

GRUNDSÄTZE FÜR DIE REFORMIERUNG DER WELTWEITEN FINANZARCHITEKTUR ¹

Stephany Griffith-Jones

Initiative für einen politischen Dialog

sgj2108@columbia.edu

www.policydialogue.com

www.stephanygj.net

¹Dieses Dokument wurde für UNDP Uruguay verfasst. Ich danke Emily Anne Patt und Carmen Seekatz für ihre wertvolle Mitarbeit an diesem Dokument.

I. Die Hauptbereiche für Reformen

Die Finanzkrise, die ihren Ursprung Mitte 2007 in den Vereinigten Staaten hatte, ist zu einer weltweiten Finanzkrise geworden, die allem Anschein nach die schwerste Krise seit der Großen Depression ist. Die Bank of England schätzte im Oktober 2008 die Gesamtverluste von Finanzinstituten auf 2,8 Billionen US-Dollar – eine atemberaubend große Zahl. Natürlich könnten die tatsächlichen Verluste letztlich geringer sein. Seit Mitte September sind die Finanzmärkte zusammengebrochen, und die Welt steht möglicherweise an der Schwelle zur schwersten Rezession der Nachkriegszeit.

Die Krise hat Entwicklungsländer in Form von steigenden Risikoprämien und einer massiven Verknappung der von Banken bereitgestellten Finanzierungsmittel und sogar von kurzfristigen Handelskrediten hart getroffen. Entwicklungs- und Schwellenländer mit hohem Leistungsbilanzdefizit und einem hohen Anteil kurzfristiger Verbindlichkeiten haben besonders große Schwierigkeiten, ausländische Mittel zu erhalten. Jedoch war ein erstaunlich großer Kreis von Entwicklungsländern betroffen. Die Kapitalabflüsse aus Entwicklungsländern haben Einbrüche an den Aktienmärkten, massive Rückgänge der Wechselkurse und einen recht hohen Verlust von Reserven ausgelöst. Die Umkehrung sog. „Carry-Trades“ scheint dabei besonders negative Auswirkungen gehabt zu haben. Die Rohstoffpreise sind stark gesunken und die Exportnachfrage stockt weltweit. Selbst Entwicklungsländer, die zunächst als gegen eine Rezession in den Industrieländern geschützt galten, spüren trotz ihrer sehr umsichtigen Politik mittlerweile deutlich die Folgen.

Bei einer weltweiten Lösung – sowohl mittels kurzfristiger Maßnahmen zur Stabilisierung der aktuellen Lage als auch durch langfristige Maßnahmen zur Vorbeugung gegen künftige Krisen – müssen die Auswirkungen auf die Entwicklungsländer berücksichtigt werden. Andernfalls kann die Stabilität der Wirtschaft nicht wiederhergestellt werden, und das Wirtschaftswachstum wie auch der weltweite Armutsabbau wären bedroht.

Die gegenwärtige Finanzkrise hat erneut gezeigt, wie dysfunktional die aktuelle internationale Finanzarchitektur mit allen ihren Kanälen, über die eine Ansteckung im Finanzsektor weltweit um sich greift, und vor allem mit ihren bedeutenden Defiziten in punkto Finanzregulierung ist. In den 1980er Jahren hatten die Schuldenkrisen in Lateinamerika, Afrika und anderen Entwicklungsregionen sowie die rasch aufeinanderfolgenden Krisen in Asien, Russland und Lateinamerika bereits deutlich gemacht, dass diese Architektur grundlegende Mängel aufwies. Zwar wurde viel geredet, doch leider wurde mit Blick auf eine tiefgreifende Reform der internationalen Finanzarchitektur nur wenig unternommen (Griffith-Jones und Ocampo, 2003). Dass die gegenwärtige Krise in den Industrieländern ausbrach, könnte nun dazu führen, dass endlich gehandelt wird. Die von mehreren Seiten geäußerte Forderung nach einer ernsthaften Reform der aktuellen Führungs- und Kontrollstrukturen sowie nach einer Bretton-Woods-II-Konferenz ist daher überaus willkommen.

Gegenwärtig bietet sich also eine bedeutende Chance zum Umbau des internationalen Finanzsystems, um es stabiler und gerechter zu machen. Und das könnte den Grundstein für eine Ära des Wachstums und größeren Wohlstands für alle Länder legen. Auch die Führung und Kontrolle dieses Systems muss modernisiert werden, um dem weit größeren Anteil der Entwicklungsländer an den weltweiten Ersparnissen, Devisenreserven und am weltweiten BIP Rechnung zu tragen.

In der vorliegenden Arbeit werden wir zunächst die Hauptbereiche für eine Reform des internationalen Finanzsystems darstellen. Anschließend werden wir unsere Analyse im Bereich einer weltweiten und nationalen regulatorischen Reform vertiefen, wo gegenwärtig besonders großer Handlungsbedarf besteht.

Das regulatorische Defizit im weltweiten Finanzsektor muss beseitigt werden.

Das Ausmaß der aktuellen Krise hängt eindeutig mit der unzureichenden Regulierung und Beaufsichtigung der Banken und Finanzmärkte zusammen. Seit der Asienkrise setzte sich allgemein die Ansicht durch, dass die Liberalisierung des Finanzsektors mit einer stärkeren umsichtigen Regulierung und Aufsicht einhergehen müsse. Dieses Prinzip wurde in zahlreichen Entwicklungsländern beherzigt, paradoxerweise aber in den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich, wo die weitere Liberalisierung mit Deregulierung und einer schwachen Aufsicht über den

Bereich der Finanzintermediation einherging, weitgehend ignoriert (Stiglitz, 2008).

Die neue regulatorische Kontrolle sollte auf einem gut funktionierenden Netzwerk aus nationalen und regionalen Behörden basieren und eine wirklich internationale Aufsicht über Finanzinstitute mit globaler Reichweite beinhalten. Zwar sollte der neue weltweite Regulierer zweifellos Beziehungen zum IWF unterhalten, doch es erscheint sinnvoller, dass der IWF selbst *nicht* den Kern des Regulierungssystems bildet (South Centre, 2008).² Es besteht daher ein dringender BEDARF nach einer neuen internationalen Institution, einem weltweiten Finanzregulierer.

Die Schaffung eines weltweiten Finanzregulierers muss dringend auf die internationale Agenda gesetzt werden. Sowohl angesehene Marktakteure (Kaufman, 1998) als auch Gelehrte (Eatwell und Taylor, 2000) machen sich seit langem für eine solche Institution stark. Durch die derzeitige schwere weltweite Finanzkrise ist sie noch dringender nötig und politisch durchsetzbarer geworden.

Bestehende Institutionen und Ad-hoc-Gruppen könnten wertvolle Bausteine für einen neuen weltweiten Finanzregulierer zur Verfügung stellen.

²Es gibt drei Gründe, warum der IWF nicht den Kern der weltweiten Finanzregulierung bilden sollte. Erstens hat er andere sehr wichtige Aufgaben zu erfüllen (siehe unten), und er muss sich darauf konzentrieren, sie gut zu erfüllen. Zweitens, und dies könnte der wichtigste Grund sein, verfügt der IWF nicht über so viel Expertise in Bezug auf Finanzregulierung und -aufsicht wie das Financial Stability Forum, die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) und der Basler Ausschuss; das gilt insbesondere auf weltweiter Ebene und auf Ebene der Industrieländer. Drittens hat der IWF – jedenfalls in der Vergangenheit – eine übertriebene Begeisterung für die Deregulierung der Finanzmärkte an den Tag gelegt. Es sollte allerdings beachtet werden, dass der IWF zwei wertvolle Merkmale aufweist, über die auch der neue weltweite Finanzregulierer verfügen muss. Erstens gehören dem IWF praktisch alle Länder an (obgleich die Vertretungsverhältnisse eindeutig nicht die aktuellen wirtschaftlichen Realitäten widerspiegeln). Zweitens stehen die IWF-Direktionsmitglieder gegenüber den Finanzministern in der Verantwortung, bei denen es sich in der Regel um gewählte Vertreter handelt, die gegenüber ihrem Parlament rechenschaftspflichtig sind. Nationale Finanzregulierungsstellen stehen gegenüber gewählten Vertretern häufig nicht oder nicht ausreichend in der Pflicht. (Ich danke John Williamson für ein interessantes Gespräch und insbesondere für diesen letztgenannten Aspekt.)

Ein Teil davon sollte zweifelsohne das Financial Stability Forum (FSF) sein, das eigens geschaffen wurde, um Quellen für systemische Risiken zu ermitteln, Lücken in der Regulierung zu schließen und an der Entwicklung einer einheitlichen Regulierung für die verschiedensten Finanzinstitute mitzuwirken (Griffith-Jones und Ocampo, 2003). Mitwirken sollten darüber hinaus der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, andere Basler Ausschüsse und Teile der BIZ.

In diesem weltweiten Finanzregulierer sollten erstens die Entwicklungsländer angemessen vertreten sein (was sie in Organen wie dem FSF und dem Basler Ausschuss für Bankenaufsicht nicht sind). Dadurch wird nicht nur ein größeres Maß an Legitimität gewährleistet, sondern auch eine höhere Effizienz, zumal Entwicklungsländer eine immer bedeutendere Rolle in der Weltwirtschaft spielen (vgl. Griffith-Jones, 2008). Zweitens muss er Zähne zeigen können – er muss echte Macht besitzen, um Einfluss auf Entscheidungen nationaler Regierungen nehmen zu können, vor allem in den führenden Ländern, darunter die Industrieländer. Drittens sollte er mit Unterstützung durch den IWF und die BIZ bei seiner Tätigkeit auch allgemeine makroökonomische Sachfragen beachten. Schließlich sollte er die potenziellen Kosten eines instabilen Finanzsystems für die Realwirtschaft berücksichtigen. Zu diesem Zweck könnte er, was durchaus wichtig ist, nicht nur sektor- und länderübergreifend Vertreter aus diversen Finanzregulierungsorganen in sich vereinen, sondern auch aus Organen, die sich mit Wachstum und Gerechtigkeit befassen. Aus diesem Grund sollten die Vereinten Nationen bzw. die Internationale Arbeitsorganisation ILO (die Unternehmen, Gewerkschaften und Regierungen vertritt) an dem neuen weltweiten Finanzregulierer beteiligt werden.

