

Globale Ursachen – globale Lösungen der Finanzmarktkrise

24. November 2009,
d.a.i. Tübingen

Prof. Dr. Henrik Enderlein
Professor für Politische Ökonomie
Hertie School of Governance, Berlin

Überblick

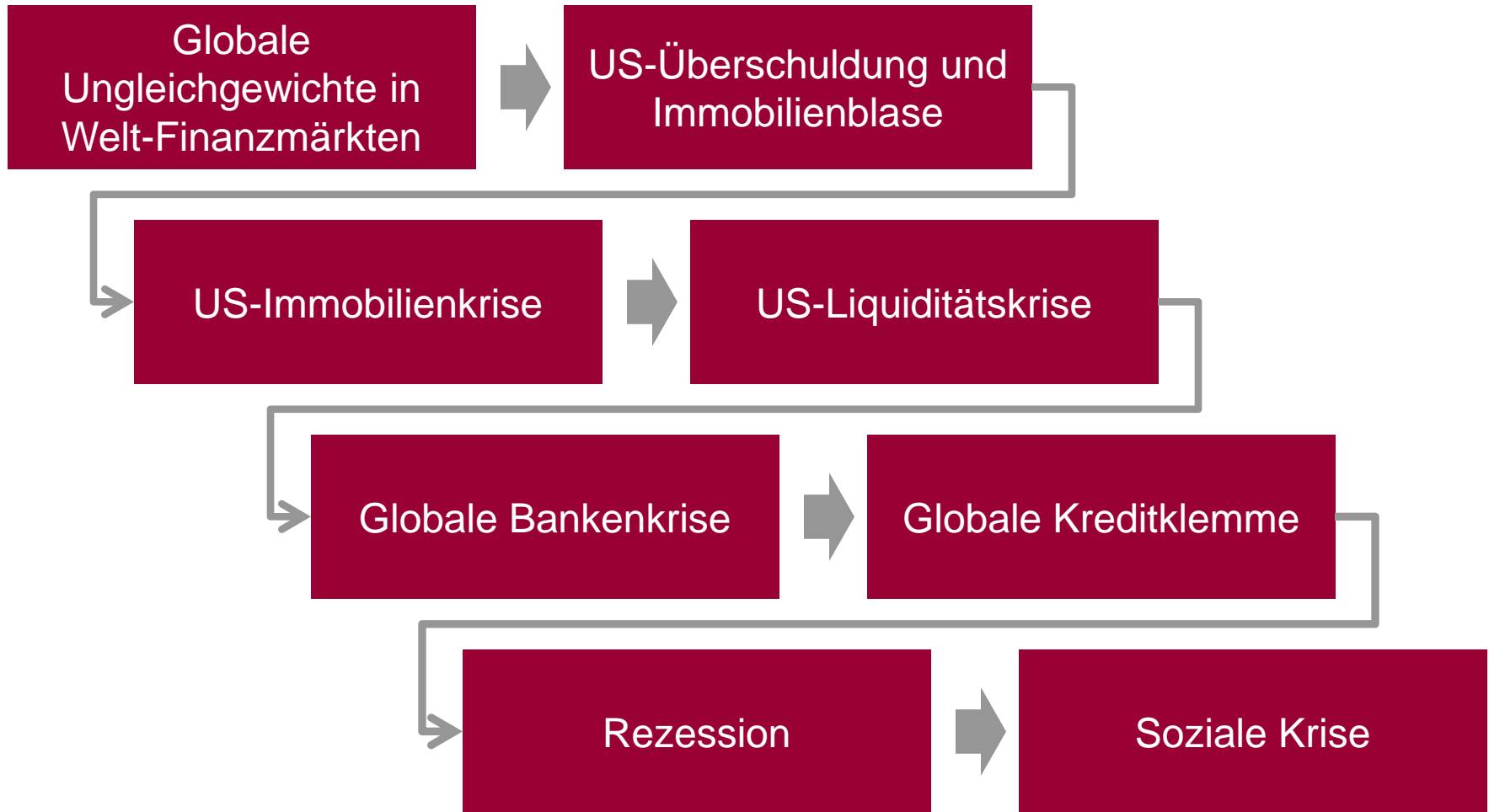
- Bilanz der Krise
 - Rückblick: Warum kam es zu dieser Krise?
 - Globale Ungleichgewichte in den Weltfinanzmärkten
 - Verfehltes Risikomanagement bei den Banken
 - Verfehlte Wirtschaftspolitik – besonders auf globaler Ebene
 - Blick nach vorn: die Krise ist noch lange nicht vorbei
 - Soziale Krise – national und global
- Welche Probleme sind noch ungelöst?
- Warum ist „Global Economic Governance“ gescheitert?
 - Paradoxie: Die Krise ist global, Antworten sind national
 - Institutionelle Implikationen: Für ein internationales Frühwarnsystem

