

**Dr. Jürgen Stark**  
Vizepräsident  
der Deutschen Bundesbank

**Das internationale Finanzsystem**  
Widerstandsfähigkeit und Risiken

Festvortrag zum Jubiläum  
"25 Jahre Internationale Volkswirtschaftslehre"  
Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät der  
Eberhard Karls Universität Tübingen

Donnerstag , 21. Oktober 2004

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 26

Zunächst möchte ich der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät meine Glückwünsche zum Jubiläum "25 Jahre Internationale Volkswirtschaftslehre" aussprechen. Die Einrichtung dieses Studiengangs bereits vor einem Vierteljahrhundert zeugt von Weitblick und spiegelt anschaulich die Herausforderungen wider, vor die sich auch die Wirtschaftswissenschaft durch die Internationalisierung von Handel und Finanzsystemen gestellt sah. Der Blick über die „National“-Ökonomie hinaus war gefragt. Dieser Ansatzpunkt ist heute wichtiger denn je. Die zunehmende Vernetzung und das dynamische Wachstum der Finanzmärkte sind zum Inbegriff der Globalisierung geworden. Infolge der Liberalisierung und Deregulierung konnten sich die produktiven Marktkräfte freier entfalten, neue Finanzprodukte und der technische Fortschritt trieben die Entwicklung an. Deutschland hat davon erheblich profitieren können. Deutsche Banken verfügen mit knapp 2,5 Billionen US-Dollar über die höchsten Auslandsforderungen aller Bankensysteme weltweit.<sup>1</sup> Wenn es in Deutschland um die Stabilität des Finanzsystems geht, lohnt es sich also in besonderer Weise, über die Grenzen zu schauen.

Ich freue mich über die Einladung zu diesem Festvortrag, die mir die Gelegenheit bietet, Ihnen einen Überblick über das Thema „Internationales Finanzsystem“ zu geben.

Was ist das „internationale Finanzsystem“? Es spricht viel dafür, dass das internationale Finanzsystem heute mehr ist als nur die Summe seiner regionalen Teile. Die Internationalisierung ging mit einer qualitativen Veränderung einher. Das weltumspannende Geflecht aus Finanzmärkten, Intermediären und finanzieller Infrastruktur ist komplexer geworden. Eine Rolle spielt dabei die gestiegene Bedeutung von großen, global tätigen Finanzinstituten, die sich in einer Vielzahl unterschiedlicher Märkte und in verschiedenen Rechtsräumen

---

<sup>1</sup> Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Quartalsberichte, Statistischer Anhang, Tabelle 9 B.

bewegen. Weiterhin haben die Finanzmärkte eine Reihe neuartiger, vor allem derivativer Finanzinstrumente mit hoher Komplexität hervorgebracht. Schließlich trägt auch die grenzüberschreitende Vernetzung von Zahlungsverkehrs- sowie von Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssystemen zu einem höheren Integrationsgrad des globalen Finanzsystems bei. Mit der Internationalisierung wuchs zudem die Bedeutung des Währungssystems als Verbindungsglied zwischen den Wirtschaftsräumen und als wichtiger Eckpfeiler der Wirtschaftspolitik.

Welche Vorteile und Herausforderungen ergeben sich aus der Globalisierung der Finanzmärkte? Moderne Marktwirtschaften bauen darauf, dass der Wirtschaftsprozess möglichst weitgehend durch unverzerrte Marktpreise effizient gelenkt wird. Dies gilt in gleicher Weise auch für das Finanzsystem. Die Vorteile offener Finanzsysteme sind daher in der Stärkung der grundsätzlichen Marktfunktionen zu finden, vor allem durch Größenvorteile und Vielfalt:

