestitionen aufbürden können. Im Kern jedoch kommt dieser Schritt einer Bankrotterklärung für diejenigen gleich, die lange Zeit die Vorzüge eines deregulierten, sich selbst

überlassenen Finanzsektors gepriesen haben.

Die letzten zwei Jahrzehnte waren geprägt von der Dominanz angelsächsischer Finanzmärkte und extrem liberaler Positionen. In vielen OECD-Ländern galt es als erstrebenswert, die eigenen Finanzmärkte nach dem Vorbild der USA zu organisieren. Bereits seit dem Ende des Regimes von Bretton Woods Anfang der siebziger Jahre verfolgten die USA und andere angelsächsisch geprägte Länder eine Politik der weitreichenden Deregulierung und Liberalisierung des Finanzsektors. Dieses Modell ist nun gescheitert. Die Bush-Regierung, gestartet als Verfechterin der reinen Lehre unregulierter Märkte, hinterlässt der nächsten amerikanischen Führung eine enorme Privatisierungsaufgabe und ein noch gewaltigeres Haushaltsrisiko.

## Der lange Weg zu Subprime

In der aktuellen Diskussion wird oft übersehen, dass die amerikanische Subprime-Krise, die in der Anlagenkategorie der minderwertigen Hypothekenkredite ihren Ausgang nahm, kein isoliert zu betrachtendes Ereignis ist. Spätestens seit Mitte der neunziger Jahre hatten zahlreiche Experten immer wieder vor den Übertreibungen der Finanzmärkte gewarnt, ohne dass dies in Washington oder den Hauptstädten anderer OECD-Länder zu deutlichen Reaktionen geführt hätte. Alan Greenspan, langjähriger Vorsitzender der US-Notenbank, zeigte sich schon 1996 besorgt angesichts irrationaler Übertreibungen an den amerikanischen Finanzmärkten. In ähnlicher Weise äußerten sich auch wiederholt renommierte Institutionen wie die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich. Doch diese Mahnungen wurden nicht zur Kenntnis genommen. Zwischen Greenspans eigenen Warnrufen und der von ihm geprägten Geldpolitik der Federal Reserve Bank tat sich ein Widerspruch auf.

Dafür ist eine Reihe von Gründen verantwortlich. Ein wichtiger Faktor ist die enge personelle Verzahnung der Finanzmärkte mit der amerikanischen Politik. 1998 kritisierte der US-Handelsökonom Jagdish Bhagwati in einem vielbeachteten Artikel den »Wall Street-Treasury Complex«, also die enge Verbindung zwischen Finanzmärkten und Finanzministerium. Über Jahre hinweg gab es eine Zusammenarbeit, die sich auch personalpolitisch niederschlug. Sowohl der jetzige Finanzminister Henry Paulson als auch einige seiner Vorgänger wechselten von leitenden Positionen an der Wall Street in die Regierung.

Ebenso wichtig wie diese personellen Verflechtungen ist der Umstand, dass die amerikanische Notenbank den Interessen der Wall Street stark entgegenkam. Die Politik der Federal Reserve in der Ära Greenspan hat wesentlich zur heutigen Krise beigetragen. Immer wieder wurden Finanzmarktkrisen durch eine extrem laxen Geldpolitik kuriert. Die Notenbank stellte viel billige Liquidität für die Finanzmärkte zur

Verfügung und erweckte damit den Eindruck, dass diese unter dem besonderen Schutz der amerikanischen Regierung stünden.