Krise – welche Krise?

- Hank Paulson, 13 March 2007
 - “The fallout in subprime mortgages is going to be painful to some lenders, but it is largely contained.”
 - *“Die Problem der Ausfälle von subprime-Hypotheken wird einige Kreditgeber schmerzen, ist aber weitgehend unter Kontrolle.”*
- Ben Bernanke, 17 May 2007
 - “We believe the effect of the troubles in the subprime sector on the broader housing market will be limited and we do not expect significant spillovers from the subprime market to the rest of the economy or to the financial system”
 - *“Wir glauben, dass die Auswirkungen der Probleme im subprime-Sektor auf den Immobilienmarkt in seiner Gesamtheit gering sein werden, und wir erwarten keine externen Effekte durch den Subprime-Markt auf den Rest der Wirtschaft oder das Finanzsystem.”*

I. BILANZ DER KRISE

Die Kausalkette



Krisenmanagement nicht ausreichend

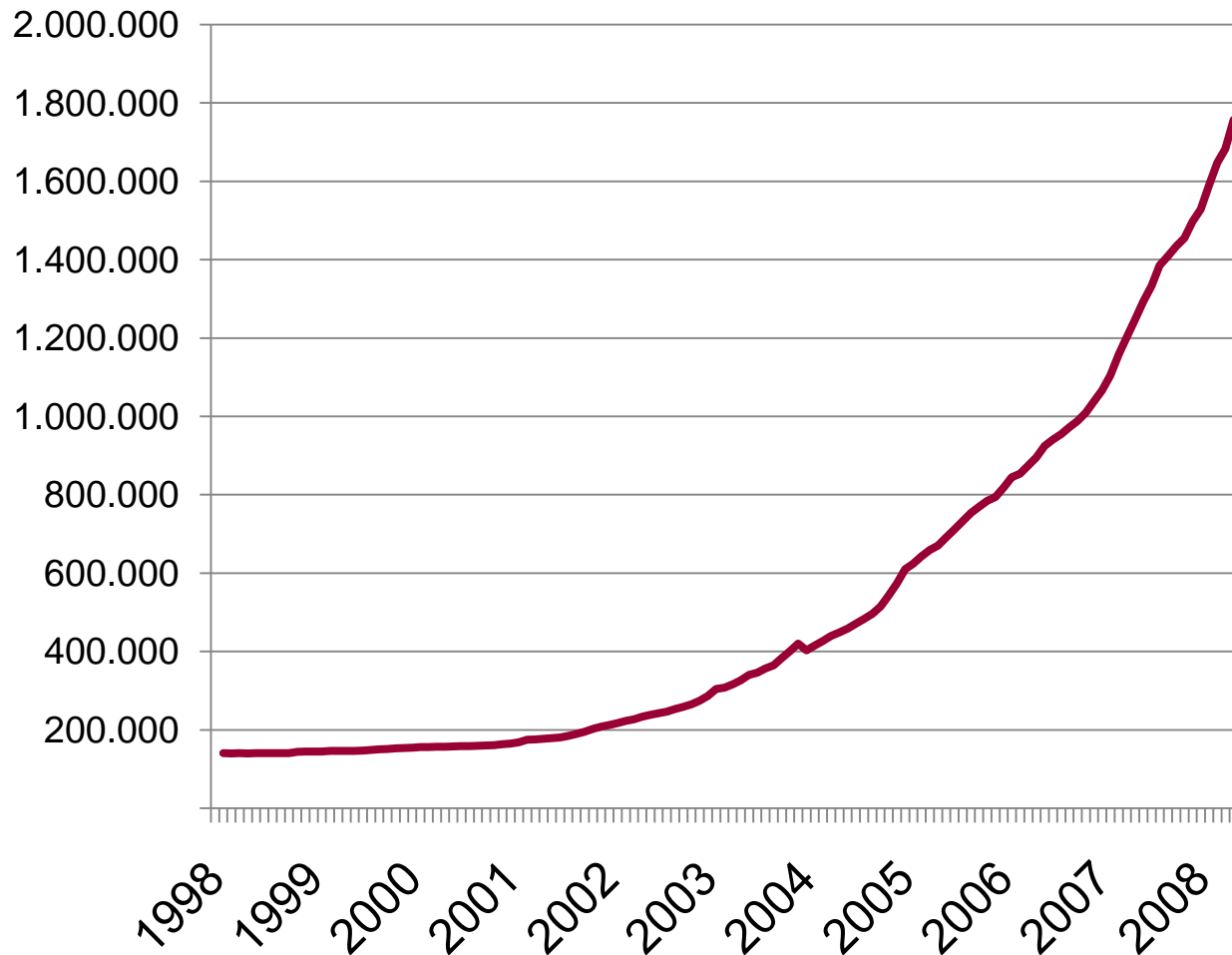
Paradoxie: Krise ist global, Antworten sind national



