

Diskussionspapier Nr. 36



Auf dem Weg zu einem neuen Ansatz der
Finanzmarktregulierung

von Tristan Nguyen und Jonathan Ben Shlomo

Januar 2012

Diskussionspapiere der WHL Wissenschaftlichen Hochschule Lahr

<http://www.whl-lahr.de/diskussionspapiere>

Verfasser:

Tristan Nguyen und Jonathan Ben Shlomo*

Herausgeber:

WHL Wissenschaftliche Hochschule Lahr
Hohbergweg 15–17
D-77933 Lahr

Phone +49-(0)7821-9238-50

Fax +49-(0)7821-9238-63

www.whl-lahr.de

*Prof. Dr. Tristan Nguyen ist Inhaber des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre, insb. Versicherungs- und Gesundheitsökonomik an der WHL Wissenschaftliche Hochschule Lahr, Hohbergweg 15-17, 77933 Lahr/Schwarzwald, E-Mail: tristan.nguyen@whl-lahr.de
Dipl.-Volksw. Jonathan Ben Shlomo ist wissenschaftlicher Mitarbeiter und Doktorand am obigen Lehrstuhl, E-Mail: jonathan.benshlomo@whl-lahr.de

Auf dem Weg zu einem neuen Ansatz der Finanzmarktregulierung

Von Tristan Nguyen und Jonathan Ben Shlomo

JEL-No: E44, G28, C70

Prof. Dr. Tristan Nguyen ist Inhaber des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre, insb. Versicherungs- und Gesundheitsökonomik an der WHL Wissenschaftliche Hochschule Lahr, Hohenbergweg 15-17, 77933 Lahr/Schwarzwald, E-Mail: tristan.nguyen@whl-lahr.de

Dipl.-Volksw. Jonathan Ben Shlomo ist wissenschaftlicher Mitarbeiter und Doktorand am obigen Lehrstuhl, E-Mail: jonathan.benshlomo@whl-lahr.de

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
Abstract.....	3
I. Problemstellung	4
II. Makroökonomische Analyse der Finanzstabilität.....	5
II.1 Technologiegetriebene Blase	5
II.2 Optimistische Erwartungen und Herdenverhalten als Auslöser der Krise.....	8
III. Überlegungen über einen neuen Ansatz der Finanzmarktregulierung.....	11
IV. Schlussbemerkung	14
Literaturverzeichnis.....	16

Abstract

In the recent financial crisis many observers have assigned monetary policy a central role in the crisis. Specifically, they claim that excessively easy monetary policy by the Federal Reserve in the first half of the decade helped cause a bubble in house prices in the United States. We show within a macro-economic framework a possible *trade-off* between price stability and financial stability by differentiating between a technology-driven bubble and an animal spirit bubble. Then we analyse how individual rational behaviour can cause undesirable effects for the economy and end up in a financial crises. The purpose of this paper is to analyze the role of monetary policy within the regulatory frameworks of financial markets and to give a useful contribution to the discussion about regulatory reforms, especially from a macroprudential perspective.

Zusammenfassung

Die Erfahrungen der jüngsten Finanzkrise haben gezeigt, wie in einer globalisierten Welt mit großen Informationsasymmetrien und komplizierten Finanzmarktprodukten das vorhandene Regelwerk für den Finanzsektor nicht richtig funktioniert. Vielfach wurden die Zentralbanken aufgrund ihrer expansiven Geldpolitik, die zu den Spekulationsblasen geführt haben soll, kritisiert. Im vorliegenden Aufsatz diskutieren wir zunächst die Auswirkungen der expansiven Geldpolitik der letzten Jahre und unterscheiden dabei zwischen einem Aufschwung aufgrund technologischen Fortschritts einerseits sowie aufgrund von optimistischen Erwartungen andererseits. Anschließend erweitern wir die Analyse und erläutern, wie individuell rationales Verhalten gesellschaftlich zu einem unerwünschten Ergebnis führen kann. Darauf aufbauend wird ein neuer Ansatz der Finanzmarktregulierung erarbeitet, der zukünftig vor systemischen Risiken besser schützen soll.

I. Problemstellung

Die Erfahrungen der jüngsten Finanzkrise haben gezeigt, wie in einer globalisierten Welt mit großen Informationsasymmetrien und komplizierten Finanzmarktprodukten das vorhandene Regelwerk für den Finanzsektor nicht richtig funktioniert. In der Öffentlichkeit werden mehrere Gründe als Ursache dieser Krise angeführt. An erster Stelle steht das Finanzsystem selbst am Pranger. Angeklagt werden vor allem Manager und Bankiers, die für ihr opportunistisches Verhalten kritisiert sowie für den Ausbruch der Krise verantwortlich gemacht werden. Sogar der US-amerikanische Präsident Barack Obama etikettierte private Bankiers als geldgierige „fat cats“ der Wall Street. Den Bankmanagern wird vorgeworfen, sie würden beim Streben nach kurzfristigen Gewinnen ihren gesunden Menschenverstand ohne Rücksicht auf nachhaltiges Wirtschaften ausschalten. Zweifellos verdienen einige Bankmanager das Etikett „geldgierig“. Jedoch muss man ihnen zugute halten, dass sie in dem ihnen gesetzten Regelrahmen individuell rational gehandelt haben. Dieses nutzenoptimierende Verhalten ist ja die Grundannahme für das Funktionieren der Marktwirtschaft und wird in jedem VWL-Lehrbuch propagiert.

Allerdings hat die letzte Finanzkrise gezeigt, dass einzelwirtschaftlich rationales Handeln von einzelnen Individuen (vornehmlich Bankmanagern), die sich alle am Markt ähnlich positionieren, auf gesamtwirtschaftlicher Ebene hohe gesamtwirtschaftliche Kosten verursachen kann. Aus diesem Grund ist es unabdingbar, die bisherigen Regulierungsmaßnahmen zu überdenken und einen neuen Regulierungsansatz für die Finanzmärkte zu suchen. Dabei soll die bis dato gültige Regulierungspraxis auf der mikroökonomischen Ebene (also auf der Ebene der einzelnen Bank- und Versicherungsinstitute) durch eine „makroprudentielle“ Regulierung ergänzt werden.