Es macht Mut, dass immer mehr Staats- und Regierungschefs aus aller Welt bereit sind, mittels Regulierung etwas für die Krisenprävention zu tun, wie die Rufe nach einem G-20 Gipfel unter dem Motto „Bretton Woods II“ mit einem klaren Fokus auf die Regulierung zeigen. In der Tat scheint das einzig Gute der Krise und ihrer sehr negativen Auswirkungen auf die Weltwirtschaft darin zu bestehen, dass in der Politik nun eine weit größere Akzeptanz für regulatorische Maßnahmen zur Vorbeugung gegen künftige Krisen herrscht. Dieses Fenster für eine politische Chance zur Einführung regulatorischer Veränderungen ist möglicherweise relativ eng, so dass die

Aufgabe dringend zu erfüllen ist. Die derzeitige schwere Krise und die zahlreichen früheren Krisen, die die Entwicklungsländer erschütterten, scheinen zu belegen, dass Krisen in deregulierten Finanzsystemen unvermeidbar sind. Daher herrscht ein wachsender Konsens darüber, dass eine umfassendere und wirksamere Finanzregulierung notwendig ist. Die zentrale Frage lautet, WIE dies am besten zu erreichen ist. Die vorrangigen Ziele müssen sein, eine künftige Zunahme der systemischen Risiken zu verhindern und zugleich wünschenswerte Finanzinnovationen zu ermöglichen, welche der Realwirtschaft zugute kommen.

Es gibt zwei allgemeine Grundsätze, auf welche die künftige Finanzregulierung aufbauen muss (D'Arista und Griffith-Jones, 2008). Der erste ist Antizyklizität, um der wesentlichen Unzulänglichkeit der Banken- und Finanzmärkte abzuweichen: ihrem von Auf- und Abschwungphasen geleiteten Verhalten. Die Umsetzung sollte recht einfach sein. Tatsächlich schreiben spanische und portugiesische Regulierer den Banken bereits dynamische Rückstellungen vor. Dabei handelt es sich faktisch um antizyklische Bestimmungen. Infolgedessen sind spanische Banken offenbar solider als Banken anderer Länder. Diese positive Erfahrung muss von anderen Ländern genutzt werden – durch vorausschauende Rückstellungen und/oder durch antizyklisches Kapital. Der Grundgedanke ist dabei, dass die Rückstellungen und/oder die Kapitalanforderungen steigen sollten, wenn Risiken eingegangen werden, d. h. wenn die Kreditmenge stärker steigt, und sinken sollten, wenn die Kreditmenge weniger stark steigt. Das würde die Banken in Aufschwungphasen stärken und sie dann von einer übertriebenen Kreditvergabe abhalten. Außerdem könnten sie angesichts des angelegten Finanzpolsters auch in schwierigen Zeiten ihre Kreditvergabe aufrechterhalten.

Der zweite wesentliche Grundsatz für eine moderne, wirksame Regulierung sollte sein, dass sie umfassend sein muss. Dafür gibt es mehrere Gründe. Ein naheliegender Grund ist heute, moralische Gefahren zu vermeiden, denn eine immer größere Zahl von Finanzinstituten (viele von ihnen nicht – oder nur lasch – reguliert) muss gerettet werden, und zwar zu voraussichtlich immensen Kosten für die Steuerzahler.

Um zu verhindern, dass sich dies wiederholt, muss eine weit umfassendere und antizyklische Regulierung gewährleistet werden, damit im Finanzsektor in Aufschwungphasen nicht zu viele und zu große Risiken eingegangen werden. Ein zweiter Grund, der für eine umfassende Regulierung spricht, geht auf die Wirtschaftstheorie zurück. Sie lehrt uns, dass für eine wirksame Regulierung das Zuständigkeitsgebiet des Regulierers mit dem zu regulierenden Markt identisch sein muss. In den Vereinigten Staaten entfallen auf Banken weniger als 25 Prozent der gesamten finanziellen Vermögenswerte. Darüber hinaus unterlag bislang nur ein Teil der Tätigkeit von Geschäftsbanken einer ordnungsgemäßen Regulierung; bilanzunwirksame Aktivitäten blieben davon weitgehend ausgenommen. Ein System der Regulierung, das den Fokus lediglich auf Teile des Bankwesens legte und weder den Rest des Bankensystems, noch allzu viel vom restlichen Finanzsystem regulierte, funktionierte eindeutig nicht. Gerade die Teile, die keiner Regulierung unterlagen (und für die in den Vereinigten Staaten keine oder nur sehr geringe Kapitalanforderungen galten), etwa strukturierte Anlageinstrumente, verursachten häufig die größten Probleme. Regulierungsarbitragen (Ausnutzung von Unterschieden in der Regulierung) waren unvermeidbar.

Ein weiterer Bereich für eine potenzielle Regulierung müssen gewiss Derivate sein, insbesondere die immer weiter wachsenden OTC-Derivatmärkte (außerbörslicher Handel mit Derivaten). Das Volumen und das Wachstum der Derivatmärkte insgesamt, die zum Großteil völlig unreguliert waren, waren gewaltig. Nach Angaben der BIZ betrug im Jahr 1997 ihr fiktiver Wert 75 Billionen US-Dollar, der bis 2007 auf 600 Billionen US-Dollar anwuchs, rund das 11-Fache des weltweiten BIP.

Bemerkenswert ist, dass bei der Liquidation von Lehman Brothers die über die Börsen durchgeführten Transaktionen mit Derivaten nicht schwierig abzuwickeln waren, während die OTC-Derivatgeschäfte nur sehr schleppend aufgelöst wurden, was zusätzliche Risiken für das Finanzsystem verursacht. Daher sollten Derivatkontrakte zumindest einfacher und einheitlicher gestaltet werden und vollständig im börslichen Handel abgewickelt werden.

Es scheint ein Bedarf nach umfassender, allgemeiner Transparenz zu bestehen sowie nach einer Regulierung aller Finanzgeschäfte, Instrumente und Akteure.

Sowohl die Mindestliquiditäts- als auch die Solvenzanforderungen müssen einer Regulierung unterliegen. Hätten die Banken, wie in der Vergangenheit, über eine höhere Liquidität verfügt, würden sie in der aktuellen Krise möglicherweise geringere Solvenzprobleme haben.

Das Ausmaß der Krise und der von ihr verursachte Schaden sollten es sehr viel einfacher und dringender erforderlich machen, die wünschenswerten Änderungen an der Finanzregulierung auszuarbeiten. Schwächere Finanzinstitute dürften sich heute einer solchen Regulierung weniger gut widersetzen können. Auch könnten sie erkennen, dass eine gute Regulierung langfristig tatsächlich in ihrem besten Interesse ist.

Der IWF sollte reformiert werden.

Vier wesentliche Reformen betreffend den IWF sollten Teil der Reformagenda sein (vgl. South Centre, 2008, *ibid.*). Die erste langfristige Reform ist die Schaffung einer bedeutsamen und wirklich weltweiten Reservewährung, die auf den IWF-Sonderziehungsrechten (SZR) basieren könnte. Sowohl die Ungerechtigkeiten als auch die Instabilität, die einem weltweiten Reservensystem auf Basis einer nationalen Währung zu eigen sind, würden dadurch überwunden. Die Erfahrung hat gezeigt, dass ein solches System von Phasen großen Vertrauens in den US-Dollar sowie von gelegentlichen Schocks geplagt wird, die von politischen Maßnahmen im Land der Reservewährung ausgelöst werden, welche ohne Rücksicht auf ihre internationalen Auswirkungen beschlossen werden.

Der zweite Punkt ist die Notwendigkeit, den IWF in den Mittelpunkt der Koordinierung der weltweiten makroökonomischen Politik zu stellen. Nur so kann den Entwicklungsländern bei diesem Punkt Gehör verschafft werden. Die vom IWF im Jahr 2005 ins Leben gerufene multilaterale Untersuchung war ein interessanter Schritt in diese Richtung, gleichwohl mangelte es ihr an verbindlichen Zusagen seitens der Beteiligten sowie an einem Mechanismus für die Rechenschaftspflicht.

Der dritte Punkt besteht darin, dass der IWF auch in Zeiten von Zahlungsbilanzkrisen rasch und ohne überzogene Bedingungen Kredite vergeben muss, insbesondere wenn die Krise exogene Ursprünge hat, etwa eine rasche Umkehrung der Kapitalflüsse und/oder eine massive Verschlechterung der Terms of Trade. Das bedeutet, dass rasch eine

Kreditlinie für Krisen im Kapitalverkehr eingerichtet werden muss; in diesem Sinne scheint der jüngste Beschluss (im Oktober 2008) zur Schaffung einer rasch auszahlenden, recht großen Fazilität durch den IWF ein sehr positiver Schritt zu sein. Diese neue *Short-Term Liquidity Facility* (SLF) stellt einen Finanzierungsmechanismus mit rascher Auszahlung für Länder mit solider Wirtschaftspolitik zur Verfügung, die infolge der aktuellen weltweiten Krise unter vorübergehenden Liquiditätsengpässen leiden. IWF-Direktor Strauss-Kahn betonte, die SLF stehe Ländern offen, die eine solide Wirtschaftspolitik betreiben, derzeit aber kurzfristige Liquiditätsprobleme hätten. Die G-24 hatten bei der IWF-Jahrestagung 2008 die Einrichtung einer derartigen Fazilität gefordert.

Um einen Kredit im Rahmen der SLF in Anspruch nehmen zu können, müssen die Länder eine solide makroökonomische Politik betreiben, Zugang zu Kapitalmärkten haben und eine tragbare Schuldenlast aufweisen. Darüber hinaus muss die letzte jährliche Länderbeurteilung durch den IWF positiv ausgefallen sein. Die SLF ist für Länder mit einer langjährigen soliden Politik bestimmt, die vom IWF im Rahmen der normalen Konsultationsprozesse gemäß Artikel IV beurteilt wurde (wie beispielsweise vorgeschlagen in Griffith-Jones und Ocampo, 2003). Der IWF erklärte: „Angesichts der starken Betonung der früheren Leistung werden Finanzierungsmittel ohne die übliche Tranchierung, Erfüllung bestimmter Leistungskriterien, Überwachung und unabhängig von sonst üblichen Vorgaben des Fonds zur Verfügung gestellt. Von den Kreditnehmern wird jedoch erwartet, dass sie sich weiterhin dazu verpflichten, für solide wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen zu sorgen.“³ Die Kredite werden eine Laufzeit von drei Monaten haben und können innerhalb eines Zeitraums von 12 Monaten zwei weitere Male verlängert werden.