Globale Ungleichgewichte in den Finanzmärkten

- “Chimerica” als Beispiel: Zahlen von vor der Krise
 - Die USA benötigen 2 Milliarden \$ pro Tag an Kapitalzuflüssen
 - 23,000 \$ pro Sekunde
 - US-Leistungsbilanzdefizit = 6,5% des BIP
 - China kauft US-Anleihen
 - Preise steigen, Zinsen fallen
 - Devisenreserven Chinas = 1 Billion \$ (heute 2 Billionen)
 - 10% des BIP fließen außer Landes
- Konsequenz: Niedrige US-Zinsen
 - Immobilien boomen
- Rationales Verhalten aller Akteure
 - USA: Niedrige Zinsen, günstige Importe, geringe Inflation
 - China: “Export-led growth”, unterbewertete Währung, Investitionen

Chinesische Dollarreserven (in Mio USD)



Globale Ungleichgewichte jenseits von „Chimerica“

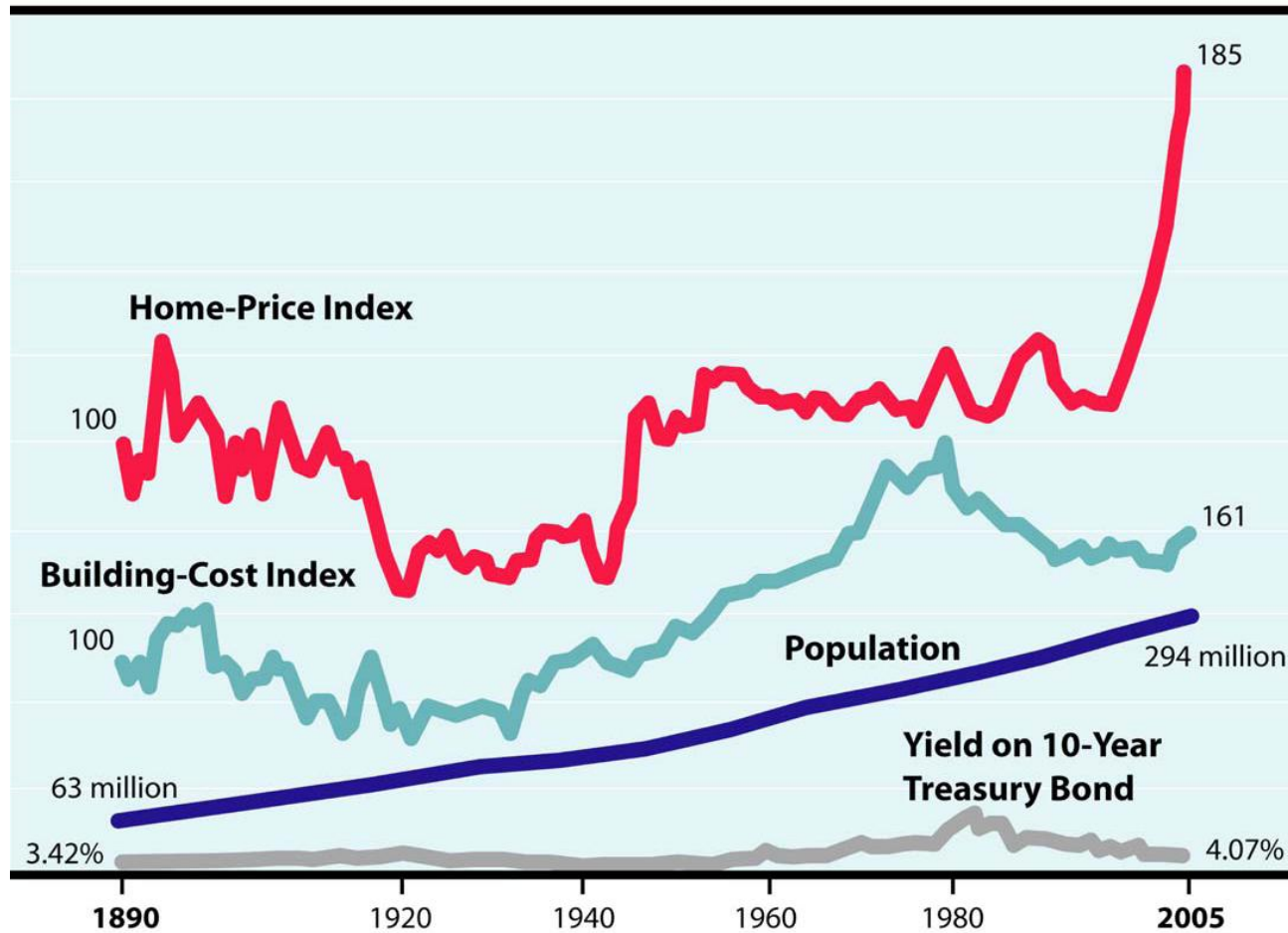
- Viele Länder sind Risiken eingegangen
 - Kapitalimporteure
 - US, Spain, UK, Australia, Turkey, CEE
 - Kapitalexporteure
 - China, Russia, Japan, Oil producing countries, Germany
- Schwellenländer haben ihre externen Finanzpositionen deutlich vergrößert
 - Kombination aus Währungsreserven und Kapitalzuflüssen
 - Starke externe Finanzierung
- Zusätzliche Probleme
 - “Carry trades”
 - Hohe Fluktuation der Rohstoff- und Lebensmittelpreise

Die US-Immobilienblase

- Günstige Kreditkosten
 - Rolle der Fed?
 - Aber Zinssätze sind nicht der einzige Auslöser
- Stark steigende Preise
- Variable Zinssätze mit Refinanzierungsversprechen
 - “Subprime”
 - “ARM” (adjustable rate mortgages)
- Zusammenbruch der Immobilienpreise führt zu Zwangsversteigerungen
 - 1,3 Millionen Fälle im Jahr 2007
- Direkte Verluste weltweit: ca. 400 Milliarden \$
- IWF: Kosten der Krise insgesamt: ca. 10.000 Milliarden \$
 - Pro Erdbewohner: 1.500 \$