Greenspan bewahrte die Finanzmärkte gleich mehrfach vor den Folgen ihrer eigenen Fehler. Das erste Mal wandte er seine Rettungsmaßnahmen 1987 an, nachdem die Aktienkurse am 19. Oktober um 22,6 Prozent abgestürzt waren. In den folgenden Jahren reagierte die Federal Reserve immer wieder mit Hilfsaktionen auf Turbulenzen – nach dem ersten Golfkrieg 1991, der Mexikokrise 1994/95, der Asienkrise 1997/98, der LTCM-Krise 1998, dem Platzen der sogenannten Dotcom-Blase 2001 und den Terroranschlägen vom 11. September 2001. Die USA sind heute also keineswegs mit einer gänzlich neuen Art von Krise konfrontiert. Entscheidend ist vielmehr, dass die Instrumente der Notenbank zur Rettung der Finanzmärkte nicht mehr funktionieren, weil man sie endgültig überdehnt hat. Das Kartenhaus ist einfach zu groß und instabil geworden, um durch eine Politik niedriger Realzinsen und reichlicher Liquiditätsversorgung noch vor dem Einsturz bewahrt werden zu können.

Ihren Ausgang nahm die aktuelle Krise damit, dass Banken massenhaft Immobilienkredite an einkommensschwache Kunden vergaben. Von Beginn an war fraglich, ob diese Hauskäufer in der Lage sein würden, die Darlehen zu bedienen. Die Chance dazu hätten sie selbst bei steigenden Immobilienpreisen nur dann gehabt, wenn gleichzeitig ihre Realeinkommen gestiegen wären. Das war in diesem Jahrzehnt aber nur bei einer Minderheit von weniger als fünf Prozent der US-Bevölkerung der Fall. Bereits an dieser Stelle hat die amerikanische Finanzaufsicht versagt: Die Behörden hätten die Vergabe von Krediten ohne ein Mindestmaß an Einkommen und Sicherheiten untersagen müssen.

Allerdings hat die Krise erst durch sogenannte Finanzinnovationen ihre heutige Dimension erreicht. Die Verbriefung von Hypothekenkrediten, das heißt die Bündelung von 3000 bis 10 000 Einzelkrediten

zu einem an der Börse handelbaren Wertpapier (*asset backed security*), ermöglichte es den emittierenden Banken, die Kreditrisiken weiterzuverkaufen, um so neue Geschäftsaktivitäten beginnen zu können. Zwischen 100 und 300 dieser Wertpapiere wurden von den emittierenden Banken dann in sogenannte *collateralized debt obligations* (CDOs) verpackt. Im Endeffekt konnte eine CDO also zwischen 300 000 und drei Millionen Einzelkredite enthalten.

Damit nicht genug: Banken investierten in diese Anlagenart mittels sogenannter strukturierter Investitionsfirmen (SIV), die nicht in den Bankbilanzen geführt werden mussten. Zweifellos nutzten Banken in Amerika und Europa dabei Schlupflöcher in der Bankenaufsicht. Allerdings tolerierten die Aufseher diese Praxis auch lange Zeit; erst bei Ausbruch der Krise zogen sie die Zügel an.

Dabei war es kein Geheimnis, dass Anlageinstrumente außerhalb der Bankbilanzen existierten. Die Ratingagentur Moody's etwa veröffentlichte Ende 2006 eine Liste von SIVs, ohne dass Bankenaufseher oder Anleger daraus irgendwelche Schlüsse gezogen hätten. Insofern sind die heutigen Forderungen, zur Verhinderung künftiger Krisen müsse die Transparenz erhöht werden, empirisch schlecht zu begründen. Die Engagements waren nicht nur bekannt, sondern wurden auch als gefährlich eingestuft, etwa von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