³ Internationaler Währungsfonds. „IMF Creates Short-Term Liquidity Facility for Market-Access Countries.“ Pressemitteilung, 29. Oktober 2008.

Länder dürfen Kredite in Höhe von bis zu 500% ihrer Quote aufnehmen. Ferner wird davon ausgegangen, dass diese kurzfristige Hilfe für genügend Stabilität sorgen wird, um andere Quellen für Kredite zu erschließen – eine Annahme, die etwas optimistisch sein könnte.

Die US-Notenbank gab gleichzeitig die Einrichtung vorübergehender Swap-Linien mit den Zentralbanken Brasiliens, Mexikos, Koreas und Singapurs bekannt (zusätzlich zu den bereits mit der EZB sowie den Zentralbanken Kanadas, Australiens und Japans getroffenen Währungsvereinbarungen). Das scheint eine sehr positive Entwicklung zu sein und hat wenigstens kurzfristig dazu beigetragen, den Schwellenländern mehr Stabilität zu geben.

Die SLF des IWF stellt in gewisser Hinsicht eine Rückkehr zu einem Vorschlag des ehemaligen US-Präsidenten Clinton dar, der im Jahr 1998 anregte, der IWF solle einem zuvor genehmigten Kreis von Ländern Kredite ohne Konditionalität gewähren. Sein Vorschlag war eine Reaktion auf die massive Kritik an der Konditionalität der IWF-Kredite während der asiatischen Finanzkrise im Jahr 1997, die den Konjunkturabschwung in vielen asiatischen Ländern verschärfte. Der IWF nahm diesen Vorschlag im Jahr 1999 in abgeänderter Form an (als er die sog. *Contingency Credit Line* einführte), rückte 2003 aber wieder davon ab, da kein Entwicklungsland die Fazilität in Anspruch genommen hatte. Die Länder hatten nämlich befürchtet, dass ein Beitritt in diesen Kreis von Ländern als mangelndes Vertrauen in die fundamentale Lage der Volkswirtschaft gedeutet werden könnte.

Als Reaktion darauf plant der IWF, den Genehmigungsprozess zu rationalisieren und die Ergebnisse der abgewiesenen Länder vertraulich zu behandeln, um die Instabilität der Märkte in diesen abgewiesenen Ländern nicht zu vergrößern. Manche befürchten, dass es trotz der Bemühungen des IWF um Vertraulichkeit dazu kommen könnte, dass „Entwicklungsländer im Grunde genommen in eine Gruppe von A-Ländern, die nichtbedingte Kredite erhalten können, und eine Gruppe von B-Ländern, denen alle andere angehören, unterteilt werden.“⁴

Stiglitz erklärte, er beurteile das neue Kreditprogramm des IWF positiv, da es diesen instabilen Volkswirtschaften keine Bedingungen auferlege (wie es bei den 2008 gewährten IWF-Krediten für Island, Ungarn und die Ukraine bereits der Fall war). Bei der Auferlegung dieser Bedingungen verwendete der IWF „das gleiche Vokabular wie bei früheren Krisen: Das Vertrauen muss wiederhergestellt werden. Doch das Vertrauen wird nicht wiederhergestellt; die Folge sind lediglich weitere Konkurse.“⁵

Strauss-Kahn merkte außerdem an, die aktuelle Kreditvergabepraxis des IWF könne nicht ohne zusätzliche Mittel aufrechterhalten werden, und kündigte an, der IWF werde Länder mit hohen Devisenreserven (wie Japan und China) sowie Öl exportierende Länder um zusätzliche Gelder bitten. Sowohl der britische Premierminister Brown als auch der französische Staatspräsident Sarkozy bekräftigten, dass China und die Golfstaaten ihre IWF-Beiträge aufstocken müssten. Eine interessante Frage ist, ob eine solche Kreditvergabe durch den IWF oder durch einen Mechanismus erfolgen sollte, in dem die Länder, welche die Mittel bereitstellen, angemessen vertreten sind.

Auch sollten eine rasche Reform und eine aktivere Nutzung der Ausgleichsfinanzierung (das System für Ausgleichsfinanzierung des IWF wurde aufgrund der sehr rigiden Bedingungen seit 2000 nicht in Anspruch genommen) sowie der Erweiterung der Armutsbekämpfungs- und Wachstumsfazilität (PGRF) angestrengt werden, um einen Ausgleich für negative Terms-of-Trade-Schocks für Niedrigeinkommensländer zu schaffen. Die jüngsten Veränderungen an der *Exogenous Shocks Facility* (Ausgleichsfinanzierung für Niedrigeinkommensländer ohne PRGF) sind zwar begrüßenswert, aber eindeutig unzureichend, insbesondere mit Blick auf den Umfang der Kreditvergabe.

⁴Davis, B., M. Walker und J. Lyons. „IMF Creates \$100 Billion Fund to Aid Crisis Fight.“ *Wall Street Journal*, 30. Oktober 2008.

⁵Landler, M. „Healthy Countries to Receive IMF Loans.“ *The New York Times*, 29. Oktober 2008.

Eine Aufstockung dieser Fazilität ist angesichts der Schwere der aktuellen Krise dringend nötig. Allgemein erscheinen vor allem in Anbetracht der zuletzt starken Schwankungen der Terms of Trade die nachfolgenden generellen Vorschläge bezüglich der Ausgleichsfinanzierung besonders relevant (nähere Einzelheiten siehe Griffith-Jones und Ocampo, 2008).

Aufstockung

Der Umfang der bestehenden Fazilitäten und der Ressourcen – unter anderem für Zuschüsse und Subventionen, um eine vergünstigte Finanzierung von Krediten zu ermöglichen – ist gemessen an der Schwere der Schocks zu gering. Das scheint möglicherweise der wichtigste Punkt zu sein. Bei einer Aufstockung der Hilfen und/oder Erschließung innovativer Finanzierungsquellen sollten für die Finanzierung bei einem Schock höhere Mittel abgestellt werden. Diese müssten an weniger Einschränkungen (z. B. einen höheren Prozentsatz der IWF-Quote für den Zugang) betreffend den Umfang der Fazilitäten gekoppelt sein, so dass ein weit größerer Anteil der Fehlbeträge aus dem Export finanziert werden könnte.

*Kredite **und** Zuschüsse sind nützlich*

Im Falle von Niedrigeinkommensländern sind Zuschüsse nützlicher bei eher dauerhaften Schocks oder bei Schocks (z. B. Naturkatastrophen) mit längerfristigen Auswirkungen. Die offizielle Kreditvergabe spielt als potenziell rasche Hilfe jedoch eine wichtige Rolle und kann Anreize für Veränderungen in einem Land schaffen, um die Schadensanfälligkeit zu verringern. Für Mitteleinkommensländer spielen Kredite eine besonders bedeutende Rolle. Auch scheint eine intensivere Koordinierung zwischen Institutionen, die Kredite bereitstellen (z. B. der IWF), und solchen, die Zuschüsse zur Verfügung stellen (z. B. die Europäische Union), dringend notwendig.

Weitreichende Veränderungen der IWF-Kreditvergabe bei Handelsschocks nötig

Die IWF-Fazilitäten sollten deutlich vereinfacht werden, denn sie sind zu zahlreich (z. B. erweiterte PRGF, ESF und andere) und zu komplex.

Tatsächlich kennen Niedrigeinkommensländer möglicherweise nicht einmal alle verfügbaren Fazilitäten – oder verstehen sie nicht vollständig. Es sollte in der Tat über die Option nachgedacht werden, alle diese für Niedrigeinkommensländer zur Verfügung stehenden IWF-Fazilitäten für handelsbezogene Ausgleichszahlungen zu einer einzigen IWF-Fazilität mit geringer Konditionalität zusammenzufassen. Eine geringere Konditionalität ist eindeutig vonnöten. Was Länder mit einer vernünftigen Politik betrifft, sind rigide Bedingungen für Kredite bei externen Schocks nicht zu rechtfertigen. Eine Möglichkeit, eine überzogene Konditionalität bei Schocks zu verhindern, die auch für den IWF akzeptabler sein könnte, würde für Länder mit PRGFs, PSIs oder anderen Schattenprogrammen darin bestehen, ein Basisszenario für ihr Programm zu erstellen. Aufstockungen bei Schocks betreffend die Terms of Trade oder bei externen Schocks sollten darin jedoch eingebettet sein.

Allgemein sollte der IWF eher wie eine Zentralbank agieren, flexibel Liquidität bereitstellen, etwa so, wie Zentralbanken in den Industrieländern in den letzten Monaten massiv Mittel zur Verfügung gestellt haben. Diese neuen IWF-Kredite könnten für Bürgschaften für Auslandsschulden von Unternehmen und Banken aus Entwicklungsländern verwendet werden, um so den Zufluss privater Finanzierungsmittel aufrechtzuerhalten.

Die derzeitige Fassung der Satzung des IWF verpflichtet die Länder nicht zur Konvertibilität im Kapitalverkehr und gibt ihnen dadurch volle Autonomie, Richtlinien für den Kapitalverkehr zu beschließen. Da sich sowohl Euphorie als auch Panik an den Finanzmärkten weltweit übertragen, wäre es sinnvoll, intensiveren Gebrauch von Richtlinien für den Kapitalverkehr zu machen. Die Reformbemühungen sollten daher den IWF ermuntern, dies nicht nur zu tolerieren, sondern vielmehr die Länder aktiv dabei zu unterstützen, welche Richtlinien unter bestimmten Umständen beschlossen werden sollten. Tatsächlich sollte die Regulierungsstruktur, die zur Wahrung der finanziellen Stabilität in Zeiten der Globalisierung entwickelt werden muss, Vorschriften beinhalten, die für grenzüberschreitende Kapitalbewegungen gelten, etwa allgemeine Reservenforderungen für grenzüberschreitende Kapitalströme, Mindestverweildauern und das Verbot der Vergabe von Fremdwährungskrediten an Wirtschaftsakteure, die keine Einkünfte in diesen Währungen erzielen (South Centre, 2008).