In einem ersten Teil soll jedoch zuerst die Rolle der Zentralbanken vor und während der Krise betrachtet werden. Mit einer expansiven Geldpolitik versuchte die amerikanische Zentralbank, die drohende Rezession nach den terroristischen Anschlägen vom 9. September 2001 zu bekämpfen und bahnte damit den Weg für die jüngste Finanzmarktkrise. Viele Beobachter schreiben der Geldpolitik eine Hauptrolle in der Krise zu. Konkret behaupten sie, dass die übermäßige Ausweitung der Geldmengenpolitik durch die Federal Reserve in der ersten Hälfte des Jahrzehnts dazu beitrug, eine Immobilienpreisblase in den Vereinigten Staaten zu verursachen, deren unvermeidlicher Zusammenbruch Ursache der Finanzkrise war (vgl. *Yellen, 2009*). Das widerspricht der These vieler Befürworter, die sich für eine wesentlich größere

Rolle der Geldpolitik einsetzen, um Vermögens- und Immobilienpreisblasen zu verhindern (vgl. Nier, 2009; Blanchard/Dell’Ariccia/Mauro, 2010).

Betrachtet man die Inflationsrate der letzten zehn Jahre, kann den Zentralbanken – einschließlich der EZB, in Bezug auf die Gewährung der *Preisstabilität* im engeren Sinne, bezogen auf die Verbraucherpreise, ein erfolgreiches Zeugnis ausgestellt werden. Allerdings konnte trotz dieses bemerkenswerten Erfolges der niedrigen und stabilen Inflationsraten eine Vermögenspreis-inflation als Ursache der Finanzkrise nicht verhindert werden. Folglich stellt sich die Frage, ob *Finanzstabilität* nicht ein ebenso wichtiges Ziel der Zentralbanken sein sollte? Vor Ausbruch der Krise argumentierten viele Anhänger der EZB-Strategie, dass die Sicherstellung der Preisstabilität ausreichend sei, um für stabile Finanzmärkte zu sorgen. Das erwies sich als Trugschluss. Die Aufgaben der Zentralbanken müssen auf den Prüfstand gestellt und die Strategie neu ausgerichtet werden. In Zukunft sollte nicht nur die Gewährung von Preisstabilität, sondern auch die Stabilität der Finanzmärkte oder die Gewährleistung der Vermögenspreis-stabilität gleichermaßen im Blickpunkt der Zentralbanken stehen. Das folgende makroökonomische Modell zeigt jedoch, dass die beiden Ziele nicht ohne weiteres gleichzeitig zu erreichen sind und ein *möglicher* Trade-off besteht. In einem solchem Fall muss sich die Zentralbank für eines der beiden Ziele entscheiden und je nach Marktsituation der Preisstabilität oder der Finanzstabilität den Vorzug geben.

II. Makroökonomische Analyse der Finanzstabilität

Um den möglichen Trade-off zwischen Preisstabilität und Finanzstabilität zu diskutieren, unterscheiden wir exemplarisch zwischen zwei verschiedenen Szenarien: Erstens einer Technologie-Blase, welche zu einem gleichgerichteten Verhalten der Marktakteure führt sowie zweitens der Finanz- und Wirtschaftskrise, welche durch optimistischen Erwartungen und ebenso Herdenverhalten (engl. *animal spirits*) charakterisiert ist.

II.1 Technologiegetriebene Blase

In unserem ersten Modell untersuchen wir die Auswirkungen eines externen Schocks, den wir *technologischer Fortschritt* nennen (vgl. Kindleberger, 2000 für eine ähnliche Analyse historischer Blasenbildungen). Ausgangspunkt der Analyse ist Punkt A (Quadrant III) mit ökonomischem Output Y^0 , Vollbeschäftigung im Arbeitsmarkt N^0 (Quadrant I) sowie einem Zins-

satz i^0 (Quadrant IV). Die Entwicklung einer neuen Technologie führt zu einer effizienteren Arbeitsweise, d. h. die Leistungsfähigkeit einer Arbeitskraft steigt mit dem neuen Output Y^1 . Der Haupteffekt der neuen Technologie besteht in einer effizienteren Produktion, welche sich in der Verschiebung der AS-Kurve widerspiegelt (AS zu AS' in Quadrant III).

