

Langhammer, Rolf J.; Neuberger, Doris; Polleit, Thorsten; Wagner, Hermann A.; Collier, Irwin L.

**Article — Published Version**

## G-20-Gipfel in London: Ein Durchbruch zur Regulierung der Finanzmärkte?

Ifo-Schnelldienst

**Provided in Cooperation with:**

Kiel Institute for the World Economy (IfW)

*Suggested Citation:* Langhammer, Rolf J.; Neuberger, Doris; Polleit, Thorsten; Wagner, Hermann A.; Collier, Irwin L. (2009) : G-20-Gipfel in London: Ein Durchbruch zur Regulierung der Finanzmärkte?, Ifo-Schnelldienst, ISSN 0018-974X, Ifo-Institut für Wirtschaftsforschung, München, Vol. 62, Iss. 11, pp. 3-16

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/28762>

**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.*

Reichen die auf dem G-20-Gipfel beschlossenen Maßnahmen aus, die Finanzmärkte zu regulieren und die Wahrscheinlichkeit zukünftiger Krisen zu senken?

## Koordinierte Risikoüberwachung auf globaler Ebene erforderlich

Der Beschlüsse des G-20-Gipfels dienen in erster Linie der Krisenüberwindung und in zweiter Linie dem Versuch, ein abgestimmtes Verhalten von nationalen Regulierungsbehörden gegenüber risikoträchtigen Finanzmarktprodukten einschließlich der Disziplinierung von Regulierungssoasen herbeizuführen. Jenseits beider Ziele bleiben aber vier Probleme ungelöst. Diese Probleme beleuchten schlaglichtartig die Schwachstellen des G-20-Gipfels und seiner Beschlüsse:

- Auf eine globale Krise wird mit einer Vielzahl von zum Teil diffusen nationalen Maßnahmen reagiert, deren Stoßrichtung die Stützung wichtiger nationaler Industrien beziehungsweise der Binnennachfrage ist. Selbst hochentwickelte Integrationsgemeinschaften wie die EU können in der Krise offensichtlich nicht an Profil gegenüber den Nationalstaaten gewinnen. Trittbrettfahrerverhalten kleiner Länder, die auf die Wirkung der Programme wichtiger Partner hoffen, wird dabei ebenso in Kauf genommen wie mögliche desintegrierende Effekte, wenn sich die nationalen Maßnahmen auf die Rettung heimischer Arbeitsplätze konzentrieren und grenzüberschreitende Wertschöpfungsketten behindern. Der Londoner Gipfel diene erstens dazu, auf ein höheres Maßnahmenvolumen einiger Länder zu drängen, zweitens, direkte protektionistische Effekte in Grenzen zu halten und drittens, durch gegenseitige Informationen über die Maßnahmenpakete ein Mindestmaß an Koordination zu erzielen.
- Es sind gerade die Länder mit den größten Problemen exzessiver privater Verschuldung und kollabierender Immobilienmärkte, wie die USA, oder in Europa Spanien, die die stärksten fiskalischen Ankurbelungsmaßnahmen,

gemessen an ihrem Bruttoinlandsprodukt, ergreifen. Die Gefahr ist groß, dass sie sich dabei übernehmen, weil an die Stelle – oder schlimmer an die Seite – des hochverschuldeten privaten Sektors nun ein hochverschuldeter Staat tritt. Er könnte zukünftig den Kampf gegen aufkommende Inflationserwartungen für zweitrangig erklären, weil er sich, statt Steuern zu erhöhen, von der Alternative der Entschuldung durch Inflation weniger politischen Widerstand erwartet. Die USA würden damit als Partner im Kampf gegen Inflation ausscheiden, während es innerhalb des Euroraums zu tiefgreifenden Spannungen über ein frühes und entschlossenes Bekämpfen von Inflationserwartungen kommen könnte. Diese Spannungen könnten auch zum Ausgangspunkt einer künftigen neuen Krise werden, wenn die Verschuldung der Staaten von den Märkten als nicht beherrschbar bewertet würde. Länder mit geringeren Problemen, wie Japan oder auch China, lassen trotz quantitativ ansehnlicher Programme (China) nicht vom Ziel ab, realen Aufwertungen ihrer Währungen entgegenzuwirken, soweit es ihnen möglich erscheint. Sie sehen die Neuausrichtung ihrer Wirtschaft auf den Binnenmarkt statt auf den Weltmarkt in der Krise als zu risikobehaftet an, was den Arbeitsmarkt anlangt, und stützen daher nach wie vor die Exportausrichtung. Dadurch ist ihr Beitrag zur Linderung eines globalen Nachfrageschocks viel kleiner, als er sein könnte.

- Das Problem globaler Leistungsbilanzungleichgewichte und impliziter Dollarbindungen der Wechselkurse von Rohstoff- und Industriegüterexporteuren von Entwicklungs- und Schwellenländern ist von der G-20 beiseite gelassen worden. Diese Länder haben die Bindung an den Dollar auch bei fallendem Dollar gegenüber anderen Wäh-



Rolf J. Langhammer\*

\* Prof. Dr. Rolf J. Langhammer ist Vizepräsident des Instituts für Weltwirtschaft an der Universität Kiel.

rungen beibehalten. Diese Bindung diene drei Zielen. Erstens sollte ein Reservepolster gegenüber Phasen einer Rohstoffpreisbaisse geschaffen werden. Zweitens sollten Spekulationen gegen ihre Währung wie bei der Asienkrise 1997 entmutigt werden. Drittens, sollte damit eine Art Versicherungsprämie entrichtet werden, damit ausländische Kapitalgeber in diesen Ländern einen sicheren Hafen für ihre Anlagen sahen und nicht plötzlich ihr Kapital abzogen (was sie aber dann letztlich doch getan haben). Damit bleibt nach wie vor die Quelle von Liquidität offen, die es den öffentlichen wie privaten Haushalten in den USA erst ermöglicht hat. Defizite derartiger Größenordnungen aufzubauen. Es gibt zurzeit kein Anzeichen dafür, dass diese Politik geändert wird. Zwar diskutieren die Golfstaaten über eine Währungsunion, deren gemeinsame Währung wahrscheinlich eine schwächere Bindung zum Dollar und eine stärkere zum Euro haben dürfte. Bis zu Einführung einer gemeinsamen Währung dürfte allerdings noch Zeit verstreichen. China wiederum lässt sich auch schon deshalb nicht auf eine stärkere Aufwertung ein, weil dies das Problem der Arbeitslosigkeit, die die Beschäftigten in den Exportbranchen schon erreicht hat, noch verstärken und somit weitere Spannungen zwischen den peripheren und den zentralen Regionen schüren dürfte. So werden beide Ländergruppen ihren Beitrag dazu leisten wollen, dass erstens der Wert ihrer Dollarreserven in heimischer Währung nicht schwindet und sie somit Verpflichtungen in heimischer Währung nicht teurer bezahlen müssen, zweitens sie ihre Exportsektoren nicht zusätzlich zur bereits bestehenden Nachfrageschwäche über eine Aufwertung belasten und sie drittens den USA sehr schmerzhaft Korrekturen in den privaten wie öffentlichen Vermögensbilanzen zumindest vorübergehend ersparen, indem sie nicht den Dollarraum verlassen.

Ein bedeutender Beitrag der G-20-Konferenz hätte darin bestanden, dieses seit vielen Jahren bestehende und bekannte Problem zumindest in seiner Wichtigkeit anzusprechen. Eine Reform der globalen Finanzarchitektur kann dieses Problem nicht umgehen.

