

Finanzmarktregulierung als öffentlicher Auftrag

1. Einleitung	108
2. Wie soll ein Finanzsystem ausschauen?	110
3. Die mikroökonomischen Ursachen der Finanzkrise	110
4. Die makroökonomischen Ursachen der Finanzkrise	113
5. Die politökonomischen Ursachen der Finanzkrise	114
6. Globale und europäische Regulierungsmaßnahmen	116
7. Vergleich USA und Europäische Union	117
8. Bewertung der Reformen	118

Der Beitrag basiert auf einem Vortrag auf dem Symposium in Linz am 24. Oktober 2011.

Symposium: Gemeinwohlorientierte Politik:

Wie kommt der öffentliche Sektor wieder in die Offensive?

*Helene
Schuberth*

*Senior Advisor bei
der Österreichischen
Nationalbank*

Auszug aus WISO 1/2012

isw

Institut für Sozial- und Wirtschaftswissenschaften

Volksgartenstraße 40

A-4020 Linz, Austria

Tel.: +43 (0)732 66 92 73, Fax: +43 (0)732 66 92 73 - 2889

E-Mail: wiso@akooe.at

Internet: www.isw-linz.at

1. Einleitung

an gefährlichen Grundstrukturen der Finanzmärkte hat sich wenig geändert

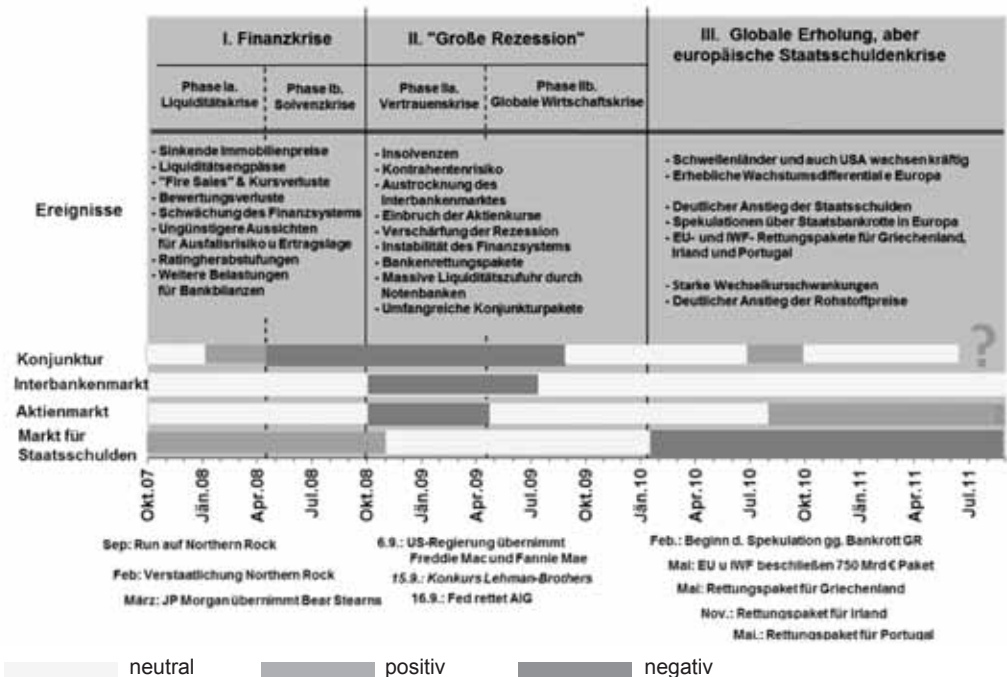
Am Höhepunkt der Finanzkrise im Herbst 2008 haben hochrangige Politiker, allen voran Nicolas Sarkozy, damals EU-Ratspräsident, große Ankündigungen gemacht. So forderte er, in Anlehnung an Bretton Woods nach dem 2. Weltkrieg, den Aufbau eines neuen Finanz- und Weltwährungssystems. Die Erwartungen damals, als das Weltfinanzsystem am Rande des Zusammenbruches stand, waren sehr hoch. Als sich im Herbst 2010 die Pleite von Lehman Brothers zum zweiten Mal jährte, hat Raghuram Rajan, Professor an der Universität von Chicago und ehemaliger Chefökonom des IWF, gemeint, dass sich an den gefährlichen Grundstrukturen, die zur Finanzkrise geführt haben, kaum etwas geändert hat.