Unklar blieb bei diesem komplexen Modell von Anfang an, wer letztlich das Risiko eines Kreditausfalls trägt. Mit der Einführung neuer Formen der Kreditverwaltung war, wie sich nun deutlich zeigt, das Risiko ja keineswegs verschwunden – es wurde lediglich verschleiert. Bei diesem Unterfangen erhielten die amerikanischen Investmentbanken, etwa Merrill Lynch, Lehman oder Bear Stearns, argumentative Schützenhilfe aus Wissenschaft und Politik. Insbesondere die amerikanische Finanzwissenschaft stützte die Annahme, mittels elaborierter Risikoprognose lasse sich die Gefahr einer schweren Finanzkrise

ausschalten. Zwar hatten diese Modelle bereits mehrfach versagt, etwa bei der Asienkrise 1997/98 und beim Zusammenbruch des Hedgefonds Long-Term Capital Management im Jahr 1998. Dennoch hielten Finanzmarktakteure und Aufsichtsbehörden bis zur jetzigen Krise daran fest, dass man die Risiken durch hochkomplexe Prognoseverfahren kontrollieren könne. Weder in den USA noch in Europa wurde die Gültigkeit dieser Modelle hinterfragt.

Nicht vergessen werden darf, dass Bilanzierungsinnovationen die Krise verschärft haben. Jahrzehntlang waren Aktiva mit ihrem historischen Wert verbucht worden. Kritiker monierten, dass damit Risiken in den Bilanzen verschleiert werden könnten. Die Innovation bestand in der Bewertung zu Marktpreisen – dies bedeutet, dass Aktiva mit den jeweils gültigen Marktbewertungen in der Bilanz zu führen sind. Als Motiv für diese Neuerung wurde der Zuwachs an Transparenz genannt. Marktteilnehmer haben allerdings eingeräumt, dass der wesentliche Anreiz für die veränderte Bewertung in dem Interesse von Mitarbeitern bestand, zur Steigerung von Bonuszahlungen aktuell realisierte Gewinne zu berücksichtigen. Die Bilanzierung zu Marktpreisen zwingt selbst dann zu Abschreibungen, wenn die betreffende Bank die Aktiva gar nicht veräußern will. Die amerikanische Bilanzierungsrichtlinie 157, in Kraft seit November 2007, hat insofern zur Verschärfung der Krise beigetragen, als Notverkäufe Dritter seither in der eigenen Bilanz berücksichtigt werden müssen.

### **Sozialisierung der Lasten**

Die Rettungsaktionen von Finanzminister Henry Paulson und Notenbankchef Ben Bernanke führen zu einer Sozialisierung der Lasten, die durch die Krise entstanden sind. Die Begründung für die vom Umfang her beispiellosen Maßnahmen lautet, dass damit ein Zusammenbruch des Finanzsystems verhindert werden könne, der alle Bürger des Landes treffen würde. Dieses

Argument lässt sich nicht überprüfen. Offenkundig ist jedoch, dass aus der Begründung für die Rettungsaktionen ein klarer Regulierungsauftrag abgeleitet werden muss. Wenn Finanzinstitutionen wie Freddie Mac, Fannie Mae oder AIG zu groß für ein geregeltes Konkursverfahren sind, dann ist es fahrlässig, solchen Unternehmen kein enges Regelkorsett anzulegen. Dass nun ein Maßnahmenpaket mit einem Volumen von 700 Milliarden Dollar geschürt wurde, um weite Teile des US-Finanzsektors vor den Folgen seines eigenen Handelns zu bewahren, offenbart das Versagen demokratischer wie republikanischer Regierungen der letzten zwei Jahrzehnte und der von ihnen angewandten Modelle.

Vor dem Hintergrund des Milliarden-Blankoschecks für den Finanzsektor und der großen Rettungsaktionen für die Investmentbank Bear Stearns, die beiden Immobilienfinanzierer und die Versicherung AIG mutet der Konkurs der Investmentbank Lehman wie ein Bauernopfer an. Faktisch hätte eine Rettungsaktion für Lehman nur einen Bruchteil dessen gekostet, was nun das große Hilfspaket an Mitteln beansprucht. Es hat den Anschein, als habe die amerikanische Regierung den Bankrott des Unternehmens in Kauf genommen, um den Eindruck einer unnachgiebigen Haltung gegenüber dem Finanzsektor zu erwecken. Gleichzeitig ließ sich der Lehman-Konkurs nutzen, um die Bevölkerung auf die anschließenden Rettungsaktionen einzustimmen.