- Das Institutionenvakuum besteht weiterhin. Institutionelle Schwachstellen in der monetären Ordnung werden dann marginal und nicht grundsätzlich behandelt, wenn die Krise ausgebrochen ist, aber nicht präventiv. Das war 1997 so, und das ist auch jetzt so. Salopp formuliert sind die bestehenden Institutionen, in erster Linie der Internationale Währungsfonds, aber auch das Finanzstabilitätsforum (FSF), Gewinner der Krise. Ihr Bedeutungsverlust spiegelte sich noch vor einem Jahr in dramatisch sinkenden Ausleihvolumina des Fonds sowie in der Schattenrolle des FSF wider. Jetzt wird der Fonds finanziell aufgerüstet, und auch der FSF soll mit seiner Umbenennung in Financial Stability Board (FSB) und einer inhaltlichen Ausdehnung des Mandats sowie der Mitgliedschaft über die G-7 hinaus mehr Autorität erhalten. Beides ändert

aber nichts daran, dass beiden Institutionen wesentliche Eingriffsmöglichkeiten und -rechte fehlen. Der Fonds ist weiterhin abhängig von diskretionären Finanzzuweisungen der Mitglieder. Dabei dürfte selbst eine Manövriermasse von insgesamt 350 Mrd. US-\$ kaum ausreichen, um einen finanziellen Dammbbruch bei Ländern zu stopfen, die Kapitalflucht in extremen Ausmaßen zu gewährleisten haben. Dies gilt vor allem dann, wenn die tieferen Ursachen für den Dammbbruch in den USA und nicht in den Ländern selbst zu suchen sind. Ein Dammbbruch »made in USA« hat ein ganz anderes Format als noch 1997. Der Fonds ist aus diesem Grunde auch kein »Lender of last Resort«. Ihm fehlt es an der Möglichkeit, unbegrenzt Liquidität ohne Zutun der Mitglieder zu schöpfen. Die Sonderziehungsrechte helfen nicht weiter, denn sie werden den Mitgliedern bei Mangel an internationaler Liquidität zugeteilt und sind damit Währungsreserven des Landes, aber nicht Mittel des Fonds. Vorschläge Chinas, sie als supranationale Währungsreserve zu etablieren, gehen am eigentlichen Anspruch einer derartigen Reserve vorbei: Der Fonds müsste wie eine Zentralbank seine Bilanz verlängern und verkürzen können, d.h. Liquidität schaffen, ausgeben und wieder einsammeln müssen. Es fehlt dem Fonds aber auch an der Autorität, per Gesetz in die Wirtschaftspolitik der hilfeschuchenden Länder einzugreifen. Er hat keine Gesetzeskompetenz gegenüber den Mitgliedern, und daran wird sich auch nichts ändern. Die Krise hat zudem gezeigt, dass es auf internationaler Ebene auch eines »Käufers der letzten Instanz« von nichtverkäuflichen Vermögenswerten bedarf. Diese Aufgabe steht in unmittelbarem Zusammenhang mit der Frage, wie es auf internationaler Ebene ex ante zu einer Definition von »systemisch relevanten Akteuren« kommen kann und wie ein Anreizsystem geschaffen werden kann, das ein Gleichgewicht zwischen der Attraktivität und Unattraktivität des Status schafft. Die gegenwärtigen Institutionen stehen für diese Aufgabe nicht zur Verfügung. Schließlich ist die Zurückhaltung beider Institutionen notorisch, ex ante Risiken so klar auszusprechen, dass Akteure beeindruckt sind und entsprechend handeln. Die Sorge, wegen »Self-fulfilling Prophecy« gebrandmarkt zu werden, hat den Fonds bereits im Vorfeld der Asienkrise »ausgezeichnet« und zu sybillinischen Äußerungen bewogen. Im Vorfeld der jetzigen Krise war es nicht anders. Vielmehr wurde der Innovationsfreudigkeit der Finanzmarktakteure Lob gezollt, durch komplexe Produkte die Risiken der amerikanischen privaten wie öffentlichen Verschuldung weltweit zu streuen und damit beherrschbar zu machen.

Zum Vakuum neuer Institutionen mit neuen Aufgaben gesellt sich die »Governance« Schwäche der alten Institutionen. Auch sie blieb in den G-20-Treffen unangesprochen; verständlich, da es um Macht bzw. sichtbaren Machtverlust geht. Das G-7/G-8-Treffen, das auch das FSF etablierte, bleibt erhalten, obgleich sein Bedeutungs-

verlust mit Händen zu greifen ist. Die USA bleiben das einzige Mitglied mit einer Sperrminorität im Währungsfonds, die europäischen Staaten summieren ihre nationalen Stimmrechte auf etwa ein Drittel, ohne über das entsprechende ökonomische Gewicht zu verfügen, und die Eurozone hat immer noch keinen eigenen Sitz und Stimme. Der IMF verharrt in seiner alten Aufgabe, Ländern im Falle von Zahlungsbilanzschwierigkeiten konditioniert zur Hilfe zu kommen, aber diese Aufgabe ist in der jetzigen Krise bestenfalls eine abgeleitete Randerscheinung gewesen und kann vielleicht Ländern wie Ungarn oder Island helfen. Das USA-Problem löst sie nicht. Beistandskredite des Fonds sind zudem erfahrungsgemäß zeitaufwändig und damit nicht verfügbar, wenn das Haus brennt. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich ist da ungleich schneller mit der Bereitstellung von Liquidität.

Es wäre indessen falsch, die Beschlüsse des G-20-Gipfels als reines Krisenmanagement zur Beseitigung eines globalen Nachfrageschocks und als Kompromissergebnis eines Ringens zwischen den USA und dem Vereinigten Königreich (im Zweifel für weniger Finanzmarktregulierung) und Frankreich bzw. Deutschland (im Zweifel für mehr Regulierung) abzutun. Was zwischen den beiden Treffen im November 2008 und April 2009 nicht geleistet wurde, wurde seit dem Zusammenbruch des Bretton Woods System Anfang der siebziger Jahre nicht geleistet, und zwischenzeitlich kamen die Schwellenländer als wesentliche Akteure hinzu. Es wird von einer Weltordnungspolitik («Global Governance») im Bereich der finanziellen Beziehungen nicht weniger verlangt als eine kohärente Institutionenbildung, eine monetäre Stabilisierung und eine weiche Landung bei der realwirtschaftlichen Anpassung an neue Institutionen und an die Stabilisierung. Diese Aufgabe scheint sogar dem einzigen Vorbild, der Welthandelsordnung WTO, zu misslingen, die seit Jahren mit einem Autoritätsverlust kämpft. Der G-20-Gruppe ist zugute zu halten, dass sie die schlimmsten Auswüchse nationaler Alleingänge in der Krise, den Protektionismus, beim Namen nennt und stigmatisiert. Ihr kann helfen, dass alle Akteure mit verbrannten Fingern in überschießender Vorsicht mehr Eigenkapital halten werden, als vielleicht notwendig ist und über die Maßen risikoavers handeln, zumindest eine Zeitlang. Und schließlich kann sie von der höheren Verantwortung, die sie den Schwellenländern gibt, nur profitieren. Daher muss sie nicht in das andere Extrem verfallen und jetzt mit prozyklischen Auflagen Kreditbeziehungen durch exzessive Anforderungen an Risikoversorge strangulieren. Da aber Märkte ein kurzes Gedächtnis haben, ist eine koordinierte Risikoüberwachung auf globaler Ebene in mittlerer Sicht unbedingt erforderlich. Mehr zu erwarten, dürfte nach den bisherigen Erfahrungen illusorisch sein, es sei denn die Finanzkrise weitet sich zu einer längeren realwirtschaftlichen Durststrecke aus. Reformen kommen erfahrungsgemäß nur durch Krisen zustande. Offensichtlich lernen auch Institutionen leider nur pathologisch.



Doris Neuberger\*

## Durchbruch zur Regulierung, aber noch nicht zu systemstabilisierendem Wettbewerb

### Vor welcher Herausforderung stand der G-20-Gipfel?

Um dies zu beurteilen, ist es wichtig, zu verstehen wie der Wettbewerb auf den Finanzmärkten funktioniert. Hauptakteure sind Finanzintermediäre, die Informations- und Transformationsleistungen für Kapitalgeber und -nehmer erbringen, um Kapitalallokation und Risikodiversifikation zu verbessern. Ihre Existenz leitet sich aus Marktunvollkommenheiten durch asymmetrische Information und Transaktionskosten ab. Der dynamische Wettbewerb wird zwar auch hier, wie von Schumpeter beschrieben, über das Streben nach temporären Monopolgewinnen durch Entwicklung neuer Produkte, Verfahren und Organisationsformen angetrieben. Durch ihren immanenten Informationsvorsprung vor individuellen Anlegern bzw. Einlegern erzielen Finanzinstitutionen aber unweigerlich auch Informationsrenten. Sie haben den Anreiz, ihre Gewinne aus asymmetrischer Information durch Entwicklung immer komplexerer Produkte, Verfahren und Organisationsformen zu erhöhen. Asymmetrische Information kann durch Moral Hazard und adverse Selektion zu Marktversagen führen. Je geringer die Eigenkapitalquote eines Finanzunternehmens, desto höher ist der Anreiz für beschränkt haftende und unkontrollierte Eigenkapitalgeber, riskantere Investitionen zu tätigen, an deren Verlusten sie nicht beteiligt sind. Solange der Fremdkapitalzinsatz unterhalb der Gesamtkapitalrentabilität liegt, besteht der Anreiz, die Eigenkapitalrendite durch Erhöhung des Verschuldungsgrades zu steigern. Je größer die Informationsasymmetrie bezüglich der Qualität der Finanzprodukte, desto höher ist der Anreiz, Produkte niedrigerer Qualität anzu-

\* Prof. Dr. Doris Neuberger ist Inhaberin des Lehrstuhls Geld und Kredit an der Universität Rostock.

bieten. Rating-Agenturen haben keinen Anreiz, Finanzunternehmen oder -produkte minderer Qualität schlecht zu bewerten, solange sie von denselben Unternehmen bezahlt werden. Mit zunehmender einzelwirtschaftlicher Risikoneigung und zunehmender Intransparenz über die Kapitalallokation und Risikoverteilung steigt das Systemrisiko, d.h. das makroökonomische Risiko einer starken der Verluste aller Parteien.