Der Marktzins bringt die Spar-, Konsum- und Investitionspläne der Marktteilnehmer in Einklang und signalisiert welche Investitionen lohnender sind als andere; er hat insoweit eine Lenkungsfunktion. Je mehr Nutzer durch die Globalisierung Zugang zum internationalen Kapitalmarkt bekommen, desto höher ist die Liquidität und die Auswahl der Anlage- und Finanzierungsmöglichkeiten. Neben der Kapitalallokation dient das Finanzsystem der Risikoallokation. Die weltweite Übertragbarkeit von Risiken ermöglicht eine effizientere Verteilung der Risiken im Gesamtsystem. So können z.B. die Kreditausfallrisiken einzelner Länder unter den Investoren breit gestreut werden. Eine weitere Marktfunktion besteht darin, Anreize für Innovationen zu bieten, die eine Voraussetzung für langfristiges Wachstum sind. Auch hier bringt die Globalisierung Vorteile. Je größer der potenzielle Absatzmarkt, desto höher sind i.d.R. die Gewinnaussichten und damit die Anreize unternehmerische Risiken einzu-

gehen. Über die rein effizienzbezogene Sicht hinaus, soll die Wettbewerbsordnung einen Rahmen schaffen, in dem die wirtschaftliche Betätigung des Einzelnen möglichst nur durch die Freiheitssphäre des Anderen begrenzt wird. Die gelungene Öffnung der globalen Märkte ist also nicht nur eng mit der Hoffnung auf Wohlstand verknüpft, sondern auch mit größerer individueller Freiheit.

Warum hat Finanzsystemstabilität gerade in den letzten Jahren neue Relevanz erhalten? Das globale Finanzsystem ist seit Mitte der 90er Jahre zahlreichen Währungs- und Finanzmarktschocks ausgesetzt gewesen. In Erinnerung gerufen seien der Kurseinbruch an den US-Anleihemärkten 1994, die zahlreichen Krisen in Schwellenländern (Mexiko 1994-95 Asien- und Russland-Krise 1997-98; dann Brasilien 1998-99, die Türkei 2000-02 und zuletzt Argentinien). Nachhaltige Herausforderungen für die Finanzsysteme ergaben sich auch aus dem Beinahe-Zusammenbruch des LTCM Hedge-Funds in den USA (1998), dem Platzen der New Economy Blase (2000), den Bilanzskandalen (2002) sowie der neuen Dimension geopolitischer Unsicherheit in Folge der Terroranschläge vom 11. September 2001.

Nicht selten war die Bewältigung dieser unterschiedlichen Schocks mit einschneidenden Wachstumseinbußen verbunden. In einzelnen Ländern waren soziale Spannungen und politische Instabilität die Folge. Empirische Untersuchungen deuten darauf hin, dass die Häufigkeit von Bank- und Währungskrisen in den vergangenen drei Jahrzehnten weltweit zugenommen haben.<sup>2</sup> Ein Hauptgrund dürften Fehler bei der Liberalisierung und Deregulierung der nationalen Finanzsysteme gewesen sein.

---

<sup>2</sup> Vgl. Bordo u.a., 2001.

Für die größere Bedeutung der Finanzsystemstabilität spricht auch der in vielen Ländern in den vergangenen zwei Jahrzehnten wesentlich schneller als das nominale Bruttoinlandsprodukt gewachsene Marktwert der Finanzaktiva.<sup>3</sup> Die engere Vernetzung von regionalen Finanzsystemen - durch das steigende Gewicht grenzüberschreitender Finanztransaktionen und die Integration vieler Schwellenländer in das internationale Finanzsystem - hat die gegenseitige Ansteckungsgefahr erhöht. Zudem verwischt die Segmentierung zwischen Banken, Wertpapierhäusern und Versicherungen immer mehr, so dass auch hier die Ansteckungsgefahr zwischen den Finanzunternehmen zunimmt. Mit der Komplexität der Finanzinstrumente und der Geschwindigkeit von Marktentwicklungen sind zudem die Anforderungen an das Risikomanagement der Marktteilnehmer erheblich gestiegen. Die Beherrschung von Markt- und operationellen Risiken ist zu einer zentralen Herausforderung geworden.

Im Folgenden möchte ich fünf Aspekte beleuchten und dann die Ergebnisse kurz zusammenfassen:

- I. Was ist unter Finanzsystemstabilität zu verstehen?
- II. Was sind die Ursachen von Finanzkrisen ?
- III. Wechselbeziehungen zwischen Finanzsystemstabilität und Geldpolitik.
- IV. Der institutionelle Rahmen zur Vermeidung von Instabilitäten
- V. Aktuelle Risiken

---

<sup>3</sup> Vgl. Houben, Kakes und Schinasi, 2004.