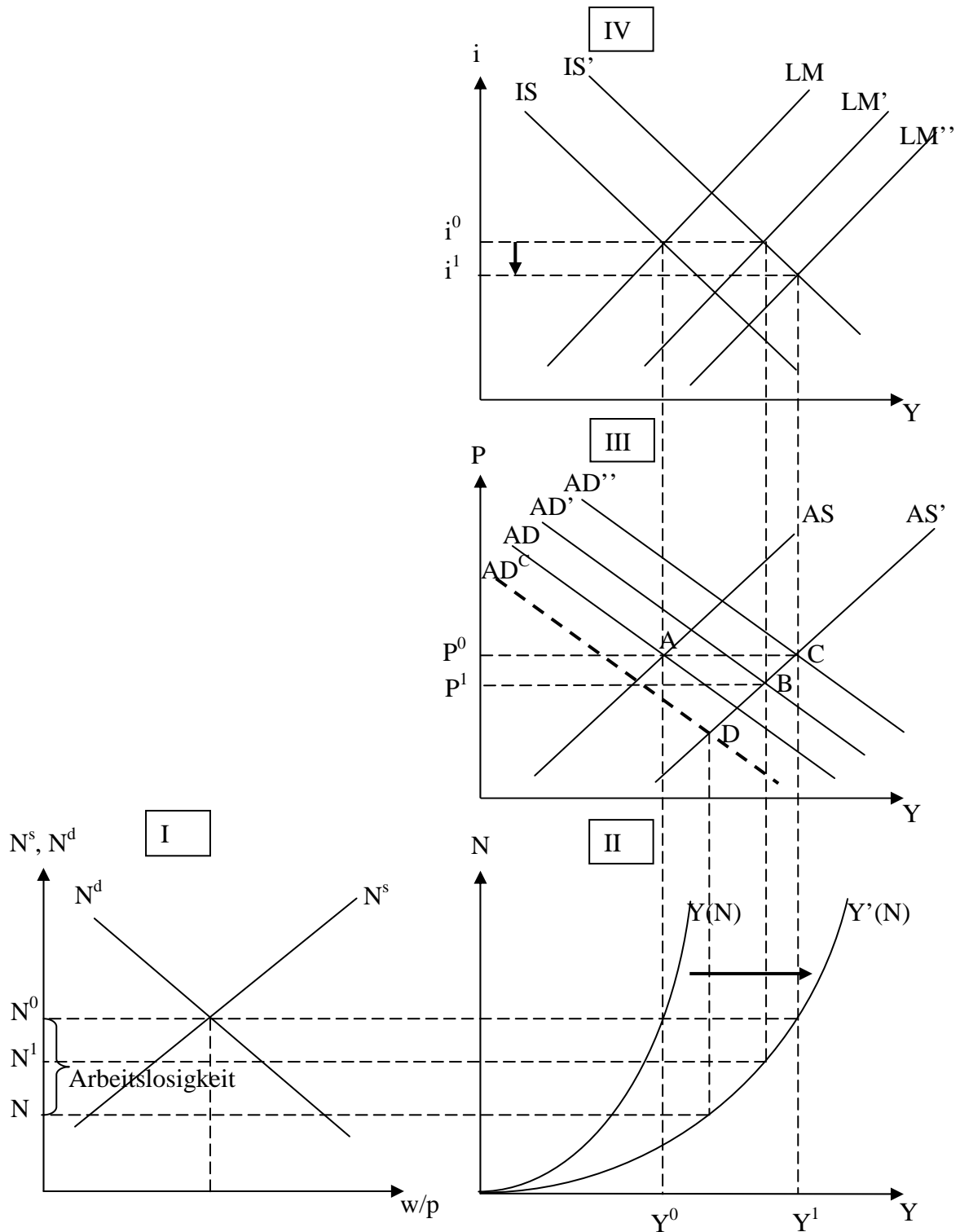


Abbildung 1: Blasenbildung aufgrund technologischen Fortschritts

Die neue Technologie verursacht zudem eine Zunahme der Investitionen in neue Maschinen und führt zu einer erhöhten Gesamtnachfrage. Wir nehmen an, dass die Angebotswirkung stärker ausfällt als die Nachfragewirkung und veranschaulichen dies in *Abbildung 1*. Die neue Technologie – gepaart mit einem Herdenverhalten der Marktakteure – verschiebt die IS-Kurve und die Gesamtnachfragekurve AD nach rechts (IS zu IS' und AD zu AD'). Die LM-Kurve verschiebt sich bei einer akkommodierenden Geldpolitik von LM zu LM'.

Das Ergebnis ist in Punkt B dargestellt. Hier liegt das Preisniveau P^1 unter dem Ausgangsniveau und die Gesamtnachfrage liegt unter der erforderlichen Produktion Y^1 , die für die Aufrechterhaltung der Vollbeschäftigung notwendig wäre. Vieles der nachfolgenden Dynamik hängt nun von der Zentralbankpolitik ab. Reagiert die Zentralbank auf die niedrigen Preise, um auf das ursprüngliche Preisniveau P^0 zurückzukehren, muss sie die Geldmenge ausweiten bzw. die Zinsen senken (die LM-Kurve verschiebt sich nach rechts zu LM''). Folge dieser Geldmengenausweitung ist eine erhöhte Gesamtnachfrage (AD' zu AD'') und eine Rückkehr auf das Preisniveau P^0 . Das neue Gleichgewicht siedelt sich im Schnittpunkt C an. Die Vollbeschäftigung ist wieder hergestellt, die Produktion gestiegen und der Zinssatz ist niedriger als vor dem technologischen Fortschritt (i^1 statt i^0).

Die Zentralbank hat ihr Ziel der Preisniveaustabilität erreicht. Allerdings führt die expansive Geldpolitik (Zinssatz i^1 anstatt i^0) zu einer verstärkten Nachfrage nach Wertpapieren und sorgt für ansteigende Vermögenspreise, während die allgemeine Inflation niedrig gehalten wird. Das Ergebnis der ansteigenden Vermögenspreise ist eine Vermögenspreisblase, welche unvermeidlich dazu führt, dass sie irgendwann platzt und die Finanzmarktstabilität oder gar die gesamtwirtschaftliche Entwicklung gefährdet (vgl. *Borio*, 2003).

Im Falle einer Produktionsausweitung aufgrund des technologischen Fortschritts stehen Preisniveau- und Finanzmarktstabilität in einem möglichen Trade-off zueinander. Dieser Trade-off entsteht durch eine effizientere Produktion, die sowohl negative Auswirkungen auf das Preisniveau als auch auf die Beschäftigung haben. Sofern die Zentralbank ihre Politik einzig und allein an der Gewährung der Preisstabilität ausrichtet, ist sie gezwungen, mit einer expansiven Geldpolitik auf die neue Technologie zu reagieren, um die Preise stabil zu halten. Die auf den ersten Blick wünschenswerte Situation einer effizienteren Produktionsweise, verbunden mit einer expansiven Geldpolitik, identifiziert *Kindleberger* (2000) als gefährlichen Cocktail-Mix, der in der Geschichte meistens zu Spekulationsblasen und anschließend zu unvermeidlichen Crashes führte.

Im neuen Gleichgewicht C ist der dazugehörige Zinssatz i^1 zu niedrig und das Niveau der Vermögenspreise folglich zu hoch. Ein Crash ist in solchen Fällen wahrscheinlich und oft unvermeidbar. Der Rückgang der Gesamtnachfragekurve (Verschiebung von AD'' zu AD^C) ist deshalb so stark, weil sich die Marktteilnehmer in einem negativen Umfeld befinden und in einem Abwärtstrend überreagieren. Ein neues Gleichgewicht wird im Punkt D erreicht. Die Wirtschaft befindet sich in einer Rezession mit einer Produktion unterhalb der vollen Kapazität sowie einer Beschäftigung N^C , die weit unter dem Niveau der Vollbeschäftigung N^0 liegt.