Der Case-Shiller-Haus-Preis-Index

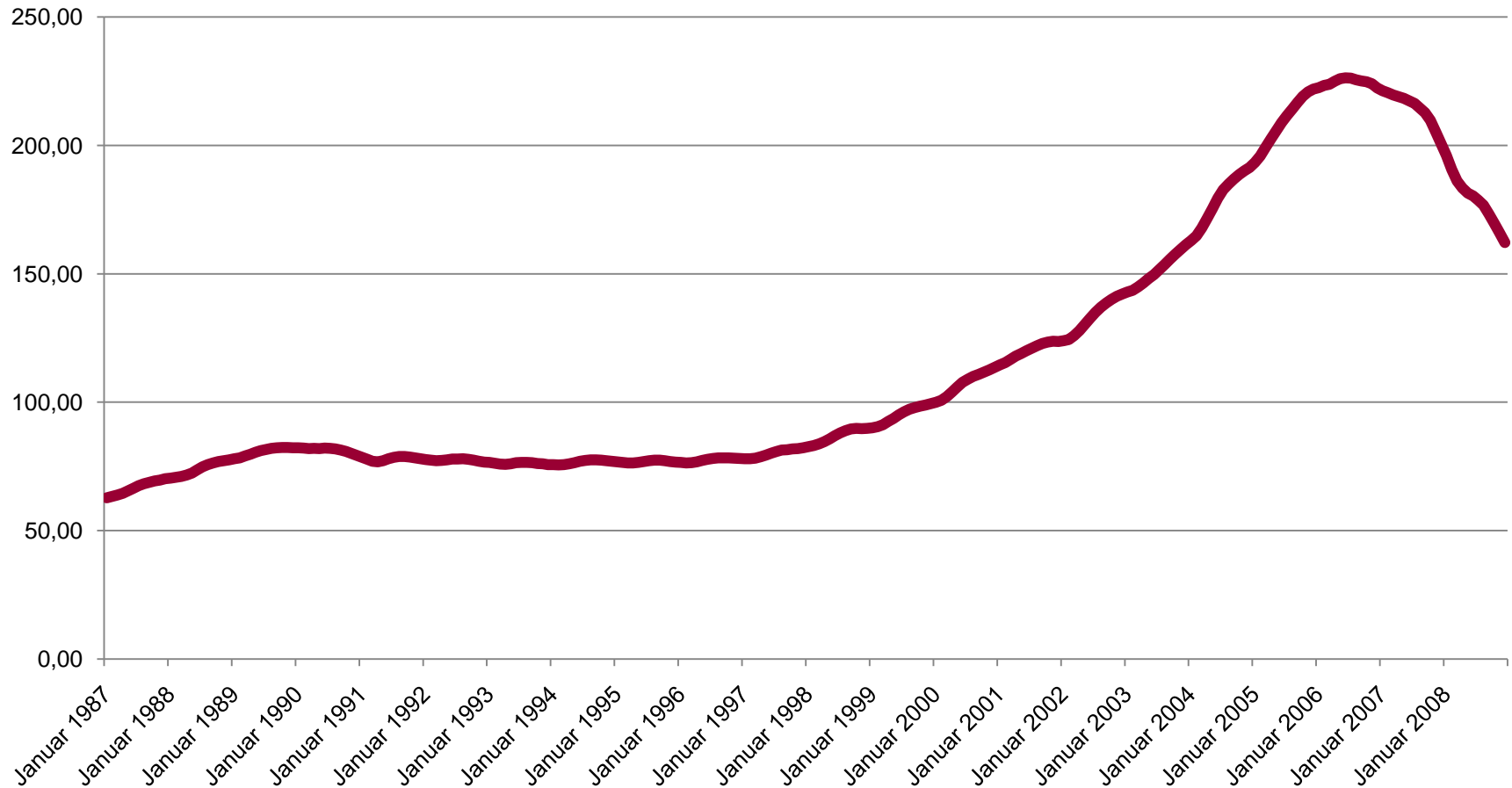
Inflation-adjusted U.S. home prices, Population, Building costs, and Bond yields (1890–2005)



Source: *Irrational Exuberance*, 2d ed. (Fig. 2.1)

Wann ist der Boden erreicht?

Case-Shiller Home Price Index



Von der Immobilien- zur Finanzkrise

- Ansprüche aus Immobilienkrediten wurden verkauft
 - “Securitization”
 - MBS = Mortgage backed securities
 - CDO = Collateralized debt obligations
 - Oft als Sicherheiten (“collaterals”) im Geldmarkt verwendet
- Sehr geringe Transparenz, aber hohe Ratings
 - Bear Stearns: „*High Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund*“
- Banken werden zu Direktinvestoren
 - Suggestierte Sicherheit – deshalb hohe Hebelsätze
 - Gescheitertes Risikomanagement