### Welches Ziel hat sich der Gipfel gesetzt?

Die gegenwärtige Finanzkrise soll überwunden und zukünftige Krisen verhindert werden (Final Communiqué 2009, Tz. 4). Die Liste der Teilziele ist lang: Wiederherstellen von Vertrauen im Finanzsystem, Förderung nachhaltigen Wachstums, Erfüllung der Bedürfnisse der Unternehmen und Bürger, Förderung von Anstand, Integrität und Transparenz, Vorkehrungen gegen Risiken im Finanzsystem, Abschwächung statt Verstärkung finanzieller und wirtschaftlicher Zyklen, Verminderung der Nutzung unangemessen riskanter Finanzierungsquellen, Abbau der Attraktivität übermäßiger Risikoübernahme, Schutz der Konsumenten und Anleger, Förderung der Marktdisziplin, Vermeidung negativer Auswirkungen auf andere Länder, Abbau der Möglichkeiten regulatorischer Arbitrage, Förderung von Wettbewerb und Dynamik, Schritt halten mit Innovationen am Markt (Final Communiqué 2009, Tz. 13 und 14).

### Welche Maßnahmen wurden beschlossen?

Der Maßnahmenplan zur Stärkung der Überwachung und Regulierung der Finanzmärkte (Final Communiqué 2009, Communiqué Annex 2009) umfasst acht Bereiche:

1. Der Financial Stability Board (FSB) ersetzt das Financial Stability Forum (FSF) und erweitert den Kreis der Teilnehmer zur Überwachung systemischer Risiken und regulatorischer Standards.
2. Der FSB und der Internationale Währungsfonds (IWF) sollen eng kooperieren, um durch »Early Warning Exercises« Systemrisiken frühzeitig zu erkennen und zu kontrollieren.
3. Der internationale Rahmen für die präventive Regulierung soll gestärkt werden, indem u.a. Qualität, Quantität und internationale Vergleichbarkeit der Eigenkapitalnormen verbessert werden. Durch flexiblere Eigenkapitalregeln sollen in guten Zeiten höhere Eigenkapitalpuffer aufgebaut werden. Die Basel-II-Regeln sollen in allen G-20-Ländern eingeführt werden.
4. Die Regulierung und Aufsicht soll auf alle systemrelevanten Finanzinstitutionen, -märkte und -instrumente (inkl. Hedgefonds und deren Geschäftspartner) ausgedehnt werden.

5. Die FSF-Standards für Vergütungssysteme systemrelevanter Finanzinstitutionen sollen umgesetzt und in die Aufsicht integriert werden, um nachhaltiges, an langfristigen Unternehmenszielen orientiertes Verhalten zu fördern.
6. Maßnahmen gegen Steueroasen und nicht-kooperative Steuerhoheiten sollen ergriffen werden, um die Staatsfinanzierung zu schützen.
7. Die Grundsätze der Rechnungslegung sollen verbessert und weltweit vereinheitlicht werden.
8. Rating-Agenturen sollen ihre Praktiken offen legen und aufsichtsrechtlich überwacht werden.

### Sind die beschlossenen Maßnahmen zielkonform?

Um den angestrebten funktionsfähigen Wettbewerb zu erreichen, sind regulatorische Maßnahmen zur Eindämmung von Informationsrenten sowie wettbewerbspolitische Maßnahmen zur Eindämmung von Monopolmacht geeignet. Regulatorische Maßnahmen, die an den Ursachen des Marktversagens im Finanzsektor ansetzen, sind Maßnahmen zum Abbau der Informationsasymmetrie bzw. zur Erhöhung der Transparenz. Vollständige Transparenz ist aber nicht erreichbar, da der Wettbewerb durch Informationsvorsprünge getrieben ist und Finanzintermediäre sonst nicht bestehen könnten. Die Regulierungsbehörden hinken somit grundsätzlich hinterher, das Teilziel »Schritt halten mit Innovationen am Markt« ist nicht erreichbar. Aus diesem Grund sind zusätzlich marktkonforme Maßnahmen der präventiven Finanzmarktregulierung notwendig, die an den Anreizsystemen ansetzen, um Abweichungen zwischen einzelwirtschaftlich rationalem und gesellschaftlich erwünschtem Verhalten zu beseitigen und die übrigen Teilziele zu erreichen. Sie stehen allerdings in Konflikt mit dem Teilziel »Förderung von Wettbewerb und Dynamik«.

Tabelle 1 gibt einen Überblick über die einzelnen regulatorischen Maßnahmen des G-20-Gipfels und zeigt, dass sich alle in diese beiden Kategorien (1) Erhöhung der Transparenz und (2) Verbesserung der Anreizstrukturen einordnen lassen. Damit sind die beschlossenen Reformen zielkonform und als ursachenbekämpfende, marktkonforme Maßnahmen zur Verbesserung des Marktverhaltens zu begrüßen.

### Was wurde übersehen?

Übersehen wurde, dass die Kontrolle des Marktverhaltens nicht ausreicht, um einen funktionsfähigen Wettbewerb sicherzustellen, wenn wettbewerbsbeschränkende Marktstrukturen oder Aufsichtsstrukturen vorliegen. Nicht thematisiert werden (1) Zusammenhänge zwischen Unternehmenskonzentration/-größe, Wettbewerb und Finanzmarktstabilität und (2) Einflüsse einer zentralen vs. dezentralen

**Tab. 1**  
**Beschlossene Maßnahmen zur Erhöhung der Transparenz und Verbesserung der Anreizstrukturen**

Maßnahmen	Erhöhung der Transparenz	Verbesserung der Anreizstrukturen
1. Financial Stability Board (FSB)	Beobachtung und Überwachung von Risiken im Finanzsystem, Förderung des Informationsaustausches zwischen Regulierungsbehörden, Überwachung der Einhaltung regulatorischer Standards, Kooperation mit IWF zur Identifikation und Kontrolle makroökonomischer und finanzieller Risiken	
2. Internationale Kooperation	Bessere Überwachung bedeutender grenzüberschreitender Firmen, gemeinsame »Early Warning Exercises« durch IWF und FSB	
3. Präventive Regulierung		Höhere und flexible Eigenkapitalpuffer zur Einschränkung prozyklischer Kreditvergabe; Harmonisierung der Eigenkapitaldefinition; einfache, risikounabhängige, international vergleichbare Eigenkapitalnorm; bessere Anreize für Risikomanagement bei Verbriefung, inkl. quantitative Selbstbehaltvorgaben; Einführung der Basel-II-Eigenkapitalnormen in allen G-20-Ländern; Entwicklung eines weltweiten Rahmens für höhere Liquiditätspuffer
4. Reichweite der Regulierung	Kooperation der nationalen Regulierungsbehörden bei der Identifikation makroprudenzieller Risiken; Einführung von Informationspflichten und Überwachung für Hedgefonds mit internationalen Standards; Überwachung des Risikomanagements für Geschäftspartner von Hedgefonds; Standardisierung von Kreditderivaten	Erweiterung der Aufsicht auf alle systemrelevanten Finanzinstitutionen, -märkte und -instrumente; Richtlinien für nationale Aufsichtsbehörden zur Verhinderung regulatorischer Arbitrage; regelmäßige Überprüfung und Anpassung des regulatorischen Rahmens an die Entwicklungen im Finanzsystem mit international konsistenten Ansätzen
5. Vergütung	Pflichten zur Information über Vergütungssysteme	Grundsätze der Vergütungssysteme für systemrelevante Finanzinstitutionen zur Erreichung langfristiger Unternehmensziele und vorsichtiger Risikoübernahme, Umsetzung und Beaufsichtigung auf nationaler Ebene; Integration in Eigenkapitalregeln der Baseler Aufsicht
6. Steueroasen und nicht-kooperative Steuerhoheiten	Umsetzung der internationalen Standards für Steuertransparenz und Informationsaustausch in allen Ländern	Maßnahmen gegen Transaktionen mit nicht-kooperativen Steuerhoheiten (z.B. verstärkte Informationspflichten, Ausdehnung der Quellenbesteuerung, Vermeidung von Investitionen, Kriterium bei Entscheidungen über bilaterale Hilfsprogramme), Erhöhung der Vorteile aus dem neuen kooperativen Steuerrahmen, Überwachung der Einhaltung internationaler Standards durch Steuerhoheiten
7. Grundsätze der Rechnungslegung	Verbesserung der Rechnungslegungsstandards: weniger komplexe Bewertung von Finanzinstrumenten, bessere Anerkennung von Wertberichtigungen auf Kredite, bessere Standards für Risikovororge, außerbilanzielle Belastungen und Bewertungsunsicherheit	International konsistente Anwendung von Bewertungsgrundsätzen, Entwicklung weltweiter Grundsätze der Rechnungslegung, Einbeziehung von Aufsichtsbehörden und Schwellenländern
8. Rating-Agenturen	Aufsichtsrechtliche Überwachung aller für regulatorische Zwecke genutzter Rating-Agenturen, Durchsetzung der Einhaltung internationaler Qualitäts- und Informationsstandards durch nationale Aufsichtsbehörden, aber international konsistent	Überwachung der Rolle externer Ratings bei der Regulierung und Identifikation adverser Anreize durch den Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht

Quelle: Darstellung der Autorin, basierend auf Communiqué Annex (2009).