Die Analyse in *Abbildung 1* betont die Einflüsse von technologischen Verbesserungen auf die Produktion, Beschäftigung und Finanzstabilität. Dieses Szenario kann die Entstehung und den Verlauf der IT-Blase Ende der 90er Jahre erklären. Viele Anleger kauften massenhaft Dot.com Titel ohne eine eingehende Prüfung des dahinterliegenden Geschäftsmodells zu überprüfen. Hier kann ein Herdenverhalten der Marktteilnehmer identifiziert werden, die aufgrund einer neuen Technologie zu einem gleichgerichteten Marktverhalten führte, ohne die Werthaltigkeit ihrer Investition eingehend zu prüfen. Allerdings müssen nicht alle Blasenentwicklungen auf Technologieverbesserungen beruhen, wie die folgende Analyse zeigt.

II.2 Optimistische Erwartungen und Herdenverhalten als Auslöser der Krise

Für den wirtschaftlichen Boom und die positive Entwicklung der Finanzmärkte in den Jahren zwischen 2003 bis 2007 spielte eine neue Technologie als Motor des Aufschwungs eher eine untergeordnete Rolle. Bis heute streiten sich Experten über die Auslöser und nennen unterschiedliche Ursachen für die positive Entwicklung an den Finanzmärkten. Einige Autoren führen den Aufschwung auf eine Kombination von *Herdenverhalten*, *optimistischen Erwartungen* der Investoren in die Zukunft, *Vertrauen der Konsumenten* in die wirtschaftliche Entwicklung sowie auf die massive Ausweitung der Kredite seitens des Bankensektors zurück (vgl. z. B. *De Grauwe/Gros*, 2009). Dieser Fall soll in *Abbildung 2* illustriert werden.

Ausgehend vom Startpunkt A veranlassen optimistische Erwartungen, in die Zukunft zu investieren (AS verschiebt sich zu AS'). Gleichzeitig steigen die Vermögenspreise, die durch das Herdenverhalten der Anleger, den Vermögenseffekt sowie die Kreditausweitung angetrieben werden (die Gesamtnachfragekurve verschiebt sich von AD zu AD'). Die treibenden Kräfte sorgen neben steigenden Vermögenspreisen auch zu einer massiven Ausweitung der Bilanzen und zu höheren Sicherheiten für Kredite.

Dieser Mechanismus wird durch die neuen Bilanzierungsstandards IFRS¹, welche die Bilanzierung zu Marktpreisen vorschreiben, noch weiter verstärkt. Das „faire value accounting“ führt in einem günstigen Umfeld (hohes Wachstum und stabiles Preisniveau) dazu, die Gefahren zu unterschätzen und den Fremdfinanzierungsgrad zu erhöhen. Das bedeutet wiederum, dass für ein gegebenes Angebot an Eigenkapital die Verfügbarkeit von Krediten zunimmt, welche den Konsumenten zusätzlichen Spielraum für kreditfinanzierte Güter (Autos, langlebige Konsumgüter oder Immobilien) ermöglicht.

Die Zunahme der Verfügbarkeit von Krediten verschiebt die Gesamtnachfragekurve von AD zu AD'. Wie nehmen hier an, dass die Verschiebung der beiden Kurven denselben Umfang hat. Das muss zwar nicht zwingend der Fall sein, spiegelt jedoch die Situation der letzten zehn Jahre im Eurogebiet wider, in dem sich Angebot und Nachfrage parallel bewegt haben, so dass sich das Preisniveau kaum ändert. Dementsprechend entscheidet die Zentralbank, untätig zu bleiben, da ihr primäres Ziel die Gewährung von Preisniveaustabilität in P^0 gewährleistet ist.

Allerdings ist die Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Produktion im neuen Schnittpunkt B nicht nachhaltig, da sie größtenteils auf der Kreditexpansion beruht, die künstlich hohe Vermögenspreisen bewirkt. Des Weiteren führt die massive Kreditausweitung zu einer übermäßigen Ansammlung von Schulden der Haushalte und Unternehmen, welche schließlich wieder abgebaut werden müssen. Das geschieht, wenn die Vermögensblase platzt. Sowohl die AS als auch die AD Kurve verschieben sich nach links (siehe *Abbildung 2*). Ähnlich wie bei der Reaktion einer technologiegetriebenen Blase überreagieren die Marktteilnehmer, so dass sich ein neuer Schnittpunkt in C bildet, der ein geringeres Produktionsniveau als ursprünglich aufweist. Dieses Szenario erlebten wir in der letzten Finanzkrise, als die Mechanismen, welche für einen wirtschaftlichen Aufschwung sorgten, zum Bumerang in der Krise wurden (vgl. *Brunnermeier et al., 2009*).

¹ Auch in Deutschland wurde mit dem neuen Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG) der erste Schritt in Richtung „Marktwertbilanzierung“ speziell bei Banken und Kreditinstituten vollzogen.