## I. Was ist unter Finanzsystemstabilität zu verstehen?

Finanzsystemstabilität bezeichnet die Fähigkeit, bis zu einem gewissen Grad Schocks auffangen zu können, ohne dass dadurch die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems spürbar beeinträchtigt wird. Stabilität wird jedoch oft auch als Abwesenheit von Instabilität definiert. Bordo u.a. (2001) definieren Finanzkrisen als Episoden, die durch hohe Volatilität an den Finanzmärkten, erhebliche Liquiditätsprobleme und Insolvenzen von wichtigen Finanzmarktakteuren gekennzeichnet sind, bzw. durch Interventionen öffentlicher Stellen, mit der Absicht, die akuten Risiken einzudämmen. Mishkin (2000) stellt die Bedeutung der Informations- und Kontrollkosten für die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems in den Mittelpunkt einer Definition von Instabilität.<sup>4</sup> Das Problem asymmetrischer Informationen ist im Finanzsystem immer vorhanden. Bei Finanzkrisen tritt es jedoch so sehr in den Vordergrund, dass es zum Marktversagen führen und schwere Schäden im Wirtschaftsprozess nach sich ziehen kann.

Aus solchen Risiken des Marktversagens kann eine öffentliche Aufgabe zur Vermeidung und Bewältigung von Finanzkrisen abgeleitet werden. Die Stabilität des Finanzsystems weist Merkmale eines öffentlichen Gutes auf. Obwohl sich für private Nutzer des Finanzsystems Aufwendungen zur Verbesserung der Schockresistenz bis zu einem gewissen Grad auch privat auszahlen, berücksichtigen sie bei der Bemessung der für sie kostspieligen Vorsorge nicht die Gefahr, dass die eigene Zahlungsunfähigkeit zu einer Ansteckung anderer Marktteilnehmer führen kann. Aufgrund dieser unberücksichtigten externen Effekte würde in einem rein privatwirtschaftlichen, aufsichtsfreien System zu wenig für die Stabilität getan werden.

---

<sup>4</sup> „Financial instability occurs when shocks to the financial system interfere with information flows so that the financial system can no longer do its job of channeling funds to those with productive investment opportunities.“

Stabilität hat ihren Preis. Während die Kosten von Instabilität vor allem in Form von Wachstumseinbrüchen eher periodisch zu Buche schlagen, fallen die Kosten für die Vermeidung von Krisen als administrative Aufwendungen und Effizienzeinbußen eher kontinuierlich an. Für Finanzstabilität zu sorgen, darf natürlich nicht gleichbedeutend sein mit rigiden Preisen und der Erhaltung unwirtschaftlicher Strukturen. Die Volatilität von Finanzmarktpreisen, soweit sie die Änderungen der Fundamentaldaten widerspiegeln, ist für die Effizienz des Finanzsystems unverzichtbar; ebenso wie das Ausscheiden unwirtschaftlicher Unternehmen aus dem Markt. Eine gute Regulierung ist also daran zu erkennen, dass sie die Kosten der Stabilität gering hält, indem sie sich markt-konformer Methoden bedient.

Die Frage, „wieviel Regulierung ist nötig?“ ist letztlich politisch zu beantworten. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass auch die Effizienz politischer Prozesse beeinträchtigt werden kann. Die „ökonomische Theorie der Politik“ weist auf mögliche Verzerrungen, z.B. durch den Einfluss organisierter Interessengruppen hin. Insbesondere im Standortwettbewerb könnten sich die Länder gegenseitig mit der Senkung ihrer aufsichtlichen Anforderungen unterbieten. Ein solcher Wettbewerb ist einerseits zwar ein heilsames Mittel, um Überregulierung zu verhindern. Andererseits besteht aufgrund der Ansteckungsrisiken aber die Gefahr, dass auf globaler Ebene zu wenig für die Finanzsystemstabilität getan wird. Ein Beispiel ist das unerwünschte free-rider-Verhalten einiger Offshore-Zentren, die durch geringe Regulierung die Aufsichts-bemühungen anderer Länder unterlaufen.