Die amerikanische Regierung muss allerdings nicht nur gegenüber den eigenen Bürgern, sondern auch gegenüber ausländischen Geldgebern Vorsicht walten lassen. In den Tagen vor dem Lehman-Konkurs wurde auf den Finanzmärkten erstmals eine mögliche Zahlungsunfähigkeit der US-Regierung ins Kalkül einbezogen. Zwar wurde die Wahrscheinlichkeit eines solchen Falles als sehr gering bewertet. Doch bereits die Spekulationen darüber sind ein Alarmsignal ersten Ranges.

Es bleibt die Frage, ob die Politik der US-Regierung geeignet ist, die Akteure auf den amerikanischen Finanzmärkten von einer Wiederholung ihres risikoreichen Handelns abzuhalten. Bislang sind diejenigen, die verantwortlich sind für die größte Finanzkrise aller Zeiten, nicht zur Rechenschaft gezogen worden. Einige Spitzenmanager haben ihre Posten verloren, ohne dass sie jedoch auf exorbitante Abfindungszahlungen verzichten müssten. Einige Tausend Mitarbeiter amerikanischer und europäischer Banken haben ihren Arbeitsplatz eingebüßt. Allerdings haben vor allem die Mitarbeiter der Investmentbanken auch über Jahre hinweg extrem hohe Gehälter bezogen. Am Rande sei vermerkt, dass die Lehman-Zentrale in New York wenige Tage vor dem Zusammenbruch der Bank die Summe von acht Milliarden Dollar von der Tochtergesellschaft in London abgezogen hat. Während die Konkursverwalter der Londoner Tochter bislang noch nicht einmal die Zahlung der Gehälter für den Monat September gewährleisten können, wird für die New Yorker Mitarbeiter ein Abfindungspaket im Umfang von 2,5 Milliarden Dollar vorbereitet, das sich auch aus der Londoner Überweisung speisen soll.

### **Rasche Genesung?**

Die Perspektiven für eine rasche Genesung der US-Volkswirtschaft sind eher schlecht. Amerikanische Verbraucher werden künftig einen sehr viel größeren Teil ihres Einkommens sparen müssen. Angesichts der krisenbedingt stark steigenden Kreditaufnahme des Staates müssen sowohl die Verbraucher als auch die Unternehmen mehr sparen. Die einzige volkswirtschaftliche Alternative dazu ist die Steigerung der Kreditaufnahme im Ausland über das heutige Niveau von 800 Milliarden Dollar pro Jahr hinaus. Die Sparquote der amerikanischen Haushalte bewegte sich in den letzten Jahren bei ein bis zwei Prozent des Einkommens. Damit war sie deutlich niedriger als etwa in Deutschland, wo die Quote seit Jahren bei über zehn Prozent liegt. In

Zukunft werden die Amerikaner weniger konsumieren können, und dies wird auch die Nachfrage in der Weltwirtschaft dämpfen. Als »Konsumenten der letzten Instanz« für die globale Ökonomie fallen die US-Bürger mittelfristig jedenfalls aus.

Die amerikanische Wirtschaft ist nach den letzten Rettungsaktionen noch nicht aus dem Schneider. Zu viele Probleme, auch außerhalb des Finanzsektors, harren der Bewältigung. Die Volkswirtschaft der USA ist schon seit Jahren nicht mehr besonders wettbewerbsfähig. Wenngleich es nicht schwerfällt, den einen oder anderen Weltmarktführer aus den Vereinigten Staaten zu benennen, kann sich das Gros der Unternehmen selbst bei einem relativ niedrig bewerteten Dollar gegen Mitbewerber nicht durchsetzen. Die anhaltend hohen Handelsbilanzdefizite der USA bestätigen die Überlegenheit der ausländischen Konkurrenz.