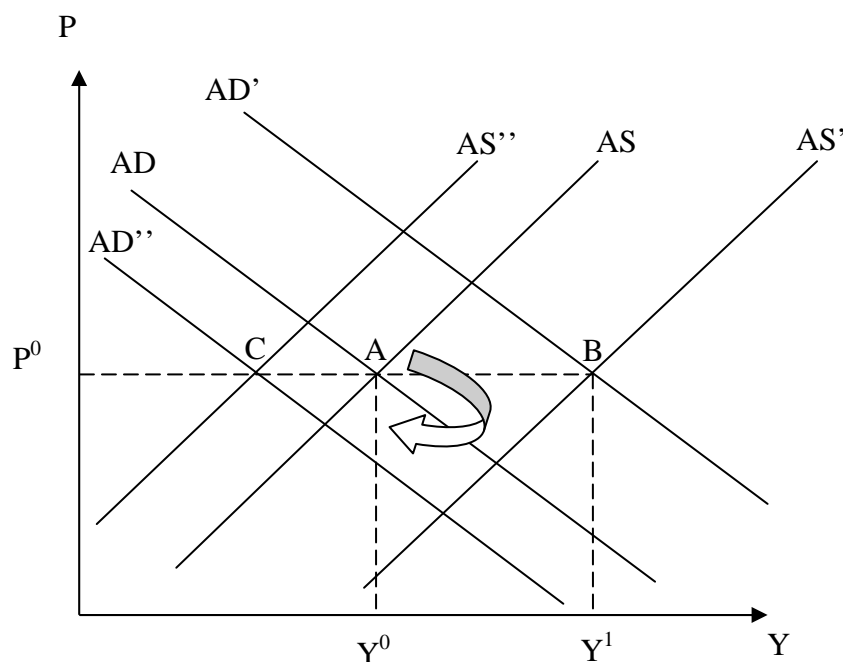


Abbildung 2: Blasenentwicklung aufgrund von Herdenverhalten

Wie aus der Analyse hervorgeht, wird eine Zentralbank, die maßgeblich Preisstabilität im Fokus hat, im Falle eines technologiegesteuerten Aufschwungs zusätzlichen Brennstoff für eine Vermögenspreisblase liefern, indem sie mit einer expansiven Geldpolitik reagiert oder aber im Falle der jüngsten Finanzkrise untätig bleibt und die zügellose Kreditausweitung nicht verhindert (vgl. *Borio/Lowe*, 2002). Alle führenden Zentralbanken hatten bisher als wichtiges Ziel die Preisstabilität auf ihrer Agenda und konnten die Inflation erfolgreich bekämpfen. Jedoch scheiterten sie daran, ein Herdenverhalten zu identifizieren, welches häufig eine Vermögenspreisinflation nach sich zieht und geeignete Maßnahmen gegen diese Entwicklung zu ergreifen. Damit konnten die Zentralbanken weder für eine globale Finanzstabilität sorgen, noch verhinderten sie die Kreditausweitung, welche die Blasenbildung anheizte und enorme gesellschaftliche Kosten verursachte. Es gibt demnach Situationen, in denen Zentralbanken ihr Inflationsziel beiseite legen und ihren Blickwinkel auf die Gewährung von Finanzstabilität richten sollten.

III. Überlegungen über einen neuen Ansatz der Finanzmarktregulierung

Obwohl das Inflationsziel augenscheinlich erreicht wurde, ist es gerade die geldpolitische Ausrichtung der Zentralbanken auf die Preisniveaustabilität, die problematische Spekulationsblasen erzeugen kann. Es stellt sich somit die Frage, wie Zentralbanken sowohl Preisstabilität als auch Finanzmarktstabilität erreichen können. Dabei wird schnell klar, dass der Leitzins als Instrument zur Steuerung der Inflation und der Vermögenspreisinflation bzw. der Kreditexpansion nicht ausreicht, um beide Ziele zu verfolgen (vgl. *De Grauwe/Gros*, 2009 ; *Blanchard/Dell'Ariceia/Mauro*, 2010). *De Grauwe/Gros* (2009) plädieren für eine grundsätzliche Reform der EZB, die sich an einer Zwei-Säulen-Strategie mit den Zielen Preisstabilität und Finanzstabilität ausrichten soll. Dabei könnte der Zinssatz zur Erreichung des Inflationsziels eingesetzt werden, während ein anderes Instrument für Finanzstabilität sorgen könnte (vgl. *De Grauwe/Gros*, 2009).

Dieses zusätzliche Instrument muss einen stärkeren und direkteren Einfluss auf Vermögenspreise sowie auf das Kreditwachstum haben als die bisherige Geldpolitik. In der Diskussion steht vor allem der Begriff der *makroprudentiellen Regulierung*, welche *systemische* Risiken kenntlich machen soll. *Yellen* (2009) weist darauf hin, dass es einer engeren Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden und der regulierenden Politik bedarf, um das System als Ganzes zu schützen (vgl. *Yellen*, 2009). Aber was genau beinhaltet makroprudentielle Regulierung? Wir nähren uns dieser Frage, indem wir zwischen mikro- und makroprudentieller Regulierung unterscheiden. Das mikroprudentielle Konzept soll die Gefahr finanzieller Schieflagen auf individueller, also Institutsebene, unabhängig dem Einfluss auf die Volkswirtschaft, eindämmen. Im Gegensatz dazu ist die Zielsetzung makroprudentieller Regulierung die Begrenzung systemischer Risiken, welche die Funktion des ganzen Wirtschaftssystems beeinträchtigen.

Die Gründe für eine makroprudentielle Regulierung liegen aufgrund der hohen wirtschaftlichen Kosten der bereits erläuterten Vermögenspreisinflation als mögliche Ursache von Krisen auf der Hand. Deshalb sollen vor allem die endogenen Risiken, welche die Finanzmarktstabilität gefährden und aufgrund von Ansteckungs- und Verstärkungsmechanismen aus dem System selbst entstehen, – das systemische Risiko – begrenzt werden. Ziel ist es, ein funktionsfähiges Wirtschaftssystem mit einer effizienten Kapitalallokation herzustellen, ohne dabei eine Krise hervorzurufen. Die Rahmenbedingungen sollen so gestrickt werden, dass individuell rationales Handeln auch auf gesamtwirtschaftlicher Ebene zu einem wünschenswerten Ergebnis führt. Gleichzeitig besteht Handlungsbedarf, den engen Begriff der Preisniveaustabilität,

die den Warenkorb der Verbraucher im Fokus hat, auf eine weiter gefasste Definition der Preisniveaustabilität, welche zusätzlich die Entwicklung der Vermögenspreise umfasst zu erweitern. Aber wie könnte eine solche Reform aussehen?

Eine makroprudentielle Regulierung sollte flexibel gestaltet sein und zeitvariable Komponenten enthalten, die abhängig von der aktuellen Wirtschaftslage greifen. Das bedeutet, dass in guten wirtschaftlichen Zeiten strengere Regeln, wie zum Beispiel für Eigenkapital, gelten müssen, während sie in einem negativen Wirtschaftsumfeld gelockert würden. Entscheidend hierfür ist das richtige *Timing*. Es ist wichtig, dass geeignete Maßnahmen rechtzeitig und konsequent ergriffen werden (vgl. *Borio/Drehmann, 2009*). Die Politik sowie die Aufsichtsbehörden stehen hier einer kniffligen Frage gegenüber, da ein zu frühes Handeln zu einer möglichen Rezession mit zwei Talsohlen (*double dip recession*) führen kann, während ein zu spätes Eingreifen Blasenbildungen nicht oder zu spät bekämpfen würde. Das Verfehlen des richtigen Timings kann also in beiden Fällen mit hohen volkswirtschaftlichen Kosten verbunden sein.