## II. Was sind die Ursachen von Finanzkrisen?

Wer Finanzkrisen wirksam vermeiden möchte, muss nach deren Ursachen suchen. In Anlehnung an Crockett (1997) möchte ich zunächst auf drei Erklärungsansätze eingehen, nach denen Instabilitäten im Finanzsystem auch bei rationalem Verhalten der Akteure möglich sind:

1. Gefangenendilemma,
2. Herdenverhalten und
3. selbst erfüllende Prophezeiungen.

Ergänzend sei auf psychologische Erklärungsansätze hingewiesen, die eher eine gewisse Irrationalität der Marktteilnehmer unterstellen, wie eine ausgeprägte Kurzfristorientierung. Anschließend möchte ich mich den destabilisierenden Fehlentwicklungen auf makroökonomischer Ebene zuwenden. Neben Bilanzungleichgewichten und unhaltbaren Wechselkursregimen spielt die Geldpolitik eine entscheidende Rolle, auf die ich dann später eingehen werde.

1. Unvollständige Informationen über die Absichten der anderen Marktteilnehmer bilden den Kern des **Gefangenendilemmas**, d.h. einer Situation in der die Akteure gemeinsam ein für alle unerwünschtes Ergebnis herbeiführen, obwohl sie sich individuell rational verhalten.<sup>5</sup> Ein solches Dilemma liegt zum Beispiel auf Seiten der Gläubiger bzw. Einleger einer Bank vor, wenn Zweifel über deren Zahlungsfähigkeit aufkommen. Das individuell rationale, aber unkoordinierte Verhalten der Bankkunden kann dazu führen, dass jeder versucht, noch vor dem anderen eine Auszahlung zu erreichen. Das Ergebnis könnte die Zahlungsunfähigkeit der Bank sein, unabhängig davon, ob der ursprüngliche Zweifel begründet

---

<sup>5</sup> Vgl. Luce und Raiffa, 1957.



oder unbegründet war.<sup>6</sup> Aufgrund der von außen schwer zu beurteilenden Solvenz eines Kreditinstituts kann ein Dominoeffekt entstehen und einen Ansturm auf andere Banken auslösen.

Der Unterschied zwischen individuell und kollektiv rationalem Handeln besteht nicht nur im Verhältnis zwischen Banken und Gläubigern. Das Gefangenendilemma ist in bestimmten Situationen auch ein geeigneter Erklärungsansatz für extreme Preisschwankungen an den Finanzmärkten. Rechnen die Marktteilnehmer z.B. damit, dass die zeitgleiche Rückabwicklung von Handelspositionen zum Austrocknen des Marktes führt, könnte dieses Ergebnis bei aufkommender Verunsicherung auch hier durch einen Ansturm auf den Marktausgang selbst herbeigeführt werden.

2. Ein für die Stabilität des Finanzsystems ebenso gefährliches Verhaltensmuster ist das so genannte **Herdverhalten**. Es kann individuell durchaus rational sein, die Entscheidungen von anderen zu kopieren, wenn diese mit hoher Wahrscheinlichkeit über exklusive Informationen verfügen. Die Nachahmung ist dann eine kostengünstige Alternative zur eigenen Informationssuche.<sup>7</sup> Ein weiterer Grund für das Herdenverhalten von Fonds- und Bankmanagern sind die für „principal-agent“-Beziehungen typischen Kontrollprobleme. Weil die Leistung des Agenten nicht direkt beurteilt werden kann, werden oftmals Vergleiche zu Wettbewerbern oder Benchmarks herangezogen. Damit wird bei unsicheren Entscheidungen für die risikoscheuen Manager der Anreiz gesetzt, weitgehend dem Markttrend zu folgen.

---

<sup>6</sup> Vgl. Diamond und Dybvig, 1983.

<sup>7</sup> Vgl. Ruffer (1999), Bikhchandani und Sharma (2000).

3. Während die so genannte erste Generation der Währungskrisenmodelle noch von einer Erosion der fundamentalen Wirtschaftsdaten als Hauptursache ausging zeigte die Erfahrung, dass Instabilität in Devisenmärkten auch bei robusten makroökonomischen Daten möglich ist. Dies hat die so genannte zweite Modellgeneration geprägt. In einem Erklärungsansatz von Obstfeld (1996) spielen z.B. **selbst erfüllende Prophezeiungen** eine wichtige Rolle.

Neben diesen überwiegend rationalen Erklärungsansätzen für die innere Instabilität können Finanzsysteme auch durch psychologische Effekte beeinflusst werden. Kindleberger (1978) identifiziert die verblassende Erinnerung an frühere Krisen als Bedingung für deren Wiederkehr. Tatsächlich scheinen die Akteure an den Märkten manchmal sehr kurzfristigen (myopischen) Verhaltensmustern zu folgen.