Finanzmarktaufsicht auf die Kontrolle makroprudenzieller Risiken.

(1) Im Zuge der Finanzkrise ist durch Fusionen die Unternehmensgröße und horizontale Konzentration auf Bankmärkten gestiegen, wobei Investmentbanken in Universalbanken integriert wurden. Mit zunehmender Konzentration und Größe steigen Monopolmacht, Moral Hazard durch Vertrauen

auf »too big to fail« sowie die Macht zur Beeinflussung der Regulierungsbehörden im eigenen Interesse. Die noch stärkere Integration von Investment Banking und Commercial Banking erhöht das Systemrisiko durch Übertragung von Kapitalmarktrisiken auf die Kreditvergabe der Banken. Eine besonders hohe Konzentration besteht auf dem Rating-Markt, der von wenigen großen Agenturen dominiert wird. Der Wettbewerb könnte hier u.a. durch Abbau regulatori-

scher Eintrittsbarrieren erhöht werden. Allerdings führen Größenvorteile bei der Informationsproduktion zu natürlichen Eintrittsbarrieren, die durch Deregulierung nicht beseitigt werden können.

(2) Die Finanzmarktaufsicht soll entsprechend den G-20-Beschlüssen durch verstärkte internationale Kooperation dezentraler Aufsichtsbehörden verbessert werden. Dabei wird übersehen, dass die Koordination einer größeren Anzahl von Aufsichtsbehörden hohe Kosten verursacht und neue Intransparenz erzeugt. Eine integrierte supranationale Aufsichtsbehörde und internationale Meldestelle für Großkredite und grenzüberschreitende Risiken, wie sie vom Sachverständigenrat (2007) und der Issing-Kommission (2009) empfohlen wurde, wäre besser. Durch Aufbau einer Datenbank über die globale finanzielle Vernetzung und deren Hauptrisikofaktoren (»Risk Map«) könnte »intelligente Transparenz« erreicht werden (vgl. Issing-Kommission 2009, 3). Eine supranationale Aufsichtsbehörde könnte global beim IWF oder regional jeweils in den größeren Wirtschaftsräumen angesiedelt werden, z.B. bei der EZB und dem ESZB für Europa, um die dort bereits vorhandene Expertise zu nutzen. Je stärker die länderübergreifende Integration der Finanzmarktaufsicht, desto geringer sind nicht nur die Informationskosten, sondern auch der Spielraum für regulatorische Arbitrage und die Beeinflussbarkeit der Regulierungsbehörden durch die Finanzmarktakteure. Diese mutmaßliche Abhängigkeit kann auch eine Ursache für die stellenweise fehlende Konkretisierung der Maßnahmen der G-20 sein – der (sachkundige) Patient hat den Arzt beraten. Im Endeffekt wird damit die verabreichte Dosis voraussichtlich geringer als notwendig ausfallen, z.B. wenn es um die Festlegung höherer Eigenkapitalquoten bzw. Grenzen der Verschuldung zur Beschränkung übermäßig riskanten Verhaltens geht.

## Fazit

Die auf dem G-20-Gipfel beschlossenen Maßnahmen stellen einen Durchbruch zur Stärkung der Überwachung und Regulierung der Finanzmärkte dar, da sie an den Ursachen des Marktversagens ansetzen. Sie reichen jedoch nicht aus, um einen systemstabilisierenden funktionsfähigen Wettbewerb sicherzustellen. Weitere Maßnahmen zur Verbesserung der Markt- und Aufsichtsstruktur sind notwendig. Aber auch nach beliebig vielen weiteren Gipfeln wird ein Problem bleiben: Die Finanzunternehmen werden den Regulierungsbehörden immer einen Schritt voraus sein, so dass die Wahrscheinlichkeit zukünftiger Krisen nicht auf null gesenkt werden kann.

## Literatur

- Communiqué Annex (2009), *Declaration on Strengthening the Financial System – London Summit*, 2 April 2009, [http://www.g20.org/Documents/Fin\\_Depts\\_Fin\\_Reg\\_Annex\\_020409\\_-\\_1615\\_final.pdf](http://www.g20.org/Documents/Fin_Depts_Fin_Reg_Annex_020409_-_1615_final.pdf), gesichtet am 26. Mai 2009.
- Final Communiqué (2009), *The Global Plan for Recovery and Reform* 2 April 2009, <http://www.g20.org/Documents/final-communication.pdf>, gesichtet am: 26. Mai 2009.
- Issing-Kommission (2009), *New Financial Order Recommendations by the Issing Committee*, Center for Financial Studies, White Paper No. II, February 2009, [http://www.bundesregierung.de/Content/DE/\\_Anlagen/2009/02/2009-02-09-finanexpertengruppe.property=publicationFile.pdf](http://www.bundesregierung.de/Content/DE/_Anlagen/2009/02/2009-02-09-finanexpertengruppe.property=publicationFile.pdf), gesichtet am: 26. Mai 2009.
- Sachverständigenrat (2007), *Das Erreichte nicht verspielen*, Jahresgutachten 2007/08, [http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/download/gutachten/jg07\\_ges.pdf](http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/download/gutachten/jg07_ges.pdf), gesichtet am: 26. Mai 2009.



Thorsten Polleit\*

## Lehren aus der Kreditkrise

Scheinbar außer Rand und Band geratene Finanzmärkte, Risikospekulation und Gewinnsucht der Finanzmarktakteure werden in der Öffentlichkeit als Ursachen für die internationale Kreditkrise angeprangert. Um künftigen Krisen entgegenzuwirken, sollen Marktinterventionen der Regierungen – wie zum Beispiel Verschärfen der Finanzaufsicht, Regulieren des Risikogeschäfts der Finanzinstitute und Erhöhen der Finanzmarkttransparenz – ausgeweitet werden.

Dies ist im Kern das Ergebnis des letzten G-20-Gipfels der Staats- und Regierungschefs im April dieses Jahres in London. Doch solche Rezepturen können nicht überzeugen, weil sie von einer fragwürdigen Diagnose der Krisenursache abgeleitet werden. Eine genaue Kenntnis der Ursachen ist jedoch unbedingt notwendig, sollen Fehlentwicklungen in der monetären Ordnung, die Produktion und Beschäftigung ohne Zweifel schwer schädigen können, behoben werden.

Nur wenige Ökonomen versuchen, die Rolle des staatlichen Papiergeldes für die Krise zu beleuchten. Dies ist verwunderlich, vor allem angesichts der weit entwickelten Arbeiten der Vertreter der Österreichischen Schule – mit der sich Namen verbinden wie z.B. Ludwig von Mises (1881–1973), Friedrich August von Hayek (1899–1992) und Murray N. Rothbard (1926–1995). Sie identifizierten das staatliche beherrschte Kredit- und Geldsystem als Quelle der wiederkehrenden Wirtschafts- und Finanzkrisen (»Boom and Bust«).

Staatliche Zentralbanken halten das Monopol über die Geldmenge, die durch die Kreditgewährung der Geschäftsbanken quasi aus dem Nichts »geschöpft« wird. Das Auswei-

ten der Geldmenge per Bankkredit senkt »künstlich« den (Markt-)Zins unter sein natürliches Niveau, das durch die Zeitpräferenzrate der Gesellschaft bestimmt ist. Auf diese Weise werden Investitionen angeregt, die ohne ein Heruntermanipulieren des Zinses nicht angegangen worden wären und deren Erfolg nun davon abhängt, dass die Zinsen niedrig bleiben oder weiter abgesenkt werden.