Aber wie könnte ein konkreter Eingriff aussehen? Über mögliche Maßnahmen zur Vermeidung von Finanzmarktkrisen ist die Diskussion in vollem Gange. Dabei stehen regelgebundene und diskretionäre Maßnahmen zur Debatte, wobei beide Vor- und Nachteile enthalten.

- Ein diskretionäres Eingreifen, also ein situativer Eingriff, der von Fall zu Fall neu entschieden wird, verfügt über den Vorteil, schnell und flexibel mit unterschiedlichen Instrumenten reagieren zu können. Nachteilig dagegen ist die Unberechenbarkeit, welche für die Marktteilnehmer eine zuverlässige Planungssicherheit vermissen lässt. Außerdem birgt eine diskretionäre Maßnahme in wirtschaftlich guten Zeiten das Risiko, dass sie politisch schwer durchsetzbar ist, da sie eng mit unangenehmen Entscheidungen verknüpft ist (vgl. *Deutsche Bundesbank, 2009*).
- Die regelgebundene Regulierung weist einen hohen Grad an Transparenz und Glaubwürdigkeit auf und erleichtert den Zentralbanken bzw. der Politik aufgrund bestimmter Handlungsregeln den Eingriff. Der wesentliche Nachteil einer starren Regelbindung liegt darin, dass auf unterschiedliche Situationen oder Ursachen nicht flexibel reagiert werden kann.

Ein makroprudentieller Ansatz sollte aus einem Mix der beiden Elemente – diskretionär und regelgebunden – bestehen, um möglichst effektiv die Gewährleistung der Finanzmarktstabilität zu erzielen. Mit diesem Rüstzeug kann der *Prozyklizität* und dem *Herdverhalten* Einhalt geboten werden. Neben den oben genannten Elementen ist ein Zusammenwirken von Regu-

lierung, Rechnungslegungsvorschriften und Geldpolitik entscheidend, um einer Krise *antizyklisch* zu begegnen.²

Ein Aspekt, den wir in der vergangenen Krise beobachten konnten, ist die „Too-Big-to-Fail“ bzw. Too-Connected-to-Fail“-Problematik. Diese steigt mit einer Zunahme der systemischen Risiken und Vernetzung der Marktsektoren an. Kritiker des heutigen sehr eng verflochtenen und teilweise undurchsichtigen Bankensystems sehen die Lösung in einem *Trennbankensystem*, das eine Teilung von sehr großen Banken vorsieht (vgl. *Deutsche Bundesbank*, 2009). Basel III reagiert auf die „Too-Big-to-Fail“-Problematik mit einem speziellen Zuschlag für große, systemrelevante Banken, indem sie verpflichtet werden, einen speziellen Zuschlag an Eigenmitteln zu unterlegen.

Konkrete Maßnahmen, um Finanzmarktungleichgewichte zu steuern, könnten auf Immobilienmärkten, bei Unternehmenskrediten oder direkt bei Finanztransaktionen umgesetzt werden. Bezogen auf die Immobilienpreisblase der Krise ist die Einführung zeitvariabler Beleihungsquoten (*loan-to-value ratio*) bzw. des Verhältnisses von Kredit zu Einkommen (*loan-to-income ratio*) ein geeignetes Instrument. Eine je nach konjunktureller Situation abhängige Quote kann die Nachfrage bei positiver Wirtschaftslage durch strengere Kriterien bremsen, während eine Lockerung der Quoten in der Rezession die Kreditnachfrage ankurbeln könnte.

Auf Seiten des Kreditangebots leisten zusätzliches Sicherheitskapital und Eigenkapitalrichtlinien einen Puffer gegen eine übermäßige Kreditexpansion. Basel III reagiert auf diese Forderungen mit einer Leverage Ratio, die eine risikountergewichtete Verschuldungsobergrenze fest schreibt. Ähnlich könnte bei Unternehmenskrediten die Sicherheitsleistung in Anbetracht schlechter Auftragslagen kurzzeitig reduziert und im Aufschwung erhöht werden. Eine Steuerung der Finanztransaktionen kann über eine zeitliche Erhöhung der Margen im Aufschwung und einem Rückgang in schlechteren Zeiten für eine Begrenzung bzw. Belebung an den Finanzmärkten sorgen (vgl. *ECB*, 2010). Um diese prozyklischen Effekte zu vermeiden, soll der antizyklische Kapitalpuffer unter Basel III dafür sorgen, dass er bei positiver Kreditentwicklung ausgeweitet und in negativen Zeiten zurückgefahren wird (vgl. *Hartmann-Wendels*, 2011).

² Vgl. *Deutsche Bundesbank* (2009) in der Literatur wird ein solches Zusammenwirken von Regulierung, Rechnungslegungsvorschriften und Geldpolitik oft als „Leaning Against the wind“ bezeichnet. Siehe auch: Weill (2006).

Mit der Liquidity Coverage Ratio, die sicherstellen soll, dass eine Bank während einer 30-tägigen Stressphase liquide bleibt, sind bei Basel III zum ersten mal Liquiditätsvorschriften vorgegeben. Ebenso fordert die Net Stable Funding Ratio eine gesicherte Refinanzierung über einen Zeitraum von einem Jahr, um die übermäßige Fristentransformation zu begrenzen (vgl. *Hartmann-Wendels*, 2011).