Dieser Befund ist heute, eineinhalb Jahre später, genauso zutreffend, wenn nicht noch mehr. Es sind diese gefährlichen Grundstrukturen, die neben vielen anderen Einflussfaktoren auch mit dazu beigetragen haben, dass fiskalische und Wettbewerbsprobleme eines Euro-Landes mit einem BIP-Anteil im Euroraum von etwa 2,5% den Euro in Gefahr bringen.

In Abb. 1 ist der Verlauf der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise in drei Phasen abgebildet, die man bei fast allen Finanzkrisen nach 1945 beobachten konnte. Einer Finanzkrise folgt in der Regel eine große Rezession oder aber auch eine große Kontraktion, wie das Kenneth Rogoff formuliert hatte. Bankenpakete, Konjunkturpakete und letztlich die Wirkungen der starken Kontraktion des Wirtschaftsgeschehens führen letztlich dazu, dass die Staatsschulden stark ansteigen.

*Kernfrage:
Befindet sich
der Euroraum
tatsächlich in
einer Staats-
schuldenkrise?*

Eine Kernfrage dabei ist, ob sich der Euroraum im Aggregat betrachtet tatsächlich in einer Staatsschuldenkrise befindet. Der Anstieg der Staatsschuldenquote um 20%-Punkte zwischen 2007 und 2010 war angesichts der Schwere der Krise eigentlich moderat. In den USA ist im selben Zeitraum die Staatsschuldenquote um 30%-Punkte angestiegen. Im Durchschnitt der Finanzkrisen der vergangenen 30 Jahre haben sich die Staatsschulden drei Jahre nach Krisenausbruch im Durchschnitt real sogar beinahe verdoppelt. Trotzdem steht Europa im Zentrum der Staatsschuldenkrise.



Der Beitrag gliedert sich in drei Bereiche: am Beginn steht die Frage, welches Finanzsystem wir eigentlich wollen; eine Frage, die in der aktuellen Debatte kaum eine Rolle spielt. Eine kurze Replik auf die Ursachen der Finanzkrise führt uns im Wesentlichen zu einer Kombination von 3 Faktoren, die eng miteinander verknüpft sind, nämlich den mikroökonomischen Faktoren im Bereich der Regulierung, den makroökonomischen Ursachen und nicht zuletzt politikökonomischen Faktoren.

Ursachen der Finanzkrise eine Kombination von 3 Faktoren

Keine Erklärungskraft für die immer noch aktuelle Krise wird „fehlender Moral“ oder „Gier“ zugestanden, Aspekten, die auch als Ablenkung in der veröffentlichten politischen Diskussion gesehen werden können. John Maynard Keynes hat bereits in den 30er-Jahren, als es die Moraldebatte auch gegeben hat, gemeint, es gäbe nichts Verheerenderes als rationales Anlageverhalten in einer irrationalen Welt. Es muss darum gehen, diese irrationale Welt mit adäquaten Maßnahmen zu adressieren und nicht am Fehlverhalten einzelner Individuen anzusetzen, die eigentlich etwas durchaus Rationales tun. Sie versuchen ein Regelwerk bis aufs Äußerste auszureizen. Daher befasst sich der Beitrag zum Abschluss mit den aktuellen

John Maynard Keynes zur Moraldebatte

Regulierungsinitiativen in der Europäischen Union, vergleichend mit den USA. Abschließend werden die Reformen bewertet.

2. Wie soll ein Finanzsystem ausschauen?

*Diskussion zu
Finanzsystem
notwendig*

Benjamin Friedman hat bereits 2009 aus einer gewissen Frustration über die auf das Stopfen von Regulierungsschlupflöchern fokussierte Krisen-debatte heraus gemeint, dass wir dringend eine Diskussion darüber benötigen, welches Finanzsystem wir eigentlich wollen, welches am besten geeignet ist, Wachstum, Effizienz und Verteilungsgerechtigkeit herbeizuführen. Erst wenn darüber Klarheit herrscht, ist dafür ein neues Regulierungssystem zu entwickeln. Diese Diskussion ist von nur ganz wenigen Ökonomen aufgegriffen worden. Charles Goodhart propagiert unter der Bezeichnung „Public Utility Banking“ ein Finanzsystem bzw. Banken oder Institutionen des Finanzsystems, die ganz anders funktionieren, als privatwirtschaftlich organisierte, profitorientierte Unternehmen, weil es im Finanzsystem sehr starke Stakeholder-Interessen gibt.

3. Die mikroökonomischen Ursachen der Finanzkrise

Bei den Ursachen im mikroökonomischen Bereich ist zuerst die Regulierungsarchitektur zu nennen.