Koordinierung der weltweiten makroökonomischen Politik ist wichtig

Die gegenwärtige weltweite Rezession erfordert eine massive Reaktion der Politik. Also eine deutlich expansive Geld- und Kreditpolitik in allen Industrieländern sowie eine expansive Fiskalpolitik. Die Entwicklungsländer sollten ebenfalls an der Lösung beteiligt werden und eine ebenso expansive Politik betreiben. Länder, die hohe Devisenreserven angehäuft haben, besitzen mehr Handlungsspielraum, um eine solche Politik zu verfolgen, als in früheren Krisen. Für Länder, bei denen dies nicht Fall ist, bedeutet das, dass die in der Vergangenheit übliche rigide Konditionalität der IWF-Mittel unbedingt vermieden werden sollte, da sie Entwicklungsländer zu einer kontraktiven makroökonomischen Politik zwang.

Eine starke Erhöhung der offiziellen Entwicklungsunterstützung für Niedrigeinkommensländer kann eine wichtige Rolle spielen, sowohl im Kampf gegen die Armut als auch als Beitrag zur Steigerung der Gesamtnachfrage auf weltweiter Ebene. Zusätzliche offizielle Entwicklungsunterstützung und Kredite zu stark vergünstigten Konditionen (z. B. von der IDA) sind besonders wichtig, um eine kontraktive Politik in den armen Ländern zu verhindern, die infolge eines Einbruchs der Rohstoffpreise unter einer Verschlechterung ihrer Terms of Trade leiden.

Frühere Krisen haben außerdem gezeigt, dass multilaterale Entwicklungsbanken eine entscheidende Funktion als Kreditgeber erfüllen können, wenn private Finanzierungsquellen versiegen. Ein besonders problematischer Punkt während Krisen in Entwicklungsländern ist der Rückgang der für Exporteure verfügbaren Handelskredite, durch den ein wichtiger Mechanismus, mit dessen Hilfe sich die Länder von Krisen erholen können, massiv behindert wird. Im Mittelpunkt der Bemühungen um Krisenbewältigung sollte daher stehen, dass multilaterale und/oder regionale Entwicklungsbanken ein umfassendes Programm für Handelskredite auflegen. Alternativ könnten multilaterale und regionale Entwicklungsbanken Bürgschaften für derartige Handelskredite gewähren. Diese Kreditlinien oder Bürgschaften sollten an keine Konditionalitäten geknüpft sein.

Der Reformprozess und die resultierende weltweite Führung und Kontrolle sollten demokratisch sein

Jeglicher Prozess zur Erörterung einer internationalen Finanzreform muss

demokratischen Charakter haben und sowohl Industrie- als auch Entwicklungsändern ein angemessenes Mitspracherecht geben. Das ausgearbeitete Führungs- und Kontrollsystem muss hauptsächlich auf *repräsentativen Institutionen* basieren, nicht auf ad hoc gebildeten Gruppen von Ländern. Eine intensive Einbeziehung der Vereinten Nationen, jener weltweiten Institution, in der die meisten Länder vertreten sind, in jeglichen Reformprozess ist notwendig. Die Folgekonferenz zur Konferenz für Entwicklungsfinanzierung, die Ende November und Anfang Dezember 2008 in Doha, Katar, stattfinden soll, könnte eine ideale Gelegenheit sein, um einen partizipativen Prozess ins Leben zu rufen, der mit Unterstützung und in enger Zusammenarbeit mit den Vereinten Nationen und den Bretton-Woods-Institutionen zu einer Reform der weltweiten Finanzarchitektur führt. In diesem allgemeineren Zusammenhang könnte eine Erweiterung der G-8 der Staats- und Regierungschefs – etwa eine G-20, der Staats- und Regierungschefs von Industrie- und Entwicklungsländern angehören – dazu beitragen, die Umsetzung der allgemeinen Agenda voranzutreiben. Dieser Prozess sollte Gespräche zum Mitspracherecht und der Vertretung der Entwicklungsländer im internationalen wirtschaftspolitischen Entscheidungsprozess sowie bei der Festlegung von Normen, wie in dem in Monterrey erzielten Konsens angeregt, beinhalten. Die einzigen Reformen in diesem Bereich wurden bislang vom IWF durchgeführt und waren überaus bescheiden.

Das System muss stärker auf regionale Institutionen setzen, und einige Entwicklungsländer können Mittel beisteuern

In allen Reformbereichen sollte der IWF enger mit regionalen Institutionen zusammenarbeiten, etwa der Chiang Mai Initiative oder dem Lateinamerikanischen Reservefonds. Tatsächlich könnte der „IWF der Zukunft“ als Mittelpunkt eines Netzwerks von regionalen Reservefonds angesehen werden, d. h. eines Systems, dessen Struktur eher jener der Europäischen Zentralbank oder des US-Notenbanksystems ähnelt als der einzelnen weltweiten Institution, die sie heute ist (Ocampo). Dieses System besteht auch bei den multilateralen Entwicklungsbanken.

Die Entwicklungsländer sind angesichts ihrer extrem hohen Devisenreserven in einer ausgezeichneten Position, ihren Beitrag zur Erfüllung dieser Aufgabe zu leisten. Eine aktivere Nutzung dieser Reserven für Swap-Vereinbarungen zwischen Zentralbanken, ihre Zusammenlegung zu Reservefonds oder zur Förderung der Entwicklung regionaler Anleihenmärkte sind Mechanismen, um den von ihnen geschaffenen Handlungsspielraum deutlich zu vergrößern. Diese Reserven und bestehende staatliche Vermögensfonds könnten ebenfalls dazu verwendet werden, die Bedeutung der regionalen Entwicklungsbanken, die sich im Besitz von Entwicklungsländern befinden, zu stärken, etwa durch Investition des Kapitals in bestehende Institutionen sowie in die Schaffung neuer Institutionen (Griffith-Jones, Ocampo und Calice, 2008). Die Reserven der Entwicklungsländer insgesamt beliefen sich Mitte 2008 auf annähernd 5 Billionen US-Dollar. Die Hälfte davon entfällt auf asiatische Entwicklungsländer, doch auch Lateinamerika und Afrika häufen in bemerkenswertem Tempo internationale Vermögenswerte an. Dieser Pool von Reserven übersteigt den unmittelbaren Liquiditätsbedarf der Entwicklungsländer (allerdings sind bei der Schwere der aktuellen Krise hohe liquide Reserven sehr wünschenswert). Das führte zur stärkeren Schaffung und Aufstockung staatlicher Vermögensfonds, die ihrerseits über weitere mehr als 3 Billionen US-Dollar an Vermögenswerten verfügen. Praktisch alle Reserven von Entwicklungsländern sind in Vermögenswerten von Industrieländern investiert.

Eine markante Erhöhung der Investitionen in Bereichen wie der Infrastruktur ist nötig, um künftig in Entwicklungsländern das Wachstum zu stützen. Ein sehr geringer Anteil der gesamten Devisenreserven der Entwicklungsländer – beispielsweise 1 % – könnte zur

Aufstockung der Mittel der regionalen Entwicklungsbanken oder zur Schaffung neuer Entwicklungsbanken verwendet werden, die in die Infrastruktur oder andere wichtige Sektoren investieren.

Infrastrukturinvestitionen sind in der Tat als Schlüsselfaktor für die Aufrechterhaltung und Förderung des Wachstums anerkannt. Allerdings besteht eine große Finanzierungslücke. Nach Angaben der Weltbank wenden Entwicklungsländer jedes Jahr durchschnittlich 3–4 % ihres BIP für die Infrastruktur auf gegenüber geschätzten 7 % des BIP, die erforderlich sind, um den bestehenden Infrastrukturbedarf zu decken und das rasante Wachstum aufrechtzuerhalten. Dies entspricht einem jährlichen Fehlbetrag von wenigstens 300 Milliarden US-Dollar (zu aktuellen Preisen). Die aktuelle Krise dürfte die Investitionen auf nicht absehbare Zeit weiterhin massiv drücken (vgl. Weltbank, 2008).

Die hohen Erwartungen bezüglich einer Finanzierung der Infrastruktur durch den privaten Sektor blieben weitgehend unerfüllt. Die privaten Investitionen bleiben begrenzt und sind weiter auf bestimmte Länder und Sektoren konzentriert. Nationalregierungen tragen nach wie vor den mit Abstand größten Teil der Finanzierung. Die offizielle Entwicklungsunterstützung und die Kreditvergabe durch multilaterale Banken sind zwar wertvoll, aber weiterhin unzureichend. Insbesondere bestehen große Lücken bei der Bereitstellung von Mitteln für wichtige regionale und grenzüberschreitende Investitionen, beispielsweise in den Energiesektor und den Straßenbau.

Multilaterale Finanzinstitute müssen ihre zentrale Funktion in der internationalen Entwicklungsarchitektur und vor allem bei der Finanzierung von Infrastrukturinvestitionen auch weiterhin erfüllen. Doch regionale und subregionale Finanzinstitute im Besitz von Entwicklungsländern können und sollten eine wichtige und wertvolle ergänzende Rolle spielen. Diese Institute geben Entwicklungsländern ein größeres Mitspracherecht und ein stärkeres Gefühl, Miteigentümer zu sein. Darüber hinaus dürften sie stärker auf gütliches Zureden als auf Konditionalität setzen und profitieren häufig von weniger starken Informationsasymmetrien.

Außerdem eignen sich regionale und subregionale Entwicklungsbanken besonders gut, um regionale öffentliche Güter bereitzustellen. Die wachsende Bedeutung der Handelsintegration und regionaler Handelsströme macht die Bereitstellung einer regionalen Infrastruktur dringend notwendig. Die in Europa gemachten Erfahrungen

bieten diesbezüglich wertvolle Erkenntnisse.