Der künstlich gesenkte Zins sorgt zudem dafür, dass aus dem laufenden Einkommen weniger gespart und mehr konsumiert wird, und gleichzeitig steigt zusätzlich die Investitionsnachfrage, finanziert durch die Kredit- und Geldmengenausweitung. Die monetäre Nachfrage übersteigt damit die Ressourcenkapazitäten der Volkswirtschaft und schlägt sich in steigender Inflation von Konsumenten-, Investitionsgüter- und/oder Vermögenspreisen (»Asset Price Inflation«) nieder.

Dabei löst das künstlich gesenkte Zinsniveau eine intertemporale Verzerrung der Produktionsstruktur aus: Immer mehr knappe Ressourcen werden in zeitintensive Produktionsprozesse gelenkt; eine Erkenntnis, auf die bereits Eugen von Böhm-Bawerk (1851–1914) in seinen Arbeiten hinwies und die er als Ansteigen der »Umwegsproduktion« bezeichnete. Der Erfolg der durch zusätzliches, aus dem Nichts geschöpften Geldes beeinflussten Produktionsstruktur von Arbeit und Kapital hängt ebenfalls davon ab, dass der Zins niedrig bleibt.

Früher oder später jedoch treten die aufgelaufenen Ungleichgewichte zu Tage, entweder weil die Inflation für alle sichtbar ansteigt, die reale Kassenhaltung vermindert und die Nachfrage absenkt (Teile der Produktionsergebnisse finden zu herrschenden Preisen keine Käufer mehr), oder weil die Eigner der Banken nicht mehr bereit sind, mit ihrem Kapitaleinsatz fällig werdende Kredite zu refinanzieren oder gar neue Kredite zu vergeben – etwa, weil sie fürchten, Schuldner könnten ihrem Schuldendienst nicht mehr nachkommen.

In einem solchen Umfeld würde – vorausgesetzt die Zentralbank greift nicht zu weiteren expansiven Maßnahmen – das Zinsniveau ansteigen, weil absehbar ist, dass sich in Zeiten erhöhter Unsicherheit die Zeitpräferenzrate der Marktakteure erhöht. Folglich würde das Sparen ansteigen und die Konsumnachfrage abnehmen. Unrentable Investitionen würden liquidiert, und das Kreditangebot und die Geldmengen würden schrumpfen. Die Volkswirtschaft würde sich im Zuge einer »Bereinigungsrezession« auf ein neues Gleichgewicht zurückbewegen.

Doch solch eine Anpassungsrezession – selbst wenn sie notwendig ist, um die Exzesse und die Fehlallokationen einer monetären Störung abzubauen – ist politisch meist unerwünscht. Schon wenn die Konjunktur sich einzutrüben

\* Prof. Dr. Thorsten Polleit ist Honorarprofessor an der Frankfurt School of Finance & Management, Frankfurt am Main.



droht, werden die Zentralbanken aufgerufen – zum Beispiel von Regierungspolitikern, Unternehmensverbänden, Gewerkschaften und keynesianisch gesinnten Ökonomen –, die Bereinigungsrezession mit einem weiteren Absenken des Marktzinses durch ein Ausweiten des Kredit- und Geldangebots zu »bekämpfen«.

Eine solche Geldpolitik löst jedoch nicht etwa die von ihr verursachte Fehlentwicklung, sondern verlagert ihre Bereinigung allenfalls in die Zukunft; die durch zusätzliches Geld angeheizte Scheinblüte soll quasi abgelöst werden von einer neuen monetär verursachten Scheinblüte. Das fortwährende Aufschieben der Bereinigungsrezession kann dann jedoch den Korrekturbedarf so weit vergrößern, dass das Kredit- und Geldsystem letztlich zusammenbricht, weil die Gesamtverschuldung der Volkswirtschaften relativ zum Einkommen im Zeitablauf immer weiter anwächst und zu einer nicht mehr tragbaren Schuldenlast führt.

Mittlerweile scheint sich in der Tat weltweit solch eine Überschuldungssituation abzuzeichnen. Kreditgeber haben angesichts der gewaltigen Kreditpyramide die Sorge, dass Schuldner ihre Verbindlichkeiten nicht mehr bedienen. Sie wollen fällige Kredite nicht mehr, oder wenn, dann nur zu deutlich höheren Zinsen erneuern. Und gleichzeitig scheinen (Dauer-)Schuldner nicht in der Lage zu sein, fällig werdende Kredite zurückzuzahlen oder höhere Zinsen auf ihre Schulden bezahlen zu können.

### Zu viel Kredit, zu niedrige Zinsen

Die Zentralbanken versuchen nun mit noch mehr Kredit und noch niedrigeren Zinsen die Übelstände abzuwenden, die zuviel Kredit und Geld, bereitgestellt zu niedrigen Zinsen, heraufbeschworen haben. Zusätzlich versuchen die Regierungen mit Steuergeldern, Banken vor dem Kollaps zu bewahren, indem sie deren Verbindlichkeiten garantieren und ihnen Eigenkapitalspritzen zur Verfügung stellen; darüber hinaus werden kreditfinanzierte Konjunkturprogramme aufgelegt, mit denen die Nachfrage gestärkt werden soll.

Die Krisenursache – also das staatliche System, indem Geld per Kredit geschaffen wird – bleibt durch all diese Politikmaßnahmen unangetastet. Vor allem die finanziellen Lasten, die aus steigender Staatsverschuldung erwachsen, können leicht die Zahlungsfähigkeit und -bereitschaft der Steuerzahler überfordern und letztlich eine Situation heraufbeschwören, in der eine Politik der ungehemmten Geldentwertung als das »kleinste Übel« angesehen wird, um der Misere zu entkommen.

Aus Sicht der Österreichischen Schule der Ökonomik illustrieren die aktuellen Entwicklungen auf den Kredit- und Finanzmärkten, die nun auch die weltweite Produktions- und

Beschäftigungslage erreicht haben, dass das staatlich kontrollierte Geld- und Kreditsystem kein Geld bereitzustellen vermag, dass vereinbar ist mit dem System freier Märkte. Dieser Befund erfährt auch durch Bestrebungen keine Änderung, mit mehr und besserem staatlichen Regulieren der Finanzmarktakteure Besserung herbeiführen zu wollen.

Bekanntermaßen mag das Eingreifen des Staates in das Marktgeschehen zwar hier und da einen vermeintlichen Übelstand beheben. Allerdings provoziert solch ein Interventionismus unweigerlich Fehlansätze, weil er das Handeln der Eigentümer der Produktionsmittel durch fallweise erlassene Gebote und Verbote beeinflussen und regulieren will, um so politisch wünschenswerte Ziele zu erreichen; er zwingt die Akteure etwas zu tun, was sie aus wohlverstandenen Eigeninteresse freiwillig nicht tun würden.

Neue Missstände lösen dann regelmäßig neue Interventionen aus, und die Gesellschaften verfangen sich immer tiefer im Gestrüpp staatlicher Einschränkungen der privaten Eigentumsrechte, die die unternehmerischen und bürgerlichen Freiheiten immer weiter zerstören. Und weil der Interventionismus kein gangbarer »dritter Weg« zwischen Sozialismus und Kapitalismus ist, wird ohnehin früher oder später die Entscheidung zu treffen sein, entweder zur freien Marktwirtschaft zurückzukehren oder in die Staats- und Befehlswirtschaft abzudriften.

### Reformkonzept: »Free Banking«

Der Ausweg aus dem Krisenzyklus wäre ein Reformkonzept für gutes Geld in Form des »Free Banking«, das Privatisieren des Geldes. Mises erarbeitete bereits in den frühen fünfziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts einen Vorschlag, um das Staatsgeldsystem wieder im Gold zu verankern und auf diese Weise die Rückkehr zum freien Marktgeld zu ebnen;<sup>1</sup> sein Schüler Rothbard errichtete nachfolgend eine eigene, auf Praxiserfordernisse zugeschnittene Mehrstufen-Strategie.<sup>2</sup>

In einem ersten Schritt wären dazu die Verbindlichkeiten der Banken in einem festen Umtauschverhältnis an das Gold anzubinden, das noch in den Kellern der Zentralbanken lagert. Gleichzeitig wäre Geldhaltern das Recht einzuräumen, ihre Guthaben jederzeit in Gold umzutauschen zu können. Auf diese Weise wäre der vorhandene Papiergeldbestand wieder verankert in einem nicht beliebig vermehrten Rohstoff.

<sup>1</sup> Mises fügte eine solchen Vorschlag (den er im Jahre 1952 verfasste) als Teil 4 »Monetary Reconstruction« in die amerikanische Ausgabe von »The Theory of Money and Credit« aus dem Jahre 1953 (vgl. Mises 1981, 453).

<sup>2</sup> Vgl. hierzu Rothbard (1983, 263 ff.). Weitere Vorschläge für die Rückkehr zu einem freien Marktgeld stammen z.B. von de Soto (2006, 715–812); Sennholz (1979; 1985). Für eine kritische Würdigung der Vorschläge vgl. z.B. Bagus (2008).