Die intersektorale Vernetzung des Finanzsystems stellt eine makroprudentielle Regulierung vor besondere Herausforderungen. Diese muss gewährleisten, dass sämtliche systemisch relevanten Finanzmärkte angemessen überwacht und reguliert werden. Kommt es zu Regulierungsunterschieden zwischen einzelnen Ländern kann das unerwünschte Effekte sowie Regulierungsarbitrage nach sich ziehen.³

IV. Schlussbemerkung

Die Erfahrungen der letzten Krise haben gezeigt, dass in einer globalisierten Welt mit vernetzten Finanzmärkten, komplexen Finanzmarktprodukten und Informationsasymmetrien die regulatorischen Aufsichts- und Regulierungsmechanismen nicht ausreichen, um vor Krisen geschützt zu sein. Als Schuldige wurden die gierigen Bankmanager schnell ausfindig gemacht. Jedoch greift dieses Urteil offensichtlich zu kurz. Denn warum sollte man individuell rationales Verhalten verurteilen? Vielmehr müssen die Rahmenbedingungen, unter denen die gesamte Finanzbranche agiert, so gestaltet werden, dass das Nutzen maximierende Verhalten des Einzelnen auch auf gesamtwirtschaftlicher Ebene zu einem wünschenswerten Ergebnis führt. Ebenso wurde der Trade-off zwischen Preisniveaustabilität und Finanzmarktstabilität diskutiert.

Dabei kommen wir zu dem Ergebnis, dass das Ziel der Zentralbank sich ausschließlich auf die Preisniveaustabilität im engeren Sinne zu konzentrieren nicht ausreicht, da dieses Verhalten zu einer Vermögenspreisinflation mit katastrophalen Konsequenzen nach sich ziehen könnte. Sowohl die Folgen aus systemischen Risiken als auch die eindimensionale Fokussierung auf die Preisstabilität wurden durch ein gleichgerichtetes Herdenverhalten der Marktteilnehmer verstärkt und begründen einen neuen Ansatz für die Regulierung der Finanzmärkte.

³ Vgl. *Deutsche Bundesbank* (2009) S 78 sowie *Morrison/White* (2009) für eine Diskussion über „Level Playing Fields in International Regulation“. Der Artikel beschäftigt sich mit den Kosten und den Vorteilen von einheitlichen Wettbewerbsbedingungen in der Finanzmarktregulierung.

Ein geeignetes Instrument dafür stellt die makroprudentielle Regulierung dar. Eine makroprudentielle Regulierung sollte flexibel gestaltet sein und zeitvariable Komponenten enthalten, welche abhängig von der aktuellen Wirtschaftslage zum Einsatz kommen. Dies impliziert, dass in guten wirtschaftlichen Zeiten strengere Regeln, wie zum Beispiel für die Eigenkapitalhinterlegung, gelten müssen, während sie in einem negativen Wirtschaftsumfeld gelockert werden könnten. Entscheidend für den Erfolg einer makroprudentiellen Regulierung ist das richtige *Timing*. Unabhängig davon, ob dieses neue Instrument in den Aufgabenbereich der Zentralbank fällt oder aber den aufsichtsrechtlichen Behörden zuteil wird, muss die Unabhängigkeit dieser Institutionen gewahrt bleiben.

Literaturverzeichnis

- Blanchard, O./Dell’Ariccia, G./Mauro, P.* (2010), “Rethinking Macroeconomic Policy”, *IMF Staff Position Note*.
- Borio, C.* (2003), “Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?” *BIS Working Paper*, No. 128, Bank for International Settlements, Basel.
- Borio, C./Drehmann, M.* (2009), “Towards an operational framework for financial stability: “fuzzy” measurement and its consequences”, *Bank for International Settlements*, Working Paper No. 284, Basel.
- Borio, C./Lowe, P.* (2002), “Asset Prices, Financial and Monetary Stability”, *Bank for International Settlements*, Working Paper No. 114, Basel.
- Brunnermeier, M./Crocket A./Goodhart, C./Persaud, D./Shin, H.* (2009), “The Fundamental Principles of Financial Regulation”, *Geneva Reports on the World Economy* 11, International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva and Centre for Economic Policy Research, London.
- De Grauwe, P./Gros, D.* (2009), “A new two-pillar strategy for the ECB”, *CESifo*, Working Paper No. 2818.
- Deutsche Bundesbank* (2009), „Aufarbeitung der Krise“, *Finanzstabilitätsbericht*, November, S. 74-89.
- ECB* (2010), “Macro-Prudential Policy Objectives and Tools”, *Financial Stability Review*, June, S. 129-137.
- Hartmann-Wendels, T.* (2011), „Basel III“, *WISU-Studienblatt*, April.
- Kindleberger, C.* (2000), *Manias, Panics, and Crashes*, 5th edition, New York: Wiley.
- Morrison, A. D./White, L.* (2009), “Level Playing Fields in International Financial Regulation”, *Journal of Finance*, Vol. LXIV, No 3, June, S. 1099-1142.
- Myerson, R. B.* (2011), “A model of moral-hazard credit cycles”, revised version Feb. 2011, <http://home.uchicago.edu/~rmyerson/research/bankers.pdf>
- Nier, E. W.* (2009), “Financial stability frameworks and the role of central banks: lessons from the crisis”, *IMF*, Working Paper 09/70.

Weill, P.-O. (2006), “Leaning against the wind”, *Department of Finance, New York University Stern School of Business*.

Yellen, J. (2009), “A minsky meltdown: lessons for central bankers”, *FRBSF Economic Letter*, Number 2009-15.