Durch die Verbriefung von Bankkrediten, insbesondere von Subprime-Krediten in den USA, konnten Kreditrisiken mit ungerechtfertigt guten Ratings aus den Bankbilanzen transferiert werden, weshalb sich ein eigentlich marginales Problem – nämlich der Zusammenbruch des Subprime-Kreditmarktes in den USA – relativ rasch im internationalen Rahmen ausweiten und das Weltfinanzsystem an den Rand des Zusammenbruches bringen konnte. Die Kombination dieser Einflussfaktoren hat letztlich dazu geführt, dass sich im Herbst 2008 die Vermögenspreise kaskadenartig nach unten entwickelt haben.

Weitere Faktoren, die die Krisenentwicklung begünstigt haben:

- Internationale Bilanzierungsregeln mit dem Fokus auf „fair value accounting“, das heißt die Bewertung der Assets zu aktuellen Marktpreisen;
- Das sogenannte unregulierte Schattenbankensystem, das sich entwickelt hat. Heute wissen wir, dass in den USA sowohl vor als auch nach der Krise die Bilanzsumme dieses Schattenbankensystems höher war als jene des traditionellen regulierten

Bankensystems;

- die Pro-Zyklizität in der Finanzmarktregulierung durch Basel II, indem die Aktivpositionen risikogewichtet werden. In der Folge steigt in der Hochkonjunktur, wenn die Risikogewichte sinken, die Kreditvergabe, im Abschwung sinkt sie;
- Managergehälter mit ihrer kurzfristigen Orientierung am Shareholder-Value;
- diverse komplexe Finanzprodukte, für die es zwar einen Markt, aber keinerlei Beschränkung gibt, viele dieser Finanzprodukte sind weitgehend unreguliert gehandelt worden;
- die fragmentierte Aufsichtsstruktur, d.h. das Banken und Finanzsystem hat sich seit den 1980er-Jahren globalisiert, die Aufsichtsstruktur blieb aber auf den nationalen Rahmen beschränkt. Weiters war sie mikro-prudentiell orientiert, d.h. auf die Stabilität der einzelnen Institute, ohne die makroprudenziellen Aspekte zu berücksichtigen.

All diese Faktoren haben letztlich dazu geführt, dass das Finanzsystem nicht so funktioniert, wie es in den Lehrbüchern geschrieben steht. Es gibt dramatische Formen von Marktversagen im Finanzsystem, von denen nur Teilbereiche in der traditionellen Ökonomie oder in der aktuellen Krisenliteratur umfassend diskutiert werden.

Zunächst einmal ist das Finanzsystem nicht schockabsorbierend, wie das in den Lehrbüchern immer wieder beschrieben wird, sondern kann Auslöser von Schocks sein. Das ist eine Idee, die überhaupt nicht neu ist, sondern auf John Maynard Keynes zurückgeht und später von Hyman Minsky weiter ausgearbeitet wurde. Heute haben wir eine Diskussion über den sogenannten Verschuldungszyklus oder „Leverage Cycle“. Damit ist gemeint, dass Finanzinstitute während des Aufschwungs verstärkt Kredite vergeben, was durch das Fair Value Accounting, aber auch durch die Eigenmittelvorschriften nach Basel II begünstigt wird. So entstehen expansive Kreditvergaben in guten Konjunkturphasen, wie wir es in den angelsächsischen Ländern, aber auch in Spanien vor der Krise beobachtet haben, die sich dann im Abschwung in eine Kreditklemme verwandeln.

Finanzsystem ist nicht schockabsorbierend

Ein anderer in der heutigen Diskussion bisher viel zu wenig beachteter Punkt ist das Phänomen von Vermögenspreisblasen, die in der Literatur zwar immer wieder beschrieben wurden, aber in der heutigen Debatte ausgeklammert werden, weil diese, so die

Phänomen von Vermögenspreisblasen

Argumentation, in der Krise keine Rolle gespielt hätten. Aufgrund der Vernachlässigung dieses Aspekts gibt es kaum regulatorische Antworten auf die Fragen der irrationalen Übertreibungen von Vermögenspreisen, insbesondere auch bei Rohstoffpreisen, bekannt unter dem Begriff „irrational exuberance bubbles“. Eng verbunden mit der Rohstoffspekulation ist die starke Volatilität der Nahrungssysteme, die man auch als negative Externalitäten des Finanzsystems interpretieren kann. Es ist durchaus angemessen, dieses aus der Umweltökonomie bekannte Konzept auf den Finanzsektor zu übertragen.