In einzelnen Schlüsselindustrien, etwa beim Automobilbau, stehen amerikanische Produzenten auf verlorenem Posten. Der kleinste von ihnen, Chrysler, ist auf außer-amerikanischen Märkten ein Nischenanbieter. General Motors und Ford stecken seit langem in der Krise, verlieren jedes Jahr Marktanteile und haben, zusammen mit Chrysler, die US-Regierung vor wenigen Wochen um eine Finanzhilfe von 50 Milliarden Dollar gebeten. Der Fortbestand der drei großen amerikanischen Automobilhersteller kann keineswegs als gesichert gelten.

Noch ist offen, wie viele Banken die schwere Krise nicht überstehen werden. Ken Lewis, Chef der Bank of America und Erwerber der Investmentbank Merrill Lynch, rechnet damit, dass die Hälfte der heute 8500 amerikanischen Kreditinstitute in Konkurs gehen wird. Dies wäre zwar noch immer eine geringere Zahl als während der Großen Depression der dreißiger Jahre, in der insgesamt 11 000 Banken ihre Schalter schließen mussten. Allerdings waren die einzelnen Institute damals auch sehr viel kleiner als heute.

Keine Bagatelle ist die Ausweitung der amerikanischen Staatsverschuldung infolge

der Krise. Auch wenn sich die genauen Beiträge der Steuerzahler gegenwärtig noch nicht beziffern lassen, ist klar, dass auf den US-Haushalt gewaltige Belastungen zukommen. Im Jahr 2009 wird das Defizit immerhin schon knapp 500 Milliarden Dollar betragen. Angesichts düsterer Aussichten für die amerikanische Konjunktur ist Besserung hier nicht in Sicht.

Es ist offenkundig, dass dem künftigen US-Präsidenten eine Schlüsselrolle bei der Bewältigung der Krise zufallen wird. Allerdings verfügt keiner der beiden Bewerber über profunde wirtschaftspolitische Kenntnisse. Man kann keineswegs ausschließen, dass sich die Geschichte der dreißiger Jahre wiederholen wird. Genau wie heute erlitt die amerikanische Volkswirtschaft damals eine schwere, vom Finanzsektor ausgehende Krise. Die ersten Stabilisierungsversuche unter Präsident Herbert Hoover verschärfen die Situation noch. 1930 verabschiedete der Kongress den Hawley-Smoot Act, der eine massive Anhebung des amerikanischen Zollniveaus nach sich zog. Die USA hatten wesentlich zum Ausbruch der Weltwirtschaftskrise beigetragen und reagierten darauf mit einer protektionistischen Handelspolitik. Zwischen 1929 und 1933 schrumpften die Export- und Importvolumina des Landes um 50 Prozent.

Noch schwerwiegender war die Tatsache, dass der neugewählte Präsident Franklin D. Roosevelt den Bemühungen um eine Stabilisierung der internationalen Wirtschaftsbeziehungen im Sommer 1933 eine Absage erteilte. Mit seiner Entscheidung entzog er den Versuchen, die internationale Finanzordnung durch eine gemeinsame Initiative wiederherzustellen, die Geschäftsgrundlage. Für Roosevelt hatte die Gesundung der amerikanischen Volkswirtschaft Priorität; der internationalen wirtschaftspolitischen Zusammenarbeit, die man heute als *Global Economic Governance* bezeichnen würde, sprach er nur eine geringe Bedeutung zu.

Die Situation des Jahres 2008 lässt besorgniserregende Parallelen erkennen. Bereits im Vorwahlkampf spielten protektionistische Positionen insbesondere bei

Hillary Clinton und Barack Obama eine große Rolle. Es ist nicht völlig auszuschließen, dass Washington angesichts der Dimensionen der Krise einen handelspolitischen Abschottungskurs einschlagen wird. Schließlich sind Globalisierungsängste in den USA weit verbreitet, und für das amerikanische Handelsbilanzdefizit werden oft in einseitiger Weise ausländische, insbesondere asiatische Akteure verantwortlich gemacht.