Liquiditätsknappheit bringt das System zum Erliegen

- August 2007: Der Geldmarkt funktioniert nicht mehr
 - Geschäftsbanken leihen einander kein Geld mehr
 - EZB und Fed stellen Liquidität bereit
- Seitdem instabiler Geldmarkt und labile Banken
 - Sicherheiten (“collaterals”) als Schlüsselproblem
- Rating Agenturen reagieren spät (1. u. 2. Quartal 2008)
 - Deshalb zwei Krisenphasen
 - Sommer 2007
 - Herbst 2008
- September 2008: weltweiter Einbruch des Interbankenmarktes
 - Massiver Zielkonflikt für Zentralbanken und Regierungen
 - Vermeidung systemischer Risiken versus “Moral Hazard”
 - Bear Stearns versus Lehman Brothers

Transmissionskanäle in die Realwirtschaft

- Kreditvergabe nimmt drastisch ab
 - Banken parken Geld bei den Zentralbanken
 - Niedrige Zinsen werden nicht weitergegeben
- Risikobewertung im System kaum möglich
 - Banken faktisch insolvent
- Konsumkrise
 - Sparquoten steigen an (vor allem in den USA)
- Kein stabilisierender Anker
 - Fast alle Regionen der Welt wurden symmetrisch getroffen
 - Dominoeffekte
- Drei Rettungsstrategien
 - Konjunkturpakete
 - Bankenrettung (“Bad Bank”)
 - Bessere Regulierung → Problem kollektiven Handelns (G20)

Welche Konsequenzen?

- Soziale Krise
 - Arbeitslosigkeit und steigende Ungleichheit in OECD-Ländern
 - Stark eingeschränkter Handlungsradius öffentlicher Haushalte
 - Krise der Entwicklungs- und Schwellenländer
 - Kapitalzuflüsse gehen deutlich zurück
 - Zwischen 2007 und 2009 ein Rückgang von Kapitalzuflüssen um 82%
- Mögliche Fortsetzung der Bankenkrise
 - Weiterhin Giftpapiere in den Bilanzen
 - Niedrige Zentralbankzinsen werden nicht weiter gegeben
 - Einige Banken sind weiterhin nah an der Insolvenz (nicht Illiquidität)
 - Gibt es Alternativen zu (Teil-)Verstaatlichungen?
- Geopolitische Implikationen
 - Stehen Währungs- und Schuldenkrisen noch aus?
 - Soziale Unsicherheitsfaktoren in vielen Regionen
 - Herausforderung: Umweltpolitik in Zeiten wirtschaftlicher Schwäche

II. EINZELNE LÄNDER UND PROBLEMBEREICHE

Problembereich 1: USA

- “No, he can’t”
- Das Schuldenproblem ist nicht unter Kontrolle
 - Durchschnittlicher Schuldenstand von US Haushalten \$150.000
 - Das entspricht zweieinhalb Durchschnittsjahreseinkommen eines Haushaltes: \$60.000
 - Sparquote muss positiv bleiben (von -0.5% auf 7%, jetzt 3%)
 - Haushaltsdefizit 08-09: 12,4% des BIP (4x Maastricht!)
- Ergebnis: Deutlicher Konsumrückgang
 - Anteil des Konsums am BIP aber bei 70%
- Versuchung: Inflation und schwacher Dollar
 - Beste Möglichkeit die Schuldenproblematik zu lösen
 - Schwacher Dollar
 - “Export-led growth”

Problembereich 2: Europa

- **Starke Divergenzen in der Finanzpolitik**
 - Schuldenfinanzierte Nachfragesteuerung in Frankreich
 - 2010, Defizit von 8,5 Prozent / BIP
 - Schuldenbremse in Deutschland
- **Starke Divergenzen in der Wachstumspolitik**
 - Frankreich ist konsum- und importorientiert
 - Deutschland ist spar- und exportorientiert
- **Frage 1: Welche Entwicklung für den Euro?**
 - Schlüsselrolle der EZB
- **Frage 2: Welche gemeinsame Finanzpolitik?**
 - Notwendigkeit eines gemeinsamen Neuanfangs