James Tobin hat 1984 in einer sehr bemerkenswerten Rede die Themen Verschwendung ökonomischer Ressourcen, globale Vernetzung und Komplexität des Finanzsystems aufgegriffen. Die Problematik des „too big to fail“, also die Notwendigkeit Finanzinstitute wegen ihrer Größe oder ihrer Verflechtung untereinander unbedingt retten zu müssen, knüpft direkt an die von Tobin aufgeworfenen Fragen an. Auch die im Finanzsystem erzielten exzessiven Renten sind hier zu erwähnen. Der Anteil der Gewinne am gesamten Unternehmenssektor betrug im Jahr 2007 in den USA 40% bei einem Wertschöpfungsanteil des Finanzsektors von nur 8%. Das hängt auch mit der steuerlichen Begünstigung des Finanzsektors zusammen.

Disintermediationsfunktion des Finanzsystems ist gestört

Ein anderer wesentlicher Punkt, der heute kaum Beachtung findet, ist, dass die Disintermediationsfunktion unseres Finanzsystems gestört ist. Laut Lehrbuchökonomie nehmen Banken Spareinlagen der Haushalte herein und vergeben im Wesentlichen Kredite an Staaten, Unternehmen, aber auch an Konsumenten, die ihren Konsum über die Zeit glätten wollen. Insbesondere in den Krisenländern, in denen ein sehr starker Leverage-Aufbau (also Verschuldungszyklus) zu beobachten war, hat das überhaupt nicht so funktioniert. Kredite sind dort in Bereichen mit volkswirtschaftlich sehr fragwürdigen Effekten vergeben worden, wie beispielsweise in den Immobiliensektor, jedenfalls in hoch spekulativer Weise (Irland, USA, Spanien). Auch der Umstand, dass sich Banken über das sogenannte „wholesale funding“ kurzfristig Gelder holten, um damit wieder Wertpapiere zu kaufen, ließ eine Art kaskadenartige Verschuldungsstruktur entstehen. In Abwesenheit von Krisen kann das funktionieren, erhöht allerdings die Verflechtung des globalen Bankensystems und die globale Vernetzung, was heute ein großes Problem darstellt.

Ein dritter Aspekt ist die ineffiziente Verteilung von Risiken. Die ökonomische Literatur hat Finanzinnovationen und Derivate zumeist als „risikodiversifizierend und daher stabilisierend“ beschrieben, weil damit Risiken zwischen Finanzinstituten, volkswirtschaftlichen Sektoren und Ländern besser verteilt werden können. Tatsächlich sind die Risiken nicht besser verteilt worden, sondern sie sind im Banken- und Schattenbankensystem verblieben. Die ursprüngliche Forderung nach einer Rezeptpflicht für Finanzprodukte, die auf einer Kosten-Nutzen-Analyse für die Gesellschaft beruht, wurde nicht erfüllt. Sobald ein Finanzprodukt angeboten wird und auf Nachfrage trifft, gilt das Finanzinstrument als wohlfahrtsteigernd. An dieser Sichtweise hat sich durch die Krise wenig geändert.

*ineffiziente
Verteilung von
Risiken*

4. Die makroökonomischen Ursachen der Finanzkrise

Vor der Krise haben sich nicht nachhaltige makroökonomische Ungleichgewichte aufgebaut. Ländern mit hohen Leistungsbilanzdefiziten wie den USA, Großbritannien, Spanien und Irland stehen solche mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen gegenüber. Dazu zählen Österreich, Deutschland, die Niederlande und auch Teile Asiens, insbesondere China.

Die hohe und steigende Ungleichheit von Vermögen und Einkommen ist die Kehrseite dieser Entwicklung. Joseph Stiglitz meint, die Ungleichheit von Vermögen und Einkommen sei die strukturelle Ursache der Finanzkrise. Die Lohnquoten sind weltweit gesunken. In den USA beispielsweise konnte das doch sehr lang anhaltende Wachstum seit Beginn der 90er-Jahre angesichts sinkender Lohnquoten eigentlich nur aufrechterhalten werden, indem die Unterschicht, aber auch Teile der Mittelschicht, die den Lebensstil der „high wealth individuals“ imitieren wollte, mit Krediten überhäuft wurden.

*Joseph Stiglitz:
Ungleichheit
von Vermögen
und Einkommen
sind Ursache
der Finanzkrise*

Im Jahr 1980 war das Weltanlagevermögen ungefähr gleich hoch wie das Bruttonozialprodukt, heute ist es etwa 3,7-mal so hoch, und es ist sehr ungleich verteilt. Etwa 2% der Weltbevölkerung hält die Hälfte des Weltvermögens.