Diese Konfliktlinie könnte sich weiter verschärfen, wenn ausländische Akteure einzelne Maßnahmen der amerikanischen Regierung einer juristischen Prüfung unterziehen lassen. Denkbar ist, dass die Unterstützung für den amerikanischen Finanzsektor als unzulässige Staatsbeihilfe gewertet wird. Dies gilt in besonderem Maße für international operierende Finanzinstitute. Noch problematischer wären Hilfen für die amerikanische Automobilindustrie, gegen die europäische und asiatische Länder mit großer Wahrscheinlichkeit Beschwerde bei der Welthandelsorganisation (WTO) einlegen würden.

### **Die Wahrnehmung in anderen Ländern**

Die Finanzkrise schwächt die Position Amerikas auf dem Feld der internationalen Beziehungen und ist in ihren negativen Folgen für das Ansehen des Landes vermutlich nur mit dem Irakkrieg zu vergleichen. Auf diese Weise erhält die US-Politik die Quittung dafür, dass sie über Jahrzehnte hinweg mit aggressiven Maßnahmen die Liberalisierung und Deregulierung der Finanzmärkte in anderen Ländern durchgesetzt hat.

Ein prominentes Beispiel für diese Politik ist die Asienkrise, in der Washington eine unrühmliche Rolle spielte. Insbesondere Südkorea wurde im Dezember 1997 die Versorgung mit Liquidität verweigert, was die damalige Krise verschärfte und in dem Land einen Unmut erzeugte, der bis heute nicht abgeklungen ist. Der stark von den USA beeinflusste Internationale Wäh-

rungsfonds (IWF) zwang Südkorea, ein weitreichendes Auflagenpaket zu akzeptieren, das auch die Verpflichtung enthielt, das Land für Direktinvestitionen zu öffnen. Dabei wurde die Analyse der Asienkrise maßgeblich von amerikanischen Beobachtern geprägt, die den in Bedrängnis geratenen Ländern Vetternwirtschaft (*crony capitalism*) vorwarfen. Die Art und Weise, mit der heute der US-Finanzsektor vor den Konsequenzen seiner eigenen Fehler bewahrt wird, sorgt in Asien und anderen Regionen der Welt für entsprechend große Verbitterung.

Die Regierung Bush hat zudem in den Freihandelsabkommen der letzten Jahre Bestimmungen durchgesetzt, die Schutzmaßnahmen kleinerer Volkswirtschaften gegenüber spekulativen Kapitalzuflüssen verhindert haben. Solche Regeln finden sich in den Abkommen mit Chile und Singapur. Auch hier vertrat die amerikanische Regierung die Einschätzung, dass es nicht sinnvoll sei, die Finanzmärkte in ein zu enges Regulierungskorsett zu zwingen.

Die USA haben nun bereits die zweite schwere Finanzkrise innerhalb von zwei Jahrzehnten zu verkraften. Ende der achtziger Jahre waren zahlreiche Spar- und Darlehenskassen in Bedrängnis geraten; mehr als 700 Geldinstitute wurden geschlossen. Auch jener Krise lagen Übertreibungen im US-Immobilienmarkt zugrunde. Sie war allerdings – im Unterschied zur heutigen Situation – ein rein amerikanisches Problem. Zwar hat auch die damalige Rettungsaktion den amerikanischen Steuerzahler rund 125 Milliarden Dollar gekostet, doch ausländische Akteure waren nahezu nicht betroffen.