Wenn Entwicklungsländer nur 1 % ihrer Devisenreserven für das eingezahlte Kapital regionaler und subregionaler Institutionen aufwenden, würde sich daraus auf Basis der Höhe der aktuellen Reserven ein Betrag von 50 Milliarden US-Dollar ergeben. Ausgehend von einem Verhältnis aus Krediten zu Kapital von 2,4 (diese Schätzung basiert auf dem Wert für die erfolgreiche und finanziell solide *Andean Development Corporation*), könnten die gestärkten oder neuen regionalen und subregionalen Entwicklungsbanken über ein zusätzliches Kreditvolumen von rund 120 Milliarden US-Dollar verfügen.

Mit der Zeit könnten sie auch einbehaltene Erträge nutzen und so ihr Kreditvolumen ohne zusätzliches eingezahltes Kapital erhöhen. Letztlich könnten sie auf diese Weise einen bedeutenden Teil der notwendigen, aber bislang nicht getätigten Infrastrukturinvestitionen finanzieren.

Auf Basis dieser ersten Berechnungen würden die so generierten zusätzlichen Kreditkapazitäten deutlich höher sein als die Gesamtauszahlungen, die von den bestehenden multilateralen Entwicklungsbanken derzeit geleistet werden. Natürlich sind detailliertere Berechnungen und Analysen notwendig, ebenso Gespräche mit Regierungen, bestehenden Institutionen, Rating-Agenturen und anderen Beteiligten.

Durch Stärkung der bestehenden oder durch Aufbau neuer regionaler und subregionaler Finanzinstitute könnten Entwicklungsländer die Basis für die eigenen derzeitigen und zukünftigen Kreditvergabekapazitäten schaffen, die ihnen letztlich dabei helfen würden, ihre Entwicklungsziele zu erreichen. Angesichts ihrer hohen Devisenreserven ist unseres Erachtens nun der richtige Zeitpunkt, um eine solche Initiative zu starten. Ein Netzwerk von regionalen Entwicklungsbanken besteht bereits, obschon es in den verschiedenen Entwicklungsregionen unterschiedlich weit entwickelt ist. Die Vermehrung und das Wachstum dieser Institutionen sind höchst wünschenswert.

II. Globale und nationale Reform der Regulierung

Die allgemeine regulatorische Herausforderung

Die weltweite Krise, die im Sommer 2007 an den am weitesten entwickelten Finanzmärkten ausbrach, folgt zahlreichen tiefen und teuren Finanzkrisen, die sich in den letzten 25 Jahren in Entwicklungsländern ereigneten. Diese jüngste Krise hat wie die vorherigen die folgenden zwei Ursachen:

- a) inhärente Mängel in der Funktionsweise der Finanzmärkte, etwa ihre Neigung, sich in ihrem Verhalten von Auf- und Abschwungphasen leiten zu lassen, und
- b) die ungenügende, unvollständige und bisweilen unangemessene Regulierung.

Finanzkrisen sind aus fiskalischer Sicht (also für den Steuerzahler) häufig sehr teuer. Das liegt an ihren Auswirkungen in Form von Produktions- und Investitionsrückgängen sowie an ihren Folgen für die Menschen, die zum Großteil an der Krise unschuldig und zugleich arm sind. Die Umkehrung von Kapitalströmen sowie Bankenkrisen haben in der Tat zu zahlreichen kostenträchtigen Finanzkrisen geführt, durch welche die Produktion und der Konsum in Entwicklungsländern deutlich unter das Niveau gesunken sind, das sie erreicht hätten, wäre die Krise nicht eingetreten. Eichengreen (2004) schätzte, dass die Einnahmen von Entwicklungsländern im letzten Vierteljahrhundert 25 Prozent geringer ausfielen, als sie ohne diese Krisen gewesen wären. Die Kosten der aktuellen Krise in Form von Wachstumseinbußen und eines geringeren Armutsabbaus drohen weltweit und für die Entwicklungsländer leider sehr hoch zu

sein.

Es ist daher dringend notwendig und wichtig, die Finanzregulierung zu reformieren, um den Ausbruch von Finanzkrisen in Zukunft unwahrscheinlicher zu machen. Diese neuen Systeme der Finanzregulierung sollten versuchen, das alte ungelöste Problem der inhärenten Prozyklizität des Bankwesens und der Finanzmärkte durch eine antizyklische Regulierung anzugehen. Auch sollten sie sich mit solchen neuen Aspekten wie der zunehmenden Größe und Komplexität des Finanzsektors, der Entstehung einer neuen, noch unregulierten Gruppe von Akteuren und Instrumenten sowie der zunehmenden Globalisierung der Finanzmärkte zu befassen. Um dies angemessen zu tun und Regulierungsarbitragen zu vermeiden, muss die Regulierung umfassend sein.

Genau diese beiden allgemeinen Grundsätze, der umfassende Charakter und die Antizyklizität, sollten den Rahmen für Reformen der Finanzregulierung auf nationaler und weltweiter Ebene abstecken.

1. Zum umfassenden Charakter: Damit die Regulierung wirksam ist, muss das Zuständigkeitsgebiet des Regulierers mit dem zu regulierenden Markt identisch sein. Darüber hinaus werden von nationalen Zentralbanken bereitgestellte Fazilitäten als „Kreditgeber letzter Instanz“ während der aktuellen Turbulenzen zunehmend auf neue Akteure und Instrumente ausgeweitet und internationalisiert. Folglich ist eine entsprechende Ausweitung der Regulierung auf Akteure und Tätigkeiten, für die Rettungspakete geschnürt wurden oder werden dürften, unbedingt notwendig, um moralischen Gefahren vorzubeugen. Die Internationalisierung von Fazilitäten als „Kreditgeber letzter Instanz“ erscheint sowohl unvermeidbar als auch wünschenswert, da die privaten Finanzakteure ebenfalls weltweit agieren. Sie muss mit einer entsprechenden beträchtlichen Stärkung der internationalen Tragweite der Finanzregulierung einhergehen. Geschieht dies nicht, werden die moralischen Gefahren auf nationaler und internationaler Ebene erneut erheblich wachsen, da die Finanzaktivität und das risikobereite Verhalten in Bereichen rasant zunehmen wird, in denen die internationale Regulierung lückenhaft ist, Fazilitäten als „Kreditgeber letzter Instanz“ aber stillschweigend oder ausdrücklich Schutz bieten.

Umfassende Maßnahmen sind auf zwei Ebenen erforderlich:

a) Transparenz für alle Akteure und Tätigkeiten. Dies wird sowohl die

Registrierung als auch die Offenlegung der relevanten Kennzahlen für alle Finanzinstitute erfordern. Dies ist eine Voraussetzung für eine umfassende Regulierung, die jedoch auch den Gegenparteien anderer Finanzmarktteilnehmer und Anlegern sowie den Wirtschaftsbehörden zugute kommen wird.

b) Eine umfassende und gleichwertige Regulierung, um alle Akteure abzudecken, die im Namen Dritter investieren oder Kredite vergeben, sowie alle Tätigkeiten, die sie ausüben. Eine solche Regulierung muss auf eine Art und Weise erfolgen, dass die Liquidität **und** die Solvenz gesichert sind.

Tatsächlich hängen angemessene Liquiditäts- und Kapitalpolster miteinander zusammen, da ausreichende Reserven, die eine höhere Liquidität einzelner Institute sowie des gesamten Systems implizieren, in schwierigen Zeiten den Druck auf das Kapital mindern.

2. Eine wesentliche Marktunzulänglichkeit im Finanzsystem ist das prozyklische Verhalten der meisten Finanzakteure, das zu einer zu starken Risikoübernahme und Finanzaktivität in guten Zeiten, in schlechten Zeiten aber zu einer ungenügenden Risikoübernahme und Finanzaktivität führt. Folglich ist ein wesentlicher Grundsatz und ein wünschenswertes Merkmal für eine wirksame Regulierung, dass sie antizyklisch sein muss, um einen Ausgleich für das von Natur aus prozyklische Verhalten der Kapital- und Bankenmärkte zu schaffen. Dass ein solcher Ansatz in der Tat wünschenswert ist, wurde von internationalen Institutionen wie der BIZ (2005, 2008) und führenden Gelehrten (Ocampo und Chiappe, 2003; Goodhart und Persaud, 2008) wiederholt betont. Dies impliziert variierende regulatorische Bestimmungen in Bezug auf die Reserven, das Verhältnis aus Verbindlichkeiten und Vermögenswerten, das Kapital, die Verlustrückstellungen usw. je nach Phase des Konjunkturzyklus. Wie weiter unten erörtert, könnten regulatorische Kennzahlen wie z. B. das Kapital daher entsprechend dem Wachstum des Gesamtvermögens und/oder der Zunahme der Anlagen in bestimmten Sektoren, z. B. Wohnimmobilienkredite, variiert werden. Wie der Chefökonom der BIZ, William White, 2007 erklärte, würden dabei „monetäre und Kreditdaten als Grundlage zur Vermeidung von Finanzexzessen im Allgemeinen anstatt des Inflationsdrucks im Besonderen verwendet werden.“

Kriterien und Grundsätze für eine nationale und internationale Reform der

Finanzregulierung

Wie oben erwähnt, gibt es zwei allgemeine Grundsätze, d. h. den umfassenden Charakter und die Antizyklizität, die beachtet werden müssen, damit die Finanzregulierung wirksam dazu beitragen kann, finanzielle Stabilität zu gewährleisten und Krisen zu verhindern.

1. Regulierung muss umfassend sein. Eine der Hauptursachen für die aktuelle Krise ist der Umstand, dass ein immer kleinerer Teil der gesamten Kapital- und Bankenmärkte einer wirksamen Regulierung unterliegt. Nach den Worten von Damon Silvers von der AFL-CIO (2008) „gleichet das Regulierungssystem einem Schweizer Käse, in dem die Löcher immer größer werden.“

Wie so häufig war es auch in dieser Krise so, dass die Teile des Finanzsystems, die nicht oder zu lasch reguliert wurden, mehr Probleme verursachten. Aufgrund von Regulierungsarbitragen verschob sich der Anstieg der Aktivität (und des Risikos) im Finanzsektor zunehmend zu unregulierten Mechanismen (SIV), Instrumenten (Derivate) bzw. Institutionen (Hedgefonds). Diese Teile des Schattenfinanzsystems waren zwar unreguliert, *de facto* aber durch die Bereitstellung von Krediten, garantierten Liquiditätslinien oder anderen Zusagen von systemisch wichtigen Banken abhängig.