*2% der Weltbe-
völkerung hält
die Hälfte des
Weltvermögens*

Zu Krisenbeginn war oft die expansive Geldpolitik unter Alan Greenspan – neben der fehlenden Moral – die einzig akzeptierte Krisenursache. Greenspan habe in der Krise ab 2001 die

Zinssätze zu stark gesenkt und erst zu spät angehoben. Dieses Argument diene auch dazu, um von der Deregulierung als Krisenursache abzulenken.

Das wesentliche Gegenargument ist, dass man die Geldpolitik nicht mit zu vielen Zielen überfrachten kann. Auf der einen Seite hat das geldpolitische Instrumentarium die Aufgabe, Preisstabilität sicherzustellen sowie, in beschränktem Rahmen, die Konjunktur zu steuern. Für die Stabilität des Finanzsystems sind hingegen makroprudentielle Instrumente sowie eine umfassende Regulierung des Finanzsystems am wirkungsvollsten.

5. Die politökonomischen Ursachen der Finanzkrise

Die politökonomischen Ursachen spielen in der akademischen Diskussion eine geringe Rolle, sehr wohl aber in der Öffentlichkeit. In den letzten 20 bis 30 Jahren ist eine Entdemokratisierung der Finanzmarktregulierung zu beobachten. Die Finanzmarktregulierung ist sicher ein mindestens genauso wichtiger Bereich wie Sozialpolitik oder Arbeitsmarktpolitik. Dennoch wurden diese Aufgaben an unabhängige Institutionen, aber auch an die Finanzindustrie selbst delegiert. Dies war eine bewusste politische Entscheidung. Es gibt das interessante Phänomen der Teilprivatisierung des Rechtssystems im Bereich der Finanzmarktregulierung. Die Finanzindustrie hat bei der Formulierung von Prinzipien und von Regulierung und deren Umsetzung immer mehr an Bedeutung gewonnen.

*Teilprivatisierung
des Rechts-
systems*

Das angelsächsische Selbstregulierungssystem hat sich durchgesetzt und jetzt ginge es eigentlich darum, dass diese Regulierung wieder dort gemacht wird oder die Prinzipien dort formuliert werden, wo sie in modernen Rechtsstaaten hingehören, nämlich in den Parlamenten.

Ein anderer wichtiger politökonomischer Einflussfaktor war das, was man als regulatorische Kaperung („regulatory capture“) bezeichnet. Die geläufigste Form davon ist das Lobbying, das aber im Bereich der Finanzmarktregulierung aus meiner Sicht überschätzt wird. Es gibt jedoch drei verschiedene Formen regulatorischer Kaperung. Angesichts des Fehlens einer internationalen Finanzmarktarchitektur mit gleichen Regeln für alle ist es im Interesse einzelner

Staaten, den nationalen Finanzplatz im globalen Wettbewerb zu stärken. Das konnte in vielen Finanzzentren in den letzten 2 bis 3 Jahrzehnten beobachtet werden. Ein anderer Punkt ist das, was der ehemalige Aufseher und Kriminologe William K. Black als „control fraud“, also als „Kontrollbetrug“ bezeichnet hat. Er umschreibt mit diesem Begriff die Ereignisse um die Verflechtung von Interessen der Finanzindustrie mit den Ratingagenturen in den USA. Finanzinstitute haben mit Hilfe der Ratingagenturen Produkte gemeinsam kreiert, die dann von den Agenturen wiederum mit den Bestnoten ausgezeichnet wurden.

„Kontrollbetrug“

Ein anderer zentraler Punkt, der uns vorwiegend beschäftigen wird, ist die sogenannte „intellektuelle Kaperung“. Die Warwick Kommission, die auch eine Studie zu den Ursachen der Krise vorgelegt hat, spricht von „regulatory capture by the knowledge base“. Ich möchte das Zitat von John Maynard Keynes herausgreifen, der sagt, es sind die Ideen, die letztlich viel wirkungsmächtiger sind als Interessen.

„intellektuelle Kaperung“

Im Finanzmarktbereich hat das sicher seine Berechtigung. In der Makroökonomie dominiert seit Mitte der 1990er-Jahre ein Paradigma, das als „neue neoklassische Synthese“ bezeichnet wird. Die Forschungsagenda der sogenannten Finance-Literatur wurde in dieses Paradigma kritiklos integriert. Die Finance-Literatur ist wiederum sehr stark der Effizienzmarkthypothese verpflichtet, auch wenn Abweichungen zugelassen werden. In den einflussreichen Aufsichtsgremien dominiert die Effizienzmarkthypothese. Vertreter in diesen Gremien sind zumeist Personen mit einer ganz spezifischen Ausbildung, die vom Selbstverständnis her rational, objektiv und interessenungebunden sind und ein gewisses selbstreferenzielles Bezugsfeld haben.