### **Die beginnende Reformdiskussion**

In Europa ist während der letzten Tage der Ton gegenüber Washington sehr viel schärfer geworden. Europäische Politiker haben die Aufforderung von Finanzminister Paulson, eigene Stützungsmaßnahmen für die Finanzmärkte einzuleiten, abschlägig beschieden. Weit über diese Absage hinaus

reichen die Vorschläge des italienischen Finanzministers Giulio Tremonti – er brachte eine Neuauflage des Regimes von Bretton Woods ins Gespräch. Dieser Vorschlag muss schon deshalb zur Kenntnis genommen werden, weil Italien im kommenden Jahr den Vorsitz der G 8 innehaben wird. Das 1944 beschlossene Bretton-Woods-System unterschied sich vor allem durch staatlich fixierte Wechselkurse und Beschränkungen des internationalen Kapitalverkehrs von der heutigen Ordnung.

Angesichts der heftigen Turbulenzen, zu denen die amerikanische Krise weltweit geführt hat, ist tatsächlich zu fragen, inwieweit unregulierter internationaler Kapitalverkehr sakrosankt bleiben muss. Es hat sich gezeigt, dass eine Reihe von Akteuren, etwa die IKB und deutsche Landesbanken, die Immobilienmärkte in den USA falsch einschätzten. Die Annahme, moderne Finanzmärkte würden Informationen effizient verarbeiten und angemessene Preissignale senden, kann heute nicht mehr uneingeschränkt gelten. Das klassische Bankgeschäft, vom britischen Finanzminister Alistair Darling als »good old-fashioned banking« bezeichnet, stellte die persönlichen Beziehungen zwischen Kreditgeber und Kreditnehmer in den Mittelpunkt. Dabei war eine exakte Kenntnis der lokalen Märkte erforderlich. Auf angelsächsischen Finanzmärkten, also auch in Großbritannien und Australien, dominierte hingegen die Annahme, ein erfolgreiches Risikomanagement könne von unabhängigen Akteuren, in der Regel Ratingagenturen, effizienter wahrgenommen werden. Diese Annahme ist widerlegt. Es stellt sich daher die Frage, ob das Regime von Bretton Woods, das durch die Beschränkung des Kapitalverkehrs für eine gewisse Trennung der nationalen Finanzmärkte sorgte, dem heutigen unregulierten System nicht überlegen war.

Allerdings lassen die Erfahrungen der letzten Jahre daran zweifeln, dass es zu weitreichenden Reformen kommen wird. Bislang haben die Befürworter unregulierter Finanzmärkte stets die Oberhand behal-

ten. Nur wenige Länder, zum Beispiel China, beschränken heute noch den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr. Von den USA werden kaum Maßnahmen zur Reduzierung der internationalen Geldflüsse zu erwarten sein, weil das Land ohne die stete Zufuhr ausländischen Kapitals in eine noch tiefere Krise geraten würde.

### **Die Lehren für Europa**

Während der letzten Jahre hat Europa in den finanzpolitischen Diskussionen nicht an Gewicht gewonnen. Die Erwartung, dass die Einführung der Gemeinschaftswährung zu einer Stärkung der europäischen Stimme führen würde, blieb unerfüllt. Während die USA viel unternahmen, um ihre Positionen durchzusetzen, konzentrierte sich Europa auf vergleichsweise sekundäre Diskussionen (etwa zur Frage, wer den Posten des Geschäftsführenden Direktors beim IWF besetzen soll). Die in Heiligendamm vorgestellte Initiative von Bundeskanzlerin Merkel zur intensiveren Überwachung der Finanzmärkte ist bisher, wegen Widerständen aus den USA und Großbritannien, nahezu folgenlos geblieben. In der Debatte zur internationalen Finanzpolitik haben sich zwar einzelne Akteure zu Wort gemeldet, doch anders als bei der Handelspolitik spricht Europa in der Finanzpolitik nicht mit einer Stimme. In Hinblick auf *Global Economic Governance* gingen in den letzten Jahren von Europa keine bedeutenden Initiativen aus.