Ein gutes Beispiel dafür, wie der Mangel an Kapitalanforderungen zu einem übermäßigen Wachstum unregulierter Mechanismen führte, liefern SIV (strukturierte Anlageinstrumente). Interessanterweise gestatteten die spanischen Regulierungsbehörden Banken den Besitz von SIV zwar, schrieben spanischen Banken aber vor, die gleichen Kapitalanforderungen zu erfüllen wie bei anderen Anlagen. Dadurch wurden Wachstumsanreize für diese Instrumente beseitigt.

Positiv ist, dass Basel II im Gegensatz zu Basel I Banken vorschreibt, Kapital zurückzustellen, um die Liquiditätszusagen für diese Instrumente zu erfüllen. Für diese Zusagen gelten jedoch bei kurzen Laufzeiten geringere Kapitalanforderungen. Außerdem plant der Basler Ausschuss angeblich, diese Kapitalanforderungen zu erhöhen, um Anreize für Regulierungsarbitragen zu beseitigen (FSF, 2008, *ibid.*). Derartige Maßnahmen sind zwar positiv, reichen allein aber nicht aus. Eine umfassendere Lösung wäre es, wenn alle Instrumente und Transaktionen in den Bilanzen der Banken auftauchen müssten. Dann sollte es keine Regulierungsarbitrage

geben, da risikogewichtete Kapitalanforderungen für alle bilanzwirksamen Aktivitäten gelten würden. Darüber hinaus könnte dadurch eine deutlich größere Transparenz im Bankwesen erreicht werden.

Die Debatte um SIV verdeutlicht, dass eine umfassende, gleichwertige Transparenz und Regulierung für alle Institute und Instrumente die einzige Lösung ist. Dies würde Regulierungsarbitragen eindämmen oder sogar beseitigen und dazu beitragen, zu hohe systemische Risiken zu verhindern – was für die finanzielle Stabilität entscheidend ist. Die massive Ausweitung der Fazilitäten letzter Instanz, die unlängst sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene zu beobachten war, begründet ebenfalls die Notwendigkeit einer zunehmend umfassenderen Regulierung zur Vermeidung moralischer Gefahren.

Der Aufgabe, eine gleichwertige Regulierung der Anlagen in punkto Solvenz und Liquidität für alle Finanzinstitute und Aktivitäten zu definieren, kommt eine entscheidende Bedeutung zu.

Genauer gesagt, müssen alle Akteure, die im Namen Dritter investieren oder Kredite vergeben, d. h. das Geld anderer nutzen und eine Form von Fremdkapital bereitstellen, sowohl relevanten Transparenzanforderungen unterliegen als auch reguliert werden. In den Instituten selbst müssen alle Aktivitäten einer gleichwertigen Regulierung unterliegen. Daher müssen auch Institute und Organismen wie Hedgefonds einem Regulierer unterstellt werden, ebenso die bilanzunwirksamen Aktivitäten von Banken.

Spezifische Maßnahmen wurden bereits ergriffen, um eine umfassendere Regulierung zu erreichen. Beispielsweise befassen sich die US-Behörden derzeit mit Regulierungslücken in der Aufsicht über Institute, die Hypotheken vergeben und finanzieren – zweifellos ein begrüßenswerter Schritt. Ebenso wichtig ist, dass die Unterstützung für eine umfassende Regulierung wächst.

So macht zum Beispiel ein viel beachteter EU-Bericht (EU 2008) deutlich, dass die Finanzregulierung umfassend sein sollte. Er betont insbesondere, dass Hedgefonds reguliert werden müssten, und gibt spezifische Empfehlungen zur Begrenzung des Fremdkapitaleinsatzes von Hedgefonds zur Wahrung der Stabilität des EU-Finanzsystems. Einige der einflussreichsten anerkannten Kommentatoren (vgl. z. B. Roubini, 2008 und Wolf, 2008) treten vehement für eine umfassende Regulierung aller relevanten Institute

und Aktivitäten ein. So schreibt etwa Martin Wolf: „Um eine wirksame Regulierung zu erreichen, muss diese in allen bedeutenden Ländern alle relevanten Institute und die gesamte Bilanz abdecken. Sie muss den Fokus auf das Kapital, die Liquidität und die Transparenz legen.“ Sehr ermutigend ist außerdem, dass der Entwurf des US-Finanzministeriums für eine Reform der Finanzregulierung vom März 2008 (U.S. Treasury, 2008) trotz einiger Detailmängel die Ansicht zum Ausdruck brachte, dass die Regulierung umfassend sein und auch Hedgefonds und andere private Kapitalpools abdecken sollte.

Eine entscheidende Voraussetzung für eine umfassende Regulierung ist die vollständige Transparenz der relevanten Kennzahlen. Transparenz bietet auch anderen Akteuren Vorteile, z. B. Anlegern, anderen Marktteilnehmern und Wirtschaftsbehörden.

2. Der Abbau von Informationsasymmetrien zwischen Marktakteuren und Regulierern ist eine wesentliche Voraussetzung für eine bessere Regulierung. Vielfach wissen die Regulierer einfach nicht, wie stark die Risiken zunehmen und wie diese Risiken verteilt sind. Je komplexer und größer das Finanzsystem ist, um so undurchsichtiger ist es und um so schwieriger ist die Informationsbeschaffung. Aufbauend auf die Arbeit von Stiglitz (z. B. Stiglitz und Weiss, 1981), gibt es eine Vielzahl theoretischer Werke, die zeigen, dass Marktversagen und falsche Anreize zu einer unzureichenden Bereitstellung von Informationen durch den privaten Sektor und einer Überwachung durch private Akteure führen, was wiederum Grund genug für Interventionen seitens des offiziellen Sektor ist (vgl. Einschätzung der US-Notenbank in Kambhu et al., 2007).

Ein Beispiel sind die komplexen und vollkommen intransparenten OTC-Derivate, die ein gewaltiges Niveau erreicht haben. Mögliche Lösungen würden darin bestehen zu versuchen, diese Instrumente zu standardisieren, vor allem aber ihre Abwicklung über Börsen mit Clearingstellen vorzuschreiben, wie Soros (2008) für die Credit Default Swaps vorschlägt, die ein Volumen von 45 Billionen US-Dollar erreicht haben. Gegenwärtig wissen die Inhaber dieser Kontrakte nicht einmal, ob ihre Kontrahenten angemessen mit Kapital ausgestattet sind. Diese Schaffung von Clearingstellen oder Börsen sollte für alle OTC-Derivate obligatorisch werden. Das bietet den Vorteil, dass für jede Transaktion die Einhaltung angemessener Einschuss-

und Kapitalanforderungen gewährleistet wäre, sowie viele weitere Vorteile, darunter eine größere Liquidität dieser Märkte.

Ein weiteres, in gewisser Weise damit zusammenhängendes Beispiel, das die Notwendigkeit einer größeren Transparenz belegt, sind Hedgefonds. Diesbezüglich herrscht (auch in der Hedgefondsbranche selbst) zunehmende Einigkeit darüber, dass bessere Informationen über Hedgefonds und andere HLI (*Highly Leveraged Institutions*, Institute mit einem hohen Anteil an Fremdfinanzierungsmitteln) auch für Anleger, Gegenparteien sowie Regulierer von großem Nutzen wären. Wie in einem früheren Papier (Griffith-Jones et al., 2007) erwähnt, erscheint eine Berichterstattung von Hedgefonds über Markt-, Liquiditäts- und Kreditrisiken angemessen. Ebenso scheint wichtig zu sein, dass Hedgefonds über weltweite und länderspezifische Positionen, die Gesamthöhe des Fremdkapitalanteils und insbesondere über ihre Long- und Short-Positionen sowie andere Aspekte wie die Handelsintensität Bericht erstatten.

Wichtig ist ferner zu entscheiden, mit welcher Regelmäßigkeit und gegenüber wem Informationen offengelegt werden; weitere wichtige Fragen sind, ob diese Informationen von allen oder nur von systemisch bedeutsamen Hedgefonds bereitgestellt werden sollten.

Was die Regelmäßigkeit der Berichterstattung anbelangt, so kann diese in Echtzeit oder mit zeitlicher Verzögerung erfolgen. Obgleich eine Berichterstattung in Echtzeit besonders nützlich wäre, ist sie potenziell kostenträchtig; allerdings muss ein Großteil dieser Informationen bereits vertraulich verfügbar sein. Die Berichterstattung in Echtzeit kann, wenn sie öffentlich verfügbar ist, einerseits die Marktstabilität verbessern, indem sie den Aufbau konträrer Position fördert. Andererseits besteht aber auch die Gefahr, dass sie einem „Herdentrieb“ Vorschub leistet, wenn andere Marktteilnehmer die Positionen großer Akteure, z. B. Hedgefonds, nachbilden (siehe informative Erörterung in De Brower, 2001). Die Offenlegung zu festen Zeitpunkten birgt dabei das Problem, dass die Akteure für diese Momentaufnahmen ihre Portfolios aufpolieren könnten. Die Lösung könnte darin bestehen, dass auch die Höchst- und Mindestpositionen in diesem Zeitraum offengelegt werden müssen, um einem solchen Aufpolieren vorzubeugen.

Am besten scheint zu sein, wenn die Informationen öffentlich zugänglich

gemacht werden, z. B. im Internet. Es genügt möglicherweise eine Sammelberichterstattung über alle Positionen nach Typ von Institut oder Organismus, z. B. Banken, Wertpapierhäuser, Hedgefonds, andere HLI etc. Durch diese gesammelte Berichterstattung würde vermieden, dass Einzelpositionen offengelegt werden müssen.