Makroökonomische Ungleichgewichte sind weiterhin eine wichtige Ursache von Finanzkrisen. Die seit Mitte der neunziger Jahre eingetretenen internationalen Verschuldungskrisen zeigen, dass Währungsinkongruenzen (currency mismatches) oftmals eine wichtige Krisenursache bildeten. Viele Schwellenländer hatten hohe Fremdwährungsverbindlichkeiten aufgebaut, denen keine entsprechenden Fremdwährungsaktiva, z.B. in Form von Währungsreserven gegenüberstanden. Dies führte bei Vertrauensverlusten nicht nur zu Zahlungsbilanzschwierigkeiten, sondern machte die betreffenden Länder auch anfällig gegenüber Abwertungen. Wenn sich der Schuldendienst in heimischer Währung gerechnet schlagartig erhöht, waren explodierende Staatsausgaben, Unternehmensinsolvenzen und Banken Krisen zwangsläufig die Folge. Länder, die sich für eine feste Wechselkursbindung an ein preisstabileres Land entscheiden, verzichten damit auf den Wechselkurs als „shock-absorber“. Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs erfordert dann eine noch stärkere Disziplin

in der Geld- und Finanzpolitik, zu der die politischen Entscheidungsträger erfahrungsgemäß nicht immer bereit sind.

Auch in Ländern mit flexiblen Wechselkursen ist eine stabilitätsorientierte, mittelfristig angelegte Finanzpolitik ein wichtiger Faktor für das Finanzsystem und die Planungssicherheit in der Wirtschaft. Vertrauen in die Solidität der Staatsfinanzen zahlt sich in niedrigen Risikoprämien und geringeren Preisschwankungen an den Kapitalmärkten aus. Die Verantwortung der Finanzpolitik liegt aber auch darin, Investitions- und Immobilienbooms nicht unnötig durch falsche steuerliche Anreize anzuheizen .

Es kann somit vielerlei Ursachen haben, wenn Finanzsysteme aus sich heraus instabil oder durch eine falsche Politik „aus dem Gleichgewicht gebracht“ werden. Folglich stellt sich die Frage, ob und wie Krisen zu vermeiden sind. Immerhin hat sich beispielsweise das deutsche Finanzsystem in den vergangenen 50 Jahren als bemerkenswert widerstandsfähig erwiesen. Es war jedoch wichtig, aus den kritischen Situationen, die es gab, wie z.B. die Herstatt-Krise 1974, die richtigen Schlussfolgerungen zu ziehen – auch für Zentralbanken.

### **III. Wechselbeziehungen zwischen Finanzsystemstabilität und Geldpolitik**

Vertreter der monetaristischen Schule wie Friedman und Schwartz (1963) haben seit langem auf die destabilisierende Wirkung einer aktivistischen Geldpolitik hingewiesen. Im Folgenden möchte ich näher auf die enge Wechselbeziehung zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität eingehen.

Ein stabiles Finanzsystem ist zum Einen eine zentrale Voraussetzung für die wirksame Transmission geldpolitischer Impulse. Dies gilt in besonderer Weise für das Bankensystem sowie die Zahlungs- und Verrechnungssysteme, an deren Sicherung das Eurosystem mitwirkt.<sup>8</sup> Auf der anderen Seite trägt eine mittelfristig orientierte Geldpolitik, die Preisstabilität zum Ziel hat, auch zur Finanzstabilität bei. Niedrige Inflationserwartungen und eine glaubwürdige geldpolitische Strategie helfen, Unsicherheit und Volatilität im Finanzsystem zu minimieren. Preise, die nicht durch übermäßige Risikoprämien verzerrt werden, verbessern die Effizienz des Kapitalmarkts und erleichtern die langfristige Planungen.