Die Papiergeldwährungen würden so zu Denominierungen einer Feingoldmenge. Die Geldhalter würden die Golddeckung im täglichen bargeldlosen Zahlungsverkehr kaum bemerken. Sie könnten wie bisher ihre Zahlungen mit Geldscheinen, Scheck, Überweisungen und Internet-Banking abwickeln. Der Bankensektor wäre liquide, weil er seine Zahlungsverbindlichkeiten nachkommen kann. Zwar könnte es zu einzelnen Bankenpleiten kommen, das aber würde die volkswirtschaftliche Geldmenge schrumpfen lassen und Deflation auslösen.

In einem zweiten Schritt könnte das Geldsystem privatisiert werden. Die Marktakteure könnten frei entscheiden, welche Medien als Geld Verwendung finden. Vermutlich würde der Marktstandard, wie in früheren Epochen auch, ein durch Gold und/oder Silber gedecktes Geld sein; aber auch andere (Geld-)Medien wären denkbar. Banken könnten wie bisher als Anbieter von Einlagen und Krediten tätig sein. Allerdings würden sie die Geldmenge durch Kreditwährung nicht mehr erhöhen. Die Zentralbanken würden die Hoheit über die Geldmenge verlieren und vermutlich durch privatwirtschaftlich organisierte Einlagensicherungsfonds ersetzt werden.

Ein solcher Regimewechsel – wenngleich er vermutlich einen erheblichen Verlust des Geldwertes zu Tage befördern würde – verspräche nicht nur »besseres Geld«, sondern Konjunkturverläufe würden auch weniger schwankungsanfällig, weil freies Marktgeld Fehlinvestitionen und damit Wirtschaftskrisen entgegenwirkt. Der Spielraum für wachstumsschädliche Marktinterventionen, die regelmäßig aus Wirtschaft- und Finanzkrisen erwachsen, würde zurückgedrängt. Damit würde auch die Bedrohung der Freiheit, die latente Gefahr monetärer Planwirtschaft, entschärft. Freies Marktgeld ist die beste Versicherung gegen die Unbeherrschbarkeit des staatlichen Geldmonopols.

## Literatur

- Bagus, P. (2008), »Monetary Reform and Deflation – A Critique of Mises, Rothbard, Huerta de Soto and Sennholz«, *New Perspectives on Political Economy* 4(2), 131–157.
- Mises, L. v. (1981), *The Theory of Money and Credit*, Liberty Fund, Indianapolis.
- Soto, H. von de (2006), *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, US Alabama.
- Rothbard, M.N. (1983), *The Mystery of Banking*, Richardson & Snyder, Ludwig von Mises Institute, Auburn, US Alabama.
- Sennholz H. (1985), *Money and Freedom*, Libertarian Press. Spring Mills, Pa.
- Sennholz, H. (1979), *Age of Inflation*, Western Islands, Belmont, MA.



Hermann A. Wagner\*

## Kein wirklicher Durchbruch

Betrachtet man die Beschlüsse des G-20-Gipfels vom 2. April 2009, so fällt auf, dass grundsätzlich alle vorgeschlagenen Maßnahmen bezüglich der Regulierung von Finanzmärkten bereits in Berichten anderer Institutionen oder Gruppierungen, wie z.B. dem Turner-Report oder dem de-Larosièr-Report angesprochen wurden. In allen Fällen handelt es sich letztlich um Vorschläge und Absichtserklärungen, deren konkrete Umsetzung noch aussteht.

Um zu verstehen und zu beurteilen, ob diese Vorschläge der G-20 denn nun einen Durchbruch zur Lösung der Probleme nach der Finanzkrise darstellen, muss man sich zunächst die Struktur des Finanzsystems und die Rollen der einzelnen »Player« in diesem System vor Augen führen.

Grundsätzlich stehen sich im Finanzsystem zwei sehr unterschiedliche Gruppen gegenüber: Auf der einen Seite die Regierungen, die Zentralbanken und die Aufsichtsbehörden. Die Rollen dieser ersten Gruppe umfassen mit Fiskalpolitik, Geldpolitik sowie Regulierung und Überwachung de facto hoheitliche Aufgaben im Finanzsystem. Alle Rollen bzw. Aufgaben im Finanzsystem dienen dabei einer wichtigen Hauptaufgabe, nämlich der Nachhaltigkeit des Systems, messbar anhand der Kriterien Stabilität und Effizienz. Auf der anderen Seite stehen die Finanzinstitutionen, wie Banken oder Versicherungen, die Handelsplätze, also vorrangig Börsen, sowie die Lieferanten der Finanzinfrastruktur, also System-Lieferanten, Berater oder Credit-Rating-Agenturen. Auch die zweite Gruppe hat eine Rolle im System, z.B. die Transmission für die Geldversorgung oder Finanzintermediation. Diese zweite Gruppe ist in vielen Ländern aber auch Teil der Geschäftswelt, sie arbeitet also gewinnorientiert. Die Rolle in der Geschäftswelt wird durch das Geschäftsmodell definiert.

\* Prof. Dr. Hermann A. Wagner, Wirtschaftsprüfer Steuerberater, lehrt an der Frankfurt School of Finance & Management, Frankfurt am Main.

Die Regulierung und Überwachung der zweiten Gruppe durch die erste dient nun letztlich dazu, Konflikte zwischen dem Rollenmodell im System und dem Geschäftsmodell aufzuzeigen und die Einhaltung des Rollenmodells sicherzustellen. Die Krise hat hier deutliche »Compliance«-Verstöße aufgezeigt.

Vor diesem Hintergrund muss man zunächst das Konfliktpotential, das zwischen Rollenmodell und Geschäftsmodell bestehen könnte, näher untersuchen. Im Mittelpunkt steht dabei das so genannte Moral-Hazard-Problem, also gewinnorientiertes Handeln, das aus der Sicht des Finanzsystems gegen das Rollenmodell verstößt und durch Fehlreize verursacht wird. Die G-20-Beschlüsse gehen bezüglich Moral Hazard auf die wichtigsten Probleme in diesem Bereich ein:

*Originate-to-distribute*, also die Verbriefung von Krediten nach der Kreditvergabe mit entsprechendem Risikotransfer ist einer der Auslöser der gegenwärtigen Krise. Hier wird die Verbesserung des Risikomanagements vorgeschlagen, einschließlich des bereits bekannten Vorschlags einer Rückhaltequote. Über die Höhe dieser Quote, ob nun 5, 20 oder mehr Prozent schweigen sich die Beschlüsse aus.

*Compensation*, also vorrangig die Vergütung von Managern, aber auch z.B. von Händlern, stellt das zweite große Problemfeld dar. Die Vorschläge, dass der Aufsichtsrat eine stärkere Rolle bei der Festlegung der Vergütung übernehmen soll, dass die Vergütung das Risiko adäquat und auch langfristig widerspiegeln soll und dass mehr Transparenz durch eine detaillierte Publikationspflicht erreicht werden soll, sind nicht neu. Es fehlt hier an konkreten Aussagen über das »Wie«. Das »Ob« ist von allen Beteiligten längst als richtig erkannt worden.

Auf andere Moral-Hazard-Probleme, wie die Themen Ausstattung und Missbrauch der Einlagensicherung oder das Vertrauen auf den Lender of last Resort oder auf Bailouts gehen die Beschlüsse nicht konkret ein. Auch bei den Ausführungen zu den Rating-Agenturen ist nicht erkennbar, ob hier das Thema Interessenkonflikt durch gleichzeitige Beauftragung der Agenturen durch das zu beurteilende Unternehmen adressiert wird oder einfach nur die fehlende Aussagekraft des Rating-Ergebnisses selbst.

Ein weiteres großes Konfliktpotential zwischen Rollenmodell und Geschäftsmodell besteht durch die Existenz von regulatorischer Arbitrage. Es entsteht dadurch, dass nicht für alle »Player« und nicht über alle Länder hinweg die gleichen Regeln und Kontrollen gelten. Es geht also um ein einheitliches Level Playing Field. Die Beschlüsse gehen hier auf beide wichtigen Themenfelder, Shadow Banking und Offshore Banking ein. Hier geht es letztlich um Boundaries & Borders für die Regulierung.

*Shadow Banking*, also das Off-Balance-Sheet-Geschäft von Banken und Nichtbanken soll durch die Einbeziehung aller Beteiligten, also auch z.B. der Hedgefonds in die Regulierung transparenter werden. Außerdem soll die Kapitalunterlegung an das On-Balance-Sheet-Geschäft angeglichen werden. Auch diese Vorschläge sind nicht neu.