Diskussionspapiere der WHL Wissenschaftliche Hochschule Lahr

- 1 Dirk Sauerland: *Medizinische Dienstleistungen und Qualitätswettbewerb*, 2004.
- 2 Günther Seeber, Sabine Boerner, Helmut Keller und Peter Beinborn: *Strategien selbstorganisierten Lernens bei berufstätigen Studierenden. Ausgewählte Ergebnisse einer empirischen Untersuchung*, 2004.
- 3 Dirk Sauerland: *Strategien zur Sicherung und Verbesserung der Qualität in der medizinischen Versorgung – GKV und PKV im Vergleich*, 2005.
- 4 Ansgar Wübker: *Beurteilung der Qualität eines Gesundheitssystems – Die Entwicklung und Prüfung eines Bewertungsrahmens am Beispiel des Krankheitsbildes der koronaren Herzkrankheit*, 2005.
- 5 Dirk Sauerland: *Gesundheitsreformgesetze und ihre Auswirkungen auf Ausgaben und Beitragssätze der Gesetzlichen Krankenversicherung*, 2005.
- 6 Dirk Sauerland: *Künftige Herausforderungen der Langzeitpflege in Deutschland: Ordnungspolitische Anmerkungen*, 2006.
- 7 Günther Seeber: *Ökonomische Bildung in der Schule – Notwendigkeit und Handlungsbedarfe*, 2006.
- 8 Robert J. Zaugg: *Fallstudien als Forschungsdesign der Betriebswirtschaftslehre – Anleitung zur Erarbeitung von Fallstudien*, 2006.
- 9 Robert J. Zaugg: *Work-Life Balance. Ansatzpunkte für den Ausgleich zwischen Erwerbs- und Privatleben aus individueller, organisationaler und gesellschaftlicher Sicht*, 2006.
- 10 Björn A. Kuchinke, Ansgar Wübker: *Defizite öffentlicher Krankenhäuser in Deutschland: Empirische Befunde 1998 – 2004*, 2007.
- 11 Dirk Sauerland, Björn A. Kuchinke, Ansgar Wübker: *Warten gesetzlich Versicherte länger? Zum Einfluss des Versichertenstatus auf den Zugang zu medizinischen Leistungen im stationären Sektor*, 2008.
- 12 Mirko Heinke, Jürgen Keil, Marc Lenge, Michael Schneider, Jana Wendt: *Mobilisierung interner Ratings*, 2007 im Rahmen des Postbank Finance Award 2006/2007.
- 13 Clemens Böcher, Jörg Eisele, Dominik Hartmann-Springorum, Sebastian Hirsch, Heimo Tübel: *Asymmetrische Informationsverteilung im Kapitalmarkt – Wie und wann interne und externe Ratings zur Problemlösung beitragen können*, 2007, Wettbewerbsbeitrag im Rahmen des Postbank Finance Award 2006/2007.
- 14 Christoph Schwierz, Ansgar Wübker: *Regionale Leistungsunterschiede im deutschen Gesundheitswesen – Ausmaße und Ursachen für die Diagnosegruppe der ischämischen Herzkrankheiten*, 2008.
- 15 Ansgar Wübker, Dirk Sauerland, Achim Wübker: *Wie Qualitätsinformationen die Krankenhauswahl beeinflussen – eine empirische Untersuchung*, 2008.
- 16 Günther Seeber, Bernd Remmele: *Does Economic Competence Indicate the Individual Level of Agreement with Market Economy?*, 2008.
- 17 Bernd Remmele, Günther Seeber: *Exams To Go – Open Learning Motivation Through Accreditation*, 2008.
- 18 Tristan Nguyen, Wolfgang Bach: *Prinzipienbasierte Aufsicht am Beispiel des Proportionalitätsgrundsatzes von Solvency II*, 2009.

- 19 Tristan Nguyen, Natalie Djodat: *Empirical Evidence of Corporate Governance Disclosure in Brazil, China, India, Korea and Russia*, 2009.
- 20 Robert D. Molinari: *Der Richtlinienentwurf zum neuen Solvabilitätssystem für die Versicherungsbranche – Ein Zwischenfazit*, 2009.
- 21 Tristan Nguyen: *Versicherbarkeit von Katastrophenrisiken und staatliche Risikoübernahme*, 2009.
- 22 Andreas Otte: *Funktionelles Neuroimaging beim HWS-Schleudertrauma*, 2009.
- 23 Konrad Wink, Andreas Otte: *Die Bedeutung der klinischen Forschung an kardiovaskulären Erkrankungen für die Gesundheitsforschung*, 2009.
- 24 Tristan Nguyen, Philipp Molinari: *Fair Value-Bewertung von Versicherungsverträgen im Spannungsfeld zwischen Relevanz und Verlässlichkeit*, 2009.
- 25 Stephan Schöning, *Zur Bedeutung regionaler Marktstrukturen im Kreditwesen für Bankkreditfinanzierungen von (kleinen) KMU in Deutschland*, 2009.
- 26 Marian Pollmann, Stephan Schöning: *Modifikation der 1. Säule von Basel II: Zusätzliche Anforderungen im Bereich der Marktrisiken*, 2010.
- 27 Tristan Nguyen, Robert Danilo Molinari: *Solvency II – Considering Risk Dependencies*, 2010.
- 28 Gerhard Wörtche, Tristan Nguyen: *How did different Investment Strategies perform when applied to an International Portfolio?*, 2010.
- 29 Gerhard Wörtche and Tristan Nguyen: *M&A Transactions by Private Equity and Hedge-Fundes – Some Empirical Evidence for Financial Regulation*, 2010.
- 30 Tristan Nguyen und Jonathan Ben Shlomo: *Hat ein Reverse Mortgage mit Wohn-Riester eine Zukunft in Deutschland?*, 2010.
- 31 Marguérite M. Menonides-Harsema (mit einem Geleitwort von Andreas Otte): *Regulation (EC) No 1901/2006 and 1902/2006, Development of Pharmaceuticals for the Pediatric Population, The Pediatric Investigation Plan (PIP)*, 2010.
- 32 Tristan Nguyen and Philipp Molinari: *Accounting of Insurance Contracts According to IASB Exposure Draft IFRS 4*, 2011.
- 33 Tristan Nguyen und Alexander Schübler: *Behavioral Finance als neuer Erklärungsansatz für „irrationales“ Anlegerverhalten*, 2010.
- 34 Tristan Nguyen und Jörg Lindenmeier: *Individuelles Gesundheitsverhalten bei Moral Hazard – Theoretische Grundlagen und der Einsatz mobiler Endgeräte als Lösungsmöglichkeit*, 2011
- 35 Martin Reckenfelderbäumer und Christian Arnold: *Impulsgeber Informatisierung: Zukunftsperspektiven der Dienstleistungswirtschaft*, 2012
- 36 Tristan Nguyen und Jonathan Ben Shlomo: *Auf dem Weg zu einem neuen Ansatz der Finanzmarktregulierung*, 2012

Abrufbar unter:

<http://www.akad.de/WHL-Diskussionspapiere.191.0.html>