Preisstabilität allein reicht jedoch nicht (mehr), um Finanzstabilität zu gewährleisten.<sup>9</sup> Dazu haben nicht zuletzt die stärkere Verflechtung der Märkte und die infolgedessen erhöhte Ansteckungsgefahr beigetragen. Auch bei niedrigen Inflationsraten auf der Konsumentenebene können sich insbesondere unter dem Deckmantel eines konjunkturellen Aufschwungs Ungleichgewichte aufbauen durch eine Kombination dynamischen Kreditwachstums, eines Investitionsbooms und Übertreibungen bei Immobilien- und Aktienpreisen, die später zu Rückschlägen führen. Schwere Störungen des Finanzsystems, z.B. in der Folge von fallenden Vermögenspreisen sind aufgrund ihrer realwirtschaftlichen Auswirkungen auch tendenziell mit Deflationsrisiken verbunden. Viel spricht daher für eine mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik, die eine Vielzahl vorausschauender Indikatoren berücksichtigt.

---

<sup>8</sup> Der EG-Vertrag (Art. 105(5)) weist dem Eurosystem neben dem vorrangigen Ziel Preisstabilität die Aufgabe zu, beizutragen „zur reibungslosen Durchführung der von den zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Aufsicht über die Kreditinstitute und der Stabilität des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen“.

<sup>9</sup> Vgl. Borio und Lowe, 2002.

Dennoch stehen die geldpolitischen Entscheidungsträger in der Praxis vor schwierigen Problemen.

**Erstens** sind Übertreibungen auf den Vermögensmärkten kaum frühzeitig und eindeutig von fundamental bedingten Preissteigerungen zu unterscheiden. Selbst wenn dies gelingt, dürfte es für die Zentralbank in Boomphasen nicht einfach sein, die Öffentlichkeit von der Notwendigkeit einer Vermögenspreiskorrektur zu überzeugen. Fehleinschätzungen bei dem Versuch, vermeintliche finanzielle Ungleichgewichte zu beseitigen, können die Schwankungen der Vermögenspreise noch verstärken.

**Zweitens** kann eine an Vermögenspreisen orientierte Geldpolitik das Verhalten der Marktteilnehmer in eine unerwünschte Richtung beeinflussen. Eine aktivistische Zentralbank etwa könnte durch das „free-riding“ der Marktteilnehmer zunehmend in die Rolle gedrängt werden, über das angemessene Niveau von Aktien- und Immobilienpreisen entscheiden zu müssen. In diesem Fall würden die Preise aus Marktsicht solange nicht als überbewertet gelten wie die Zentralbank nicht gegensteuert. Gravierende Verhaltensänderungen können sich hingegen auch dann einschleichen, wenn die Zentralbank die Bildung von Blasen nicht verhindert, aber nach deren Platzen die Preiskorrektur durch eine reichliche Liquiditätsversorgung auffängt. Aufgrund des dadurch verzerrten Chancen/Risiko-Profiles von Vermögensanlagen dürfte die Wahrscheinlichkeit für das Entstehen neuer Blasen zunehmen („Rolling Bubbles“).

**Drittens** ist fraglich, ob die Zinspolitik der Zentralbank wirklich das geeignete Instrument ist, um Ungleichgewichte und Übertreibungen an den Finanzmärkten zu verhindern. Als Alternativen zur Geldpolitik kommen daher insbesondere Maßnahmen zur Stärkung der Marktdisziplin, aufsichtliche Anforderungen

an das Risiko-Management der Banken oder automatische Stabilisatoren im Bereich der Fiskalpolitik in Frage.

Ist eine Finanzmarktkrise bereits eingetreten, stellt sich die Frage, ob und inwieweit sich Zentralbanken an der Lösung beteiligen sollen. Das Thema Liquiditätshilfen im Krisenfall bedeutet für Zentralbanken immer einen Zielkonflikt.<sup>10</sup> Während durch die Bereitstellung von Liquidität ein Dominoeffekt, d.h. eine Ansteckung weiterer Institute und damit ein systemisches Risiko verhindert werden kann, führt die Erwartung von Liquiditätshilfen dazu, dass die Marktdisziplin geschwächt wird (moral hazard). Wenn die Marktteilnehmer nicht mit spürbaren Verlusten rechnen müssen, ist es für sie nicht mehr lohnend, die Solvenz ihrer Geschäftspartner zu überwachen und eigene Risikovorsorge zu betreiben. Daraus lassen sich zwei Schlussfolgerungen ableiten:

**Erstens** kann das Anreizproblem durch eine bewusst vage formulierte Strategie im Sinne von „constructive ambiguity“ abgeschwächt werden.