Wenn man nun diese drei Ursachen-Blöcke (Defizite der Regulierungsarchitektur, makroökonomische und politökonomische Einflussfaktoren) als Gesamtsystem betrachtet, dann muss man eigentlich feststellen, dass ausschließlich im regulatorischen Bereich etwas getan wird, um die Regulierungsdefizite abzuschwächen oder zu beseitigen. Gerade im Bereich der Verteilungsgerechtigkeit, die als wesentliche oder strukturelle Ursache der Krise gilt, oder bei den politökonomischen Faktoren gibt es kaum Nennenswertes an Reformen.

6. Globale und europäische Regulierungsmaßnahmen

Im Herbst 2008 hat sich sehr schnell und sehr wirkungsvoll ein G-20-Prozess mit dem Ziel gebildet, den Finanzsektor lückenlos zu regulieren. Sämtliche Finanzinstitutionen, sämtliche Finanzinstrumente sollten ähnlichen Regeln unterworfen sein, damit das gegenseitige Konkurrieren um immer weiter gehende Deregulierung („regulatory arbitrage“) verhindert werde. Mehrere Gipfel mit teilweise sehr weitgehenden Beschlüssen wurden abgehalten. In der Europäischen Union werden diese Regulierungsvorhaben im Wesentlichen im Rahmen des sogenannten Kodezisionsverfahrens umgesetzt. Dabei macht die Europäische Kommission einen Vorschlag, der in einer gemeinsamen Entscheidung von Europäischem Rat und Europäischem Parlament mündet.

auf europäischer Ebene bisher wenig Regulierungsmaßnahmen umgesetzt

Auf europäischer Ebene besteht oft der Eindruck, dass sehr wenig Nennenswertes passiert ist, für die Öffentlichkeit sichtbare Änderungen gibt es kaum. Von den Regulierungsinitiativen der Europäischen Union ist bislang tatsächlich erst sehr wenig umgesetzt worden, sehr viel ist noch in Vorbereitung. Was bis jetzt umgesetzt worden ist, betrifft die Regulierung der Rating-Agenturen, Hedge-Fonds, eine Begrenzung der Remuneration, also der Boni, und dann, wahrscheinlich das Wesentlichste von den bisherigen Reformen, eine neue europäische Aufsichtsstruktur.

Die Regulierung der Rating-Agenturen war für viele eine Enttäuschung. Die 2009 verabschiedete Verordnung ist auf eine Registrierungspflicht und Publikation von Methoden von Ratings beschränkt. Es kam dann 2011 noch eine neue Verordnung hinzu, in der eine Registrierung und Beaufsichtigung durch die neue Wertpapieraufsichtsbehörde vorgesehen ist.

Nach langen Verhandlungen wurde im Jahre 2011 eine Richtlinie zur Hedge-Fonds-Regulierung verabschiedet. Zu erwähnen ist auch eine Einigung zwischen Europäischem Rat und Europäischem Parlament, dass Kreditderivate auf Staatsanleihen in irgendeiner Form begrenzt werden, wobei aber die nationalen Aufseher diese Einigung aussetzen können.

Eine Reihe von Maßnahmen sind erst in Vorbereitung: Derivateregulierung, Eigenkapitalvorschriften (Basel III), Eigenkapital-

zuschläge für systemrelevante Banken, Bankeninsolvenzrecht und ein EU-weiter Krisenfonds. Auf die letzten zwei Maßnahmen werden wir noch viele Jahre warten müssen. Ein Teil der Derivateregulierung steht unmittelbar vor Beschlussfassung. Bei der Derivateregulierung ist geplant, dass außerbörslich gehandelte Derivate, die auf standardisierten Kontrakten beruhen, auf zentralen Handelsplattformen gehandelt werden müssen. Weiters werden Daten bei zentralen Datensammelstellen gemeldet. Das ist auch ein wesentlicher Fortschritt.

Bei den neuen in Vorbereitung befindlichen Eigenkapitalvorschriften (Basel III), dem Kernstück der Regulierungsreform, geht es darum, dass einerseits mehr Eigenkapital gehalten werden muss und andererseits auch die Qualität des Eigenkapitals wesentlich verbessert wird.