Da allen Beteiligten klar sein dürfte, dass man in Anbetracht der Dynamik der Finanzbranche Probleme haben dürfte, den gesamten Shadow-Banking-Bereich regulatorisch mit gleicher Qualität abzudecken, findet man in den G-20-Beschlüssen denn auch eine Einschränkung: Die Systemrelevanz. Es sollen vor allem systemrelevante Marktteilnehmer stärker und umfassend reguliert werden. Das deckt sich mit den Vorschlägen der anderen Institutionen, z.B. der EU, die auch alle auf die Systemrelevanz abstellen. Systemrelevanz ist dabei vorrangig auf Cross-Border-Player bezogen.

Die Systemrelevanz birgt jedoch in sich schon einige Probleme. Zum einen stellt sich die Frage, was denn nun Systemrelevanz bedeutet. Sind diese Institutionen die wahrscheinlichsten Auslöser einer Finanzkrise, oder müssen diese Institutionen im Fall einer Krise auf jeden Fall gerettet werden, um Kettenreaktionen zu vermeiden? Das erste Kriterium ist schwierig zu beurteilen, das zweite bietet wiederum Anreize für Moral Hazard. Abgesehen davon dürfte die Einteilung der Marktteilnehmer in ein A-Team und ein B-Team die Regeln des fairen Wettbewerbs verletzen.

*Offshore Banking* ist das zweite große Problemfeld eines einheitlichen Level Playing Field. Darunter werden vorrangig die Themen Bankgeheimnis und Steuergesetzgebung zusammengefasst. Es geht aber auch um eine einheitliche industriespezifische Regulierung über alle Länder hinweg.

Die Vorschläge der G-20 zu diesem Punkt sind von einer Zuversicht geprägt, die der Autor dieses Diskussionsbeitrages nicht zu teilen vermag. Eine einheitliche Anwendung von Basel II ist bisher noch nicht eingetreten. Selbst wenn sich alle Länder zu diesem Rahmenwerk bekennen, so ist die konkrete Umsetzung in der Gesetzgebung eines Landes immer noch ein zweiter, nicht unwesentlicher Schritt. Die Austrocknung von Steueroasen bedeutet noch lange nicht, dass nun in allen Ländern eine einheitliche Steuergesetzgebung zu erwarten ist. Es ist also davon auszugehen, dass auch weiterhin regulatorische Arbitrage möglich sein wird.

Was nun das *Toolkit* der Regulation angeht, also die einzelnen Instrumente im Baukasten der Regulierung und Aufsicht, so lassen sich hier verschiedene Schwerpunkte herauskristallisieren: Es geht vorrangig um die drei Themen Corporate Governance, Risikomanagement und Transparenz bzw. Marktdisziplin.

*Corporate Governance*, also der Bereich der Unternehmensführung, ist durch die Krise deutlich in den Mittelpunkt der Diskussion gerückt. Die Diskussion fängt an bei der Bestimmung von Werten und Wertschöpfung. Da die G-20 sich vorrangig zu Maßnahmen, die die Stabilität des Finanzsystems sichern sollen, äußern, ist in den Beschlüssen zu diesem Thema wenig zu finden. Allenfalls könnte man die bereits erwähnte Managervergütung hierunter einordnen. Die »Principles of Conduct«, die bisher mehr oder weniger durch Selbstregulierung der Branche (Code of Conduct) bestimmt wurden, haben die Erwartungen nicht erfüllt. Die G-20 gehen nicht darauf ein, ob dieser Teil der Unternehmensführung auch weiterhin fast ausschließlich selbstreguliert bleiben soll. Ein weiteres Thema der Unternehmensführung, die Komplexität, wird de facto nicht adressiert. Dazu gehört im Übrigen auch das Thema Kompetenz, hier vor allem bezogen auf das Management und die Kontrollorgane. Auch dazu findet sich in den G-20-Beschlüssen wenig.

Das Thema Risikomanagement wird mehrfach in den Beschlüssen aufgegriffen: Eine stärkere Einbeziehung strukturierter Produkte einschließlich Verbriefung in das Risikomanagement wird hier genau so gefordert, wie die Weiterentwicklung des Risikomanagements für Liquiditätsrisiken und systemische Risiken. Auch hier vermisst man konkrete Lösungsvorschläge. Auf ein Hauptthema in diesem Bereich, die Verwendung von mathematischen Methoden zur Messung und Beurteilung von Risiken, wird nicht eingegangen. Normalverteilung und normale Märkte sind die Grundvoraussetzung für eine Vielzahl dieser quantitativen Modelle. Da weder die eine noch die andere Voraussetzung immer erfüllt ist, stellt sich die Frage der Anwendung dieser mathematischen Methoden. Andere Institutionen schlagen hier z.B. die verstärkte Rückkehr zum Judgement-Ansatz vor. Die G-20-Beschlüsse bieten hier nur wenig Hilfe.

Auch die Mindestanforderungen an das haftende Eigenkapital werden zwar angesprochen, neue Vorschläge gibt es aber auch dazu nicht. Wenn man sich klar macht, dass neben Wachstum und Margen das Thema Leverage zu den Hauptwerttreibern der Banken zählt, so lässt sich schnell ausrechnen, was Deleveraging durch höhere Eigenkapitalanforderungen für die Banken bedeutet. Das Thema Eigenkapitalanforderungen nimmt also im Baukasten der Regulierung eine Sonderstellung ein. Die G-20-Beschlüsse gehen auf diese Bedeutung des Themas nur unzureichend ein.

Auch die Prozyklizität von Basel II in diesem Bereich wird zu wenig reflektiert. Der Vorschlag, dass das Basel Komitee Stress Test weiter entwickeln soll, ist sicher hilfreich, aber wenig konkret.

Das Thema Transparenz wird in den G-20-Beschlüssen ebenfalls mehrfach angesprochen. Die Hauptthemen Ac-

counting, Rating und OTC-Transaktionen werden adressiert. Auch die Verbesserung der Risiko-Berichterstattung wird aufgegriffen. Aber auch hier zeigt sich deutlich, dass es letztlich in allen Bereichen auf konkrete Lösungsvorschläge ankommt und auf die entsprechende Umsetzungsunterstützung. Die Beschlüsse bleiben auch hier letztlich nur Absichtserklärungen ohne konkrete Lösungsansätze.

Die G-20 gehen im Übrigen offensichtlich davon aus, dass eine Verbesserung der Regulierungsmethoden und Instrumente, zusammen mit einer gemeinsamen Vorgehensweise, ausreicht, um das Konfliktpotential zwischen Rollenmodell und Geschäftsmodell in den Griff zu bekommen.

Die Amerikaner haben sich 1931 nicht darauf verlassen und mit dem Glass-Steagall-Act eine Strukturänderung, das Trennbankensystem installiert, das immerhin fast 70 Jahre Bestand hatte. Ob eine solche strukturelle Komponente auch heute notwendig ist bzw. in einer globalisierten Welt überhaupt noch sinnvoll ist, wird von den G-20 nicht angesprochen.

Die in vielen Ländern stattfindende Verstaatlichung bzw. Teilverstaatlichung ist ebenfalls eine strukturelle Veränderung, die als Folge der Krise derzeit gerade umgesetzt wird. Auch hierzu findet sich kein Hinweis, obwohl gerade dieses Szenario deutliche Auswirkungen auf das Zusammenspiel von Rollenmodell und Geschäftsmodell hat.

Der Vorschlag, systemrelevante Marktteilnehmer anders zu behandeln, wurde bereits erwähnt. Auch dies ist eine strukturelle Veränderung, die allerdings erhebliche neue Probleme beinhaltet.

Wenn man grundsätzlich überhaupt von Umstrukturierung reden möchte, sollte man sich allerdings bewusst machen, dass ein enger Zusammenhang zwischen Fiskalpolitik, Geldpolitik und Geschäftspolitik im Finanzsystem besteht. Die Ursachen der Krise sind in allen drei Feldern zu finden. Folgerichtig sollte man nicht gerade am Ende der Kette anfangen, wenn man über Umstrukturierung nachdenkt.

Abschließend lässt sich feststellen, dass die G-20-Beschlüsse keinen wirklichen Durchbruch bei der Regulierung der Finanzmärkte darstellen. Man kann allenfalls von einem Durchbruch für die Erkenntnis, dass es eigentlich nur gemeinsam geht, sprechen.

Aber auch diese Erkenntnis wird sehr bald auf den Prüfstand gestellt werden. Macht man sich bewusst, dass Bailout-Aktionen für die in einem Land tätigen Finanzinstitute immer auch von den Steuerzahlern dieses Landes bezahlt werden müssen, so wird man sehr schnell feststellen, dass hier ein weiteres Konfliktpotential liegt, das mindestens so viele

Facetten aufweist, wie das Zusammenspiel zwischen Rollenmodell und Geschäftsmodell.