Offenkundig wurde die Sprachlosigkeit der europäischen Politik nach der Asienkrise von 1997/98, der bis dahin größten Finanzkrise der Nachkriegszeit. In den USA bildete man mehrere Kommissionen, die sich mit der Zukunft des internationalen Finanzsystems beschäftigten. Eine dieser Kommissionen – eingesetzt vom US-Kongress und geleitet vom Ökonomen Alan Meltzer – veröffentlichte einen vielbeachteten Bericht. Auch der *Council on Foreign Relations* widmete sich der Thematik. In Europa gab es keine vergleichbaren Bemü-

hungen. Solange man sich in der EU aber nicht um die Entwicklung eigener Positionen bemüht, wird eine Diskussion mit den Amerikanern auf gleicher Augenhöhe nicht möglich sein.

In den seltenen Fällen, in denen einflussreiche europäische Akteure einen Diskurs mit amerikanischen Politikern geführt haben, zeigte sich ein bemerkenswerter Diszens. Beispielsweise vertrat Otmar Issing, Chefvolkswirt der Europäischen Zentralbank bis 2006, in einer Kontroverse mit Alan Greenspan zu Beginn des Jahrzehnts die Auffassung, Zentralbanken hätten sehr wohl die Aufgabe, entstehende Blasen bei Vermögenswerten, ob bei Aktien oder Immobilien, zu bekämpfen. Fraglos überzeugt die Position Issings heute sehr viel mehr als jene des einstigen Notenbankchefs Greenspan.

Die Krise auf den internationalen Finanzmärkten wäre weniger gravierend, wenn im Welthandel nicht vergleichbare Probleme zu lösen wären. Die Welthandelsorganisation kann die laufende Runde nicht zum Abschluss bringen, und auch das hat mit der Politik der USA zu tun. Bilaterale Abkommen unterminieren die WTO ebenfalls. Das heutige Regime von *Global Economic Governance* wird immer mehr ausgehöhlt; sowohl die USA als auch die Europäische Union tragen hierfür ein erhebliches Maß an Verantwortung. Angesichts des Ausmaßes der Finanzkrise und der Probleme bei der Regulierung des internationalen Handels wäre es wichtig, im multilateralen Rahmen nach Lösungswegen zu suchen. Es fehlt jedoch an einer schlagkräftigen Institution zur Regulierung der weltweiten Wirtschaftsbeziehungen. Der IWF ist seit Jahren in der Kritik, auch weil Amerika und Europa es versäumt haben, ihn umfassend zu modernisieren. Erschwerend kommt hinzu, dass der IWF jahrelang genau jene Finanzinnovationen, die jetzt zur Krise führten, als wegweisend angepriesen hat. Anders als die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich hat der IWF nicht vor den Fehlentwicklungen im amerikanischen Immobiliensektor gewarnt.

Die Finanzkrise in Amerika markiert eine Zeitenwende, deren ganzes Ausmaß sich vermutlich erst in einigen Jahren offenbaren wird. Unklar ist gegenwärtig, ob es zu einer Weltwirtschaftskrise kommen wird, die mit jener der dreißiger Jahre vergleichbar ist. Die amerikanische Politik zeigt in dieser Situation nur wenig Bereitschaft, vorbehaltlos über eine Neuordnung der internationalen Wirtschaftsbeziehungen zu diskutieren. Umso größer ist die Chance der Europäischen Union, in dieser Debatte eine prägende Rolle zu spielen. Sollte sich Amerika der Diskussion verschließen, müsste Europa zusammen mit anderen Akteuren über Regulierungsoptionen ohne Washington nachdenken, ähnlich wie dies in der Klimapolitik mit dem Kyoto-Protokoll geschehen ist. Eine erste Voraussetzung für eine neue internationale Finanzpolitik besteht jedenfalls darin, die unreflektierte Übernahme angelsächsischer Modelle zur Organisation von Finanzmärkten aufzugeben.

© Stiftung Wissenschaft und Politik, 2008  
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