Basel III

Relativ rasch gelungen ist die neue europäische Aufsichtsarchitektur. Diese besteht aus zwei Säulen. Zunächst wurde der Europäische Rat für System-Risiken eingerichtet. Der ist im Wesentlichen dafür zuständig, Risiken, die sich aufbauen, frühzeitig zu erkennen, und Empfehlungen abzugeben. Weiters wurde ein System europäischer Aufsichtsbehörden geschaffen. Es wurden drei Aufsichtsbehörden eingerichtet, eine für die Banken, eine für die Versicherungen und eine für die Finanzmärkte.

*europäische
Aufsichts-
architektur*

7. Vergleich USA und Europäische Union

In der öffentlichen Wahrnehmung herrscht die Ansicht vor, dass Europa bei der Regulierung viel weitgehender sei als die USA. Vergleicht man die Regulierungsinitiativen der EU mit jenen der USA, kann man diese Einschätzung nicht bestätigen. Vielmehr ist es so, dass die EU zwar weitgehender ist bei Basel III, bei der Besteuerung des Finanzsektors (Bankenabgabe, Finanztransaktionssteuer) sowie bei der Renumeration.

Die USA sind viel weitgehender, wenn es um das Insolvenzrecht für Banken geht, und auch bei der Markt- und Bankenstruktur. Beispielsweise ist es dort gelungen, Eigenhandel der Banken – zwar mit vielen Ausnahmen, aber doch – zu beschränken. Die Aufsichtsarchitektur, so wie sie in den USA neu formuliert und umgesetzt wurde, ist eine schlagkräftigere als jene in der

Europäischen Union. Das spiegelt aber auch die komplexen wirtschaftspolitischen Entscheidungsstrukturen in der Europäischen Union wider.

8. Bewertung der Reformen

Generell herrscht der Eindruck, dass Finanzmärkte heute genauso funktionieren wie vor der Krise; der Status quo ante sei wieder hergestellt worden. Wie verträgt sich dies mit dem Umstand, dass in den letzten Jahren Zigtausende von Gesetzestexten zur Finanzmarktreform verabschiedet wurden, dies- und jenseits des Atlantik?

Die Regulierungsreform orientiert sich an den Krisenanalysen des ökonomischen Mainstream, wonach der Kreditzyklus („credit cycle“), die geringe Eigenkapitalausstattung von Finanzinstitutionen und die fehlende Transparenz im Zentrum der großen Finanzkrise standen. Daher werden nun Eigenmittel des Bankensystems erhöht und wird über sogenannte makroprudentielle Instrumente wie beispielsweise antizyklische Kapitalpuffer versucht, die Prozyklizität der Kreditvergabe abzuschwächen. Transparenz wird erhöht, indem Derivate über zentrale Plattformen gehandelt werden, oder Hedge-Fonds und Rating-Agenturen strengerem Transparenzanforderungen unterliegen. Transparenz ist eine Bedingung für Reform, kann Letztere aber nicht ersetzen.

*Transparenz
kann Reformen
nicht ersetzen*

Analysiert man die Regulierungsreform im Detail, so kommt man zum Schluss, dass von der Vielzahl der negativen Externalitäten, die im Finanzsystem ihren Ursprung haben, eigentlich nur einige wenige mit der Reform behoben oder abgeschwächt werden können. Nicht entsprechend berücksichtigt werden beispielsweise die Externalitäten, die durch Vermögenspreisblasen, Finanzinnovationen oder durch die Größe des Finanzsektors, der Renten dem realen Sektor entzieht, entstehen.

Zur Verhinderung von Vermögenspreisblasen sehe ich als wirkungsvolles, aber nicht einziges Instrument die Finanztransaktionssteuer. Um die Größe des Finanzsektors sowie deren globale Verflechtung zu beschränken, werden nun höhere Kapitalzuschläge bei systemrelevanten Finanzinstituten verlangt. Ob dies

ausreicht, um die „too big to fail“-Problematik abzuschwächen, ist zu bezweifeln. Den exzessiven Renten, die im Finanzsektor verdient werden und schon vor Krisenausbruch im Zentrum der öffentlichen Kritik standen, wird durch eine sehr schwache Form der Regulierung begegnet, nämlich im Rahmen der Regulierung der Managergehälter. Hier geht es darum, dass sich Boni am mittelfristigen Erfolg des Unternehmens orientieren sollten. „Public utility banking“ würde aber viel weiter gehen, nämlich die Orientierung der Boni an Finanzstabilitätskriterien bzw. inwieweit Stakeholder-Interessen erfüllt werden.