Richtig und wichtig ist die Reaktion der G-20 mit ihren entsprechenden Absichtserklärungen in jedem Fall. Dass ein solches konzertiertes Handeln immer auch Zeit benötigt, muss in Anbetracht der Komplexität des Problems jedem klar sein. Die Frage ist nur, wie viel Zeit uns die Finanzmärkte für die Bewältigung dieser und die Vermeidung oder Abschwächung der nächsten Krise überhaupt noch lassen.



Irwin Collier\*

## Yes, we might!

### Regulation and oversight in U.S. financial markets

The interlocking chains that constitute the network of global finance were discovered to have weak links that failed the real, existing stress test of the past year. Gone are the days when a new workable international financial framework could be simply erected as a cozy bilateral, Anglo-American affair, take it or leave it. Fortunately or unfortunately, the day has not yet arrived when a reliable, coordinated fiscal and monetary response among the G20 countries to a global fall in demand can be counted upon, much less for a comprehensive harmonization of international financial regulation and oversight built to survive the financial stresses of the future. The political economy of so many sovereign nations with legitimately conflicting interests in the particulars of any new global financial framework is sufficiently complicated that it would have been delusional to expect more than an agreement on broad principles at the London G20 summit in April of this year ultimately followed by informal agreements to disagree over significant matters of detail.

And yet there are grounds for hope that the near-Depression experience has made the G20 economies and beyond not merely reflective, but even proactive regarding an expansion in the scope and improvement in the effectiveness of financial regulation and oversight. The emergence of a broad consensus in identifying the weakest links in those interlocking financial chains is reflected in documents such as the Final Report of the G20 Working Group I: *Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency* (March 25, 2009). To the extent that all national financial

\* Prof. Irwin Collier, Ph.D. lehrt am John-F.-Kennedy Institut für Nordamerikastudien an der Freien Universität Berlin.

regulatory authorities succeed in introducing elements of so-called macro-prudential regulation to address systemic issues or that oversight is expanded to include all those national financial institutions that have achieved systemic importance, i.e. whose failure would lead to a cascade of failures and/or an explosion of risk aversion, we will have succeeded in reinforcing the informational infrastructures of national financial markets for traders and policymakers alike. While this would constitute an unmitigated improvement in the ability of the future global financial system to weather major shocks, it is important to remind ourselves that not all weak links in the chain are created equal.

The financial shock felt 'round the world indeed came from the United States following the collapse in the prices of assets based upon sub-prime mortgages. We can leave it to the professional pundits to score the political blame-game that seeks to identify the origin of the sub-prime crisis in the U.S. in either the Community Reinvestment Act (1977) under President Carter that first required banks accepting deposits from low-income neighborhoods to lend in those neighborhoods or in the Garn-St. Germain Depository Institutions Act (1982) under President Reagan that ended important New Deal restrictions on mortgage lending practices (e.g. requirements that households come up with significant down-payments to obtain a home mortgage). While there is clearly much to the story that granting mortgages to people of relatively uncertain means for repayment and having »little skin in the game« was the sand upon which pyramids of empty promises of repayment had been later built, I think it is more useful to spin the wheel of history forward to last months of the Clinton Administration in 1999. In November and December of that year two critical policy missteps were made that helped to start financial markets down the road to failure in 2008.

Displaying impeccable bipartisan seals of approval, the Gramm-Leach-Bliley Act tore down the regulatory walls that had separated commercial banking from investment banking and insurance services, while the equally bipartisan Commodity Futures Modernization Act essentially left the business of financial derivatives entirely unregulated. With the full advantage of hindsight, one notes the irony in one bipartisan odd couple of that time who actively supported this legislation. They were none other than then Senator Phil Gramm, Republican of Texas, and President Bill Clinton's Secretary of the Treasury, Larry Summers. The irony is that each of these champions of financial deregulation would serve as key economic advisers to their respective presidential candidates in the election that was to bring Team Obama to power.<sup>1</sup> Ironies aside, those key pieces of legislation in 1999 created a 300 pound gorilla in world financial markets in the form of the United States' unregulated shadow banking system. To his credit Treasury Secretary Timothy Geithner, then President of the New York Fed, in a

June 2008 speech to the New York Economic Club accurately described that 300 pound gorilla with great anatomical correctness. To be sure, that was too late to help us avoid the current crisis but Geithner's speech is evidence that Obama's Treasury Secretary had a head start in understanding the nature of that beast.

The Obama Administration understands that unless the United States succeeds in redirecting the genius of its financial engineers away from building better schemes to separate fools from their money and instead back into the traditional business lines of intermediation between borrowers and lenders and risk management, we can expect the U.S. to be a disproportionate source of future financial shocks to itself as well as to rest of the global financial system. Long run financial and real economic stability for the G20 economies is simply impossible to imagine without the US getting its financial house in order. There is an important implication that follows from the likely transition of the United States from its being a large part of the problem to becoming a large part of the solution, namely, global visions of international frameworks for financial regulation and supervision need to be conditioned on the coming regulatory choices made in USA. In the interests of promoting consistency of common regulatory standards and reducing the potential for regulatory arbitrage down the road, I believe a case can be made for other G20 countries in their own efforts to reform regulatory structures to work in anticipation of U.S. reforms or simply wait, see and copy workable reforms implemented in the US to the maximum extent possible. With all due respect to work of the Financial Stability Board and its predecessor, the Financial Stability Forum, as an important focal point for discussions among leading national and international financial authorities and institutions, the United States can be expected for the most part to proceed unilaterally in its reforms with an eye to the rest of the world but not much more.

In the dance of financial regulatory reform, why should the rest of the G20 even consider letting the U.S. lead, in light of the events of 2008/09? What has been said of second marriages fits here: the triumph of hope over experience. And what grounds do we have for hope? With the election of Barack Obama we have evidence that the triumph of movement conservatism (a.k.a. »neoliberalism« by the ideologues of the academic and political left) in the United States

<sup>1</sup> The fact that Larry Summers now plays a central role in the present Administration as Director of the President's National Economic Council has served for some to be the »slam-dunk« proof of neoliberal continuity. Perhaps a more charitable interpretation is that it takes a thief to catch a thief or, kinder yet, the global credit crunch and the ensuing collapse in global aggregate demand can influence a thinking person's beliefs as it undoubtedly has those of Summers. In any event, there is a second irony with an interesting German twist worth mentioning here: Senator Phil Gramm had earlier co-sponsored a Balanced Budget Act, later declared unconstitutional by the U.S. Supreme Court, that at least in spirit lives on in Germany in current attempts to install a Schuldenbremse into the Grundgesetz.

marked by the Presidency of Ronald Reagan turns out to have been just another phase of a political cycle, a swing of the ideological pendulum, and not a secular trend that extrapolates into the indefinite future. Regarding economic policy, we can already see that a fundamental shift in regulatory philosophy is taking place in the United States, reminiscent of the New Deal response to the financial crisis of the 1930s.

A first installment of the U.S. Treasury's plans to overhaul financial regulation was delivered in mid-May.<sup>2</sup> Secretary Geithner presented proposals to move all trading of standardized financial derivatives such as credit default swaps onto open centralized exchanges. This would be done in order to have trades recorded and reported in a timely manner so that regulators would be well-informed of prices and volumes of the standardized derivatives being traded as well as the risk exposure of parties to the contracts. This would constitute a major gain in transparency relative to the private trading in over-the-counter markets where it is possible for some players to build extreme positions in the shadows, unknown to other market participants who thereby miscalculate the risks of the positions they take. The devil in this set of proposals is to be found in loopholes for non-standardized derivative contracts, i.e. tailor-made contracts, that by nature cannot really be traded on an exchange. Still when one considers the sheer number and complexity of items filling the Secretary's inbox, e.g. from toxic-assets, to US-China economic relations, to unwinding Chapter 11 protection for Chrysler and General Motors, it is reassuring to see serious effort, early on, to address the issue of financial regulatory reform.

Nonetheless the work of rebuilding has only begun and these remain uncertain times. What can be said now with any confidence is that the political economy of creating a broader, more effective financial regulatory framework in the United States will not be decided in the clash of Democrat and Republican civilizations. For the time being at least, the Republican party will be busy searching for the soul it lost at least two wars and a world economic crisis ago. Instead the political economic struggle will be whether the reconstituted and rearranged financial institutions will »succeed« in a pre-emptive regulatory capture of the agencies to be endowed with the power of macro systemic review and microprudential regulation. Such battles are often decided in the shadows of democracy. Team Obama has momentum on its side but realism demands that his campaign slogan be amended when it comes to the task of financial regulatory reform, »Yes we might!«

---

<sup>2</sup> <http://www.ustreas.gov/press/releases/tg129.htm>