Problembereich 3: Deutschland

- Dilemma 1
 - Finanzpolitische Konsolidierung stärkt den Euro
 - Schwächt Exporte (40% Euroraum, 20% Rest-EU, 40% Welt (8% USA))
- Dilemma 2
 - Lohnzurückhaltung schwächt die Nachfrage
 - Kurs des Zeitraums 1999-2006
- Dilemma 3
 - Steuerimpulse verpuffen über die Sparquote
 - Defizit und Verschuldung schon jetzt zu hoch
 - Konsumanteil droht schwach zu bleiben
- Keine endgültige Entscheidung in der Bundesregierung
 - Koalitionsvertrag wirtschaftspolitisch noch offen

Problembereich 4: China

- Notwendiges Ende des “exportorientierten Wachstums”
 - Doppelter Auslöser
 - Die Krise senkt die Nachfrage nach chinesischen Gütern
 - Der Wert des Yuans wird steigen müssen
- Wie kann China sich weiter entwickeln?
 - Sparquote = 40% / BIP → Ersparnisse verlassen das Land
 - Konsumquote = nur 30% / BIP
 - Wie kann China den Binnenkonsum stärken?
 - Notwendigkeit eines Bankensystems
 - Notwendigkeit einer Sozial- und Rentenversicherung
 - Umbau kann nur mittel- bis langfristig erfolgen
- Mögliche politische Implikationen
 - Die Entstehung einer echten Mittelklasse stellt eine Bedrohung für das System dar.

III. DIE ZUKUNFT VON GLOBAL ECONOMIC GOVERNANCE

Interpretationen der Krise

- Doppelttes Scheitern
 - Bankenkrise: Scheitern der Regulierung
 - Globale Ungleichgewichte: Scheitern von Global Economic Governance
- Globale Finanzmarktstabilität und globale Regulierung als globale öffentliche Güter
 - Nicht-Ausschließbarkeit und Nicht-Rivalität
 - Aber: Nutzenmaximierung der Nationalstaaten
 - Lösung des Problems kaum möglich
- Desiderat Weltwirtschaftsregierung
 - Keine unabhängige Instanz zur Erbringung dieser Güter
 - Kein Frühwarnsystem

Welche Anforderungen an Global Economic Governance?

- Frühwarnsystem
 - Muss Gefahren erkennen
 - Muss bei Warnungen gehört werden
 - Muss unabhängig sein
 - Muss Reputation besitzen
- Internationale Finanzinstitutionen („IFIs“) vollkommen ungeeignet
 - IWF und Weltbank
 - Aufaddierung nationaler Interessen
- Unabhängigkeit als Schlüsselfaktor
 - Vergleich mit Zentralbanken
 - Output- statt Input-Legitimität
 - Frage: Zielkonflikt Effektivität/Legitimität

Ein globales Sekretariat für Währungs- und Finanzfragen

- Basierend auf G7-Rat der Finanzminister und Notenbankchefs, aber:
 - Mit eigenem Sekretariat
 - Mit unabhängigem Generalsekretär
 - Mit klarem Mandat zur Erbringung des Kollektivguts
- G12 besser als G20
 - Pittsburgh weitgehend ergebnislos
- Zukunft IWF
 - Eigentliche Aufgabe obsolet (Bretton-Woods)
 - Finanzierungsmodell grotesk
 - Einnahmen aus Instabilität des Finanzsystems
 - Think-Tank-Funktionen exzellent (gemeinsam mit Weltbank)
 - Ausbauen ggf. auch mit OECD
 - Frage: „Lender of Last Resort“-Funktion

Schlussbemerkungen I

- Resist:
 - Protektionismus
 - „Race to the bottom“ in der Lohnpolitik
- Rethink:
 - Wohlfahrtsstaat in finanziell klammen Zeiten
- Refocus:
 - Präferenzen der Finanzpolitik
 - Nationale ökonomische Modelle
- Rediscover:
 - Global Economic Governance

Schlussbemerkungen II

- Steigende Aktienkurse beenden die Krise nicht!
 - Eine W-Rezession ist weiter möglich
 - Konsequenzen über die reine Wirtschaftspolitik hinaus
 - Soziale Krise
- Wie schaffen wir eine Regierbarkeit der Weltwirtschaft?
 - Innovative Lösungen sind gefragt
 - Nationalstaatlichen Antworten im G20-Kontext sind ernüchternd
- Regieren jenseits von Markt und Staat
 - Ansonsten: Globalisierung als Opfer ihres eigenen Erfolgs