Es scheint wichtig zu sein, eine Institution zu finden, die diese Daten effizient sammelt und verarbeitet, ohne die Vertraulichkeit zu beeinträchtigen. Die Institution mit der größten Erfahrung mit der Sammlung ähnlicher Daten ist die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), die bereits detaillierte Informationen über Banken und andere Finanzinstitute zusammenstellt. Die Reputation der BIZ würde außerdem die vertrauliche Behandlung von Informationen über die einzelnen Positionen gewährleisten. Ein künftiger weltweiter Finanzregulierer könnte zu einem späteren Zeitpunkt hierbei ebenfalls Funktionen erfüllen. Wie Davies und Green (2008) darlegen, liefert das explosionsartige Wachstum von Hedgefonds aus Sicht der finanziellen Stabilität sicherlich gute Gründe für eine erweiterte Aufsicht über den Sektor durch Regulierer. Damit diese Aufsicht wirksam ist, sollte sie auf internationaler Ebene erfolgen, da auch die Fonds und anderen Institute mit einem hohen Anteil an Fremdfinanzierungsmitteln, die auch große Private-Equity-Fonds umfassen sollten, international agieren. Mitwirken sollten daher auch Regulierer aus Offshore-Finanzzentren, in denen die Fonds ihren Sitz haben. Dies böte den zusätzlichen Vorteil, dass diese Regulierer dazu angehalten würden, eine gewisse Verantwortung für die Fonds zu übernehmen, die sie nur allzu gern in ihr Land lassen.

In Bezug auf die intransparentesten Akteure (Hedgefonds) und Transaktionen (Derivate) haben wir die Fragen der Transparenz und Offenlegung behandelt. Doch ähnliche Kriterien müssen auch für andere intransparente Akteure und insbesondere für die intransparenten Teile des Bankensystems gelten.

3. Regulierung muss antizyklisch sein. Die bedeutendste Unzulänglichkeit der Finanzmärkte scheint seit vielen Jahren ihre Prozyklizität zu sein. Es ist daher wichtig, dass die Regulierung versucht, dies auszugleichen und zu begrenzen (vor allem in Aufschwungphasen, in denen übermäßige Risiken entstehen), indem sie einen antizyklischen Ansatz verfolgt. Es macht Mut, dass unter Gelehrten, Institutionen wie der BIZ (die in ihrem Jahresbericht 2008 sehr vehement für eine antizyklische Regulierung eintritt) und zunehmend auch unter Regulierern und Zentralbanken wie der Bank of England

endlich zunehmende Einigkeit darüber herrscht, dass die Einführung antizyklischer Elemente in die Regulierung dringend notwendig ist. Der Jahresbericht 2008 der BIZ legt richtigerweise dar, dass der Trend zur Globalisierung, Konsolidierung und Verbriefung und Umwandlung von Forderungen in Wertpapiere sowohl die Wahrscheinlichkeit eines exzessiven Verhaltens in Aufschwung- als auch die Kosten in Abschwungphasen erhöht, so dass die gefährlichen und negativen Nebenwirkungen des prozyklischen Verhaltens der Finanzmärkte zunehmen. Die Einführung einer antizyklischen Regulierung wird damit um so dringlicher. Die Frage lautet derzeit weniger, *ob*, sondern vielmehr, *wie* und *wann* eine antizyklische Regulierung eingeführt wird.

Im Hinblick auf die Banken haben Goodhart und Persaud (2008) einen konkreten Vorschlag vorgelegt: Die Kapitalanforderungen gemäß Basel II sollten um eine Kennzahl erweitert werden, die an das jüngste Wachstum der Summe der Aktiva von Banken gekoppelt ist. Das ist sehr wichtig, da auf diese Weise eine klare, einfache und transparente Richtlinie für die Einführung eines antizyklischen Elements in der Regulierung von Banken bereitgestellt wird. Ein weiterer Vorteil dieses Vorschlags ist der Umstand, dass er recht einfach umgesetzt werden kann, da er auf Basel II aufsetzt.

Und schließlich bietet er – im Kern des Konzepts der Antizyklizität – den Vorteil, dass eine Verbindung zwischen mikro- und makroökonomischer Stabilität hergestellt wird.

Laut diesem Vorschlag würde jeder Bank auf Basis makroökonomischer Kennzahlen wie der Inflation und der langfristigen Wirtschaftswachstumsrate ein gewisser „Grundbetrag“ für den Anstieg der Vermögenswerte zugestanden. Dabei würde der tatsächliche Anstieg der Vermögenswerte der Bank als gewichteter Durchschnitt des jährlichen Wachstums gemessen (bei einer stärkeren Gewichtung des Wachstums in jüngster Vergangenheit).

Wird eine solche Richtlinie eingeführt, sollte sie unbedingt einfach und so gestaltet sein, dass Regulierer sie nicht ohne Weiteres lockern können, damit sie nicht von der allgemeinen Euphorie erfasst werden, die starke Aufschwungphasen kennzeichnet.

Dabei ergeben sich drei Fragen. Sollte der Fokus allein auf dem Anstieg der Summe der Aktiva der Bank liegen oder sollte auch ein exzessiver Anstieg der Kreditvergabe der Bank in bestimmten Sektoren, die besonders stark gewachsen sind (wie zuletzt der Immobiliensektor), durch eine bestimmte Gewichtung berücksichtigt werden? Oder eventuell auch die Zunahme der Vergabe risikoreicherer Kredite? Krisen entstanden häufig aus einer exzessiven Kreditvergabe an bestimmte Sektoren oder Länder (z. B. Schwellenländer) in kräftigen Aufschwungphasen. Allerdings ist einem systemischen Versagen des Bankensektors in den meisten Fällen auch ein exzessiver Anstieg der Summe der Aktiva von Banken vorausgegangen.

Zweitens: Besteht die beste Möglichkeit zur Einführung antizyklischer Elemente darin, mit der Zeit die Anforderungen an eine angemessene Kapitalausstattung abzuändern? Wäre nicht alternativ die Erhöhung der Rückstellungen für künftige Verluste – wie in Spanien und Portugal – eine gute Option, zumal sie sich bewährt hat, wie Ocampo und Chiappe (2003) und andere darlegen? Ein Vorteil von Rückstellungen besteht darin, dass sie eben den Zweck haben, für die Finanzierung **erwarteter** Verluste (in diesem Fall verursacht durch den Geschäftszyklus) verwendet zu werden, während im Gegensatz dazu Kapital für die Deckung unerwarteter Verluste verwendet wird. Ein Nachteil von Rückstellungen besteht dagegen darin, dass Wirtschaftsprüfer die Bildung von Rückstellungen für erwartete Verluste, insbesondere für Anlageklassen, ablehnen.

Bei der Festlegung weltweiter Rechnungslegungsgrundsätze wäre es wünschenswert, wenn diese der Frage, wie zwischen dem Ziel von wirksamen Maßnahmen für die Stabilität einzelner Banken wie auch des gesamten Bankensystems und ihrer derzeitigen Betonung der Weitergabe von Informationen an Anleger ein sinnvoller Ausgleich gefunden werden kann, weit mehr Aufmerksamkeit schenken würden.

Schließlich steht noch die entscheidende Frage des Timings im Raum. Es scheint überaus wichtig zu sein, diese Änderungen zügig vorzunehmen, solange das Verlangen nach einer Reform der Regulierung noch groß ist. Die Einführung sollte jedoch zeitlich verzögert erfolgen, um zu verhindern, dass erhöhte Kapitalanforderungen (vor allem im Zusammenhang mit dem Gewicht, welches das Wachstum in den vergangenen Jahren in der G-P-Formel hatte und hoch sein würde) die derzeit geschwächten Banken unter Druck bringen und die Kreditkrise verschärfen. Der Fremdkapitalanteil muss in

der Tat reduziert werden, doch dies muss schrittweise erfolgen.

Einige der am wenigsten regulierten Teile des Finanzsystems könnten mit die stärksten prozyklischen Auswirkungen haben, auch auf Schwellenländer. Ein solches Beispiel ist die Rolle, die Hedgefonds und Derivate bei Carry-Trades (Geschäfte unter Ausnutzung von Zinsvorteilen) spielen. Es gibt zunehmende empirische Belege dafür, dass diese Carry-Trades stark prozyklische Effekte auf die Wechselkurse von Industrie- und Entwicklungsländern haben (zu Übertreibungen nach oben und unten beitragen). Das wiederum hat häufig negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft (vgl. Brunnermeier, Nagel und Peterson, 2008, zu den Effekten auf Industrieländer; vgl. Dodd und Griffith-Jones, 2008 und 2006, zu Belegen für Brasilien und Chile). Wie im Verlauf der aktuellen Krise besonders deutlich wurde, waren Carry-Trades sehr viel verbreiteter, als vielen klar war.

Praktisch alle Währungen, in denen hohe Zinsen gezahlt wurden (darunter die Währungen der meisten Schwellenländer) waren von Carry-Trades betroffen, was in guten Jahren zu ihrer Überbewertung führte. Als sich die aktuelle weltweite Krise aber verschärfte und Carry-Trades umgekehrt wurden, trug dies zu massiven Abwertungen bei (Autoren, FT, Oktober 2008).

Damit die Regulierung, wie oben dargelegt, umfassend ist, sollte es Mindestkapitalanforderungen für alle Derivathändler und Mindestanforderungen an die Sicherheiten für alle Derivatgeschäfte geben, um den Anteil an Fremdfinanzierungsmitteln und das systemische Risiko zu mindern. Anforderungen an die Sicherheiten bei Finanzgeschäften funktionieren ganz ähnlich wie Kapitalanforderungen an Banken.

Die Frage des Timings ist überaus wichtig für die Einführung umfassenderer Kapitalrichtlinien für andere Akteure, wie oben im Falle der Regulierung von Banken erörtert. Die Richtlinien müssen angesichts der lauten Forderungen nach Regulierung jetzt beschlossen werden, möglicherweise aber zeitlich verzögert eingeführt werden, wenn die Finanzinstitute wieder an Stärke gewonnen haben. Würde das jetzt geschehen, könnten die Finanzinstitute weiter geschwächt und/oder die Kreditkrise weiter verschärft werden.