*exzessive
Renten im
Finanzsektor*

Die vorhin angesprochene Störung der Intermediationsfunktion des Bankensystems sehe ich als das zentrale Problem überhaupt. Manchmal ist ein Blick in die Geschichte sehr hilfreich. In Österreich gab es bis Mitte der 1980er-Jahre sogenannte Kreditkontrollabkommen. Ich sage nicht, dass man das auf heute übertragen sollte. Da gibt es viel modernere Instrumente. Aber das Wesentliche war, dass damals nicht nur das quantitative Ausmaß des Kreditwachstums beschränkt wurde. Es wurde auch versucht, auf die Qualität der vergebenen Kredite Einfluss zu nehmen. Das Beurteilungskriterium war, dass Kredite der Realwirtschaft dienen sollten und nicht für spekulative Zwecke verwendet werden durften. Hier gäbe es ein Handlungsfeld für zahlreiche Reformen, um dem Ziel von „finance serving society“ etwas näher zu kommen.

Ich habe die Frage von Derivaten, modernen Finanzprodukten, nur kurz gestreift. Die Reformen dienen primär dazu, das angelsächsische Selbstregulierungssystem zu stärken, indem Transparenz verbessert wird, und das ist auch gut so. Damit die Anleger auch Informationen über die Risiken, die sie eingehen, haben, müssen beispielsweise die Daten in Datensammelstellen veröffentlicht werden. Aber im Grunde genommen wäre es bei den Derivaten notwendig, die Idee der Rezeptpflicht aufzugreifen. Der gesellschaftliche Mehrwert moderner Finanzinstrumente ist schwer erkennbar. Der langjährige Chef der US-Notenbank, Paul Volcker, hat es drastisch formuliert: „Die einzig nützliche Finanzinnovation der vergangenen Jahrzehnte war der Geldautomat.“

*gesellschaftlicher
Mehrwert
moderner
Finanzinstru-
mente nicht
erkennbar*

WISO

Die Zeitschrift WISO wird vom Institut für Sozial- und Wirtschaftswissenschaften (ISW) herausgegeben. Sie dient der Veröffentlichung neuer sozial- und wirtschaftswissenschaftlicher Erkenntnisse sowie der Behandlung wichtiger gesellschaftspolitischer Fragen aus Arbeitnehmersicht.

Lohnpolitik, soziale Sicherheit, Arbeitsmarkt und Arbeitslosigkeit, Arbeit und Bildung, Frauenpolitik, Mitbestimmung, EU-Integration - das sind einige der Themen, mit denen sich WISO bereits intensiv auseinander gesetzt hat.

WISO richtet sich an BetriebsrätInnen, GewerkschafterInnen, WissenschaftlerInnen, StudentInnen, Aktive in Verbänden, Kammern, Parteien und Institutionen sowie an alle, die Interesse an Arbeitnehmerfragen haben.

Erscheinungsweise: vierteljährlich

Preise:* Jahresabonnement EUR 22,00 (Ausland EUR 28,00)
 Studenten mit Inskriptionsnachweis EUR 13,00
 Einzelausgabe EUR 7,00 (Ausland EUR 12,00)

(* Stand 2005 - Die aktuellen Preise finden Sie auf unserer Homepage unter www.isw-linz.at)

Wir laden Sie ein, kostenlos und ohne weitere Verpflichtungen ein WISO-Probeexemplar zu bestellen. Natürlich können Sie auch gerne das WISO-Jahresabonnement anfordern.

Informationen zum ISW und zu unseren Publikationen - inklusive Bestellmöglichkeit - finden Sie unter www.isw-linz.at.



BESTELLSCHEIN*

Bitte senden Sie mir kostenlos und ohne weitere Verpflichtungen

- 1 Probeexemplar der Zeitschrift WISO
 1 ISW Publikationsverzeichnis

Ich bestelle _____ Exemplare des WISO-Jahresabonnements (Normalpreis)

Ich bestelle _____ Exemplare des WISO-Jahresabonnements für StudentInnen mit Inskriptionsnachweis

* Schneller und einfacher bestellen Sie über das Internet: www.isw-linz.at

Name _____

Institution/Firma _____

Straße _____

Plz/Ort _____

E-Mail _____

BESTELLADRESSE:

ISW
 Volksgartenstraße 40, A-4020 Linz
 Tel. ++43/732/66 92 73
 Fax ++43/732/66 92 73-28 89
 E-Mail: wiso@akooe.at
 Internet: www.isw-linz.at