Eine Frage, die einer eingehenderen Prüfung bedarf, lautet, ob die Regulierung mit Blick auf die Anforderungen an die Sicherheiten und die Kapitalausstattung bei Derivaten

ebenfalls antizyklische Elemente aufweisen sollte. Das erscheint wünschenswert. Es würde bedeuten, dass bei einem sehr starken Anstieg von Derivatpositionen, seien es Long- oder Short-Positionen, (wenn beispielsweise der Anstieg deutlich über dem historischen Durchschnitt liegt) die Anforderungen an die Sicherheiten und die Kapitalausstattung ebenfalls erhöht werden könnten. Zu untersuchen ist auch die Frage, ob dies bei allen Derivaten (eine deutlich größere Aufgabe, die aber unserem Grundsatz entspricht, dass die Regulierung umfassend sein muss) oder nur für Derivate erfolgen soll, die nach Einschätzung der Regulierer systemische Risiken (Leerverkäufe von Bankaktien) verursachen können oder nach Ansicht der Politik negative makroökonomische Auswirkungen haben könnten (Carry-Trades, die zu Übertreibungen nach oben und unten bei den Wechselkursen führen). Der letztgenannte, einfacher zu bewältigende Ansatz könnte aber eine ungünstige Zunahme von Derivaten zulassen, die negative externe Effekte haben, derer sich die Finanzregulierer und Wirtschaftsbehörden zunächst nicht bewusst sind.

Allgemein müssen unter Umständen antizyklische Kriterien der Regulierung auf Richtlinien für alle Transaktionen und Institute angewandt werden. Neben einer Umsetzung auf Ebene der einzelnen Institute oder Transaktionen kann es, wie die BIZ (2008) darlegt, notwendig sein, einen stärkeren Fokus auf systemische Aspekte zu legen, zum Beispiel darauf, dass viele Institute in ähnlichem Umfang dem Risiko allgemeiner Schocks ausgesetzt sind und die Gefahr einer Ansteckung zwischen Märkten und Instituten besteht. Das ist aus technischer Sicht eine anspruchsvolle Aufgabe, da ein Regelungsbedarf für einzelne Institute nicht nur deren eigenes Verhalten, sondern auch systemweite Entwicklungen wie steigende Immobilienpreise berücksichtigen müsste.

Schließlich ist eine antizyklische Finanzregulierung, wie weiter unten erläutert, in der modernen Wirtschaft eine zunehmend bedeutsamere Ergänzung zu einer antizyklischen Geldpolitik. Antizyklische Elemente kommen sowohl bei der Finanzregulierung als auch in der Geldpolitik derzeit zu kurz, obgleich sie in der Fiskalpolitik, vor allem in Industrieländern, breite Akzeptanz genießen.

4. Regulierung muss international möglichst straff abgestimmt sein. Eine der einfachsten Möglichkeiten, Unterschiede in der Regulierung auszunutzen (Regulierungsarbitrage), besteht darin, Aktivitäten in Ländern mit lascherer

Regulierung zu verlegen, insbesondere in Offshore-Wirtschafts- und Finanzzentren. Das gilt insbesondere, aber nicht ausschließlich für OTC-Derivate und Hedgefonds.

Die internationale Gemeinschaft hat wichtige, nützliche Schritte in diese Richtung unternommen. Angesichts des Tempos und der Stärke der Globalisierung privater Finanzen und ihrer häufig negativen Auswirkungen auf Unbeteiligte sind ihre Anstrengungen aber eindeutig unzureichend.

Die Debatte um einen weltweiten Finanzregulierer muss dringend auf die internationale Agenda gesetzt werden. Unterdessen müssen Bemühungen um eine stärkere Koordinierung zwischen den nationalen Regulierern oberste Priorität genießen. Auch die vollumfängliche Mitwirkung von Regulierern aus Entwicklungsländern an wichtigen Regulierungsforen wie dem Basler Ausschuss ist dringend notwendig. Angesichts ihrer wachsenden systemischen Bedeutung wäre es absurd und ineffizient, wenn sie nicht mitwirken würden.

5. Vergütungen von Bankern und Fondsverwaltern bedürfen einer Selbstregulierung oder einer Regulierung. Wie Stiglitz (2008) erläutert, bilden Anreizprobleme den Kern des Boom-Bust-Verhaltens der Finanz- und Bankenmärkte, also ihrer Neigung, bei Auf- bzw. Abschwungphasen auf den Zug aufzuspringen und die Entwicklung so zu beschleunigen. Ein Großteil der Boni ist an kurzfristige Gewinne gebunden und einseitig. Sie sind positiv in guten Zeiten und niemals negativ, selbst wenn hohe Verluste anfallen (Roubini, 2008). Diese Asymmetrien sind bei Institutionen wie Hedgefonds sogar noch ausgeprägter, bei denen die Honorare der Verwalter bei hohen Gewinnen kräftig steigen, bei einer schlechten Wertentwicklung aber nur leicht sinken, was Anreize für ein hochriskantes Anlageverhalten und eine zu starke Fremdkapitalaufnahme liefert (Kambhu et al., 2007, *ibid.* und Rajan, 2005).

Es herrscht zunehmend Einigkeit darüber, dass hohe Vergütungen und ihre Kopplung an kurzfristige Gewinne zum Boom-Bust-Verhalten der Finanzmärkte beitragen. Daher stellt das FSF in seinem oben genannten Bericht (2008, *ibid.*) fest: „Die Vergütungsmodelle begünstigten es häufig, dass unverhältnismäßig große Risiken eingegangen, langfristige Risiken aber ungenügend berücksichtigt wurden.“ Mehrere

führende Persönlichkeiten an der Wall Street und in der City of London fordern ein radikales Umdenken in Bezug auf die Vergütungsmodelle (Lewitt, 2008). Interessanterweise erkennt selbst das Institute of International Finance (welches führende Banken vertritt) eben jene von den FSF-Berichten angeprangerten Verzerrungen an, die durch die Vergütungsmodelle verursacht werden. Erwartungsgemäß spricht es sich jedoch gegen eine Reformierung der Vergütungsmodelle durch die Regulierer aus.

Die Empfehlung des FSF-Berichts, dass die Regulierer in Zusammenarbeit mit den Marktteilnehmern die durch unangemessene Anreizstrukturen entstehenden Risiken mindern sollten, ist positiv. Das ist sehr ermutigend. Ob die Marktteilnehmer diese Veränderungen freiwillig akzeptieren werden, ist aufgrund kollektiver Maßnahmen und anderer Probleme aber fraglich.

Kurzfristige Boni haben einen weiteren negativen Effekt, der nicht so häufig herausgestellt wird. In guten Zeiten nämlich erzielen Banken und andere Finanzinstitute sehr hohe Gewinne, die zum Großteil aber nicht einbehalten, sondern an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Dies geschieht in Form sehr hoher Bonuszahlungen. Wall-Street-Analyst Lewitt (2008) drückte es folgendermaßen aus: „Die Banken dürfen zu viel Kapital in Form von Barausschüttungen aus der Hand geben.“ Banken wird in guten Zeiten Kapital entzogen, das ihnen dann in schlechten nicht mehr als zur Verfügung steht. Bricht eine Krise aus, werden Rettungspakete geschnürt, um die Banken zu rekapitalisieren. Die Zeche zahlt der öffentliche Sektor, letztlich also der Steuerzahler. Man könnte in der Tat behaupten, dass der Steuerzahler im Nachhinein für zu hohe Bonuszahlungen aufkommt. Der Forderung nach einer Regulierung der Vergütungsmodelle liefert dies neue Nahrung. Tatsächlich verursachen sehr hohe kurzfristige Boni aus drei Gründen eine moralische Gefahr. Erstens ermuntern sie dazu, viel zu große Risiken einzugehen. Zweitens entziehen sie den Banken potenzielles Kapital, so dass die Wahrscheinlichkeit steigt, dass kostenträchtige staatliche Rettungsmaßnahmen notwendig werden. Und wenn schließlich die Banken infolge zu hoher eingegangener Risiken Verluste erzielen, könnten sie in Zukunft durchaus weniger Steuern zahlen. Diese beiden letztgenannten Effekte finden in der Literatur traditionell kaum Erwähnung.

Dieses Problem könnte auf einfache Weise gelöst werden. Unter anderem könnte lediglich ein festes monatliches Grundgehalt gezahlt und Boni auf einem

Treuhandkonto, z. B. in einem kurzfristigen Pensionsfonds, akkumuliert werden. Diese könnten dann erst nach Ablauf eines Zeitraums ausgezahlt werden, der einem durchschnittlichen vollen Konjunkturzyklus entspricht – unabhängig davon, ob die Person im Unternehmen bleibt oder nicht. Die Anreize würden sich dahingehend verschieben, mittel- oder langfristige Gewinne zu erzielen. Und dass zu große Risiken eingegangen werden, um kurzfristige Boni zu erhalten – also hohe Zahlungen im Voraus vereinnahmt werden, aber keine Kosten getragen werden, wenn Verluste entstehen –, würde deutlich seltener geschehen.

Es gibt natürlich einige technische Probleme hinsichtlich der optimalen Umsetzung. Diese könnten recht einfach aus dem Weg geräumt werden. Das Hauptproblem wird aber politischer Natur sein: Der Widerstand von Bankern und Fondsmanagern muss überwunden werden. Angesichts des Ausmaßes der aktuellen Krise und ihrer schädlichen Auswirkungen auf die Realwirtschaft – insbesondere in den führenden Industrieländern – könnte dies der optimale Zeitpunkt sein, weiter voranzuschreiten. Man könnte es mit Selbstregulierung (durch die Branche selbst) versuchen. Wir sind allerdings skeptisch, ob dies zu nennenswerten Erfolgen führt. Ein Eingreifen der Regulierer scheint unbedingt notwendig. Langfristig werden Finanzinstitute und das Finanzsystem tatsächlich sogar von Veränderungen an den Vergütungsmodellen profitieren. Probleme wie externe Effekte, kollektives Handeln und Principal-Agent-Aspekte können verhindern, dass Marktakteure aus ihrer kollektiven Sicht ein besseres Ergebnis erzielen. Daher müssen die Regulierer das für sie tun. Das würde der finanziellen und makroökonomischen Stabilität und sogar der Stabilität der einzelnen Finanzinstitute zugute kommen. Wie oben erläutert, spricht auch einiges dafür, die Vergütung zu regulieren, um den Steuerzahler vor möglichen künftigen Rettungspaketen zu schützen und darüber hinaus geringere Steuerzahlungen seitens der Banken aufgrund künftiger Verluste zu verhindern.