**Zweitens** ergibt sich daraus für Zentralbanken ein großes Interesse an wirksamen Verteidigungslinien „vor ihrer Haustür“, die das Risiko von Finanzkrisen verringern. In Deutschland wie in anderen Ländern wird ein System der gestaffelten Verteidigungslinien gegen Krisen des Finanzsystems praktiziert, was eine Intervention der Notenbank ("lender of last resort") entbehrlich gemacht hat.

---

<sup>10</sup> Vgl. Goodhart und Huang, 1999.

#### **IV. Der institutionelle Rahmen zur Vermeidung von Instabilitäten**

Wichtige Bestandteile der **ersten Verteidigungslinie** der Finanzsystemstabilität sind ein hohes Maß an Marktdisziplin sowie das eigenverantwortliche Risikomanagement. Transparenz und die kostengünstige Verfügbarkeit von Informationen sind entscheidende Voraussetzungen. Wenn die Marktteilnehmer gegenseitige Einsicht in ihre wirtschaftliche Lage haben, sind die Risikoaufschläge der Finanzmarktpreise ein effizienter Steuerungsmechanismus, um der Anhäufung übermäßiger Risiken entgegenzuwirken.

In der aktuellen Diskussion um die internationalen Rechnungslegungsstandards (insbesondere IAS 39) wird jedoch deutlich, dass es durchaus umstritten sein kann, welches die richtige Art von Transparenz ist. Während hinter den traditionellen Bilanzierungsgrundsätzen des HGB die Prinzipien Gläubigerschutz und Vorsicht stehen, sind die IAS primär auf die Informationsinteressen der Investoren ausgerichtet. Durch die vorgeschlagene uneingeschränkte Möglichkeit zur Anwendung der so genannten Fair Value-Bewertung auf alle Finanzinstrumente, unabhängig von einer Handelsabsicht, würden die Schwankungen der einzelnen Bilanzpositionen wahrscheinlich zunehmen. Wie die Marktteilnehmer darauf reagieren würden ist unklar. Können die Investoren zufällige Schwankungen der Unternehmensergebnisse von der fundamentalen Entwicklung unterscheiden? Zumindest sind Zweifel angebracht, ob durch diese Art von Transparenz im Berichtswesen die wirtschaftlichen Verhältnisse eines Unternehmens für die Marktteilnehmer besser einsehbar werden.

Marktdisziplin, gegenseitige Kontrolle, an der z.B. auch Rating-Agenturen beteiligt sind, und eigenverantwortliches Risikomanagement reichen in der Praxis jedoch nicht aus. Man denke nur an die Möglichkeit der Geschäftspartner,

Risikopositionen innerhalb eines Tages durch Derivate einzugehen bzw. wieder aufzulösen, ohne dass dies für Außenstehende zeitnah erkennbar ist. Zudem können auch gesunde Finanzinstitute durch Ansteckungseffekte in Bedrängnis geraten. Die umfassende Kontrolle der Geschäftspartner müsste sich also auch auf deren Geschäftspartner erstrecken, was die Überwachungskosten schnell ansteigen ließe.

Die notwendige **zweite Verteidigungslinie** ist daher zum Einen ein angemessener regulatorischer Rahmen, z.B. Eigenkapitalvorschriften, und eine wirksame Aufsicht, die die Einhaltung der Vorschriften überwacht. Zum Anderen bestehen Sicherungssysteme für die Einlagen von Kreditinstituten, die i.d.R. von den Verbänden selbst betrieben werden. Sie garantieren privaten Bankkunden die Rückzahlung der Einlagen und entschärfen damit wirksam das Gefangenendilemma, so dass ein Ansturm auf die Bankschalter unwahrscheinlich wird. Als Nebeneffekt muss in Kauf genommen werden, dass für die Bankkunden kein Anreiz mehr besteht, sich selbst ein Bild über die Bonität der Bank zu bilden. Das Problem schwächt sich jedoch ab, weil die Beiträge zum Sicherungssystem oftmals von der Bonität der Bank abhängen und für die Anteilseigner und bestimmte Gläubiger der Bank ein Verlustrisiko fortbesteht (soweit nicht eine komplette Institutssicherung an die Stelle der bloßen Einlagensicherung tritt).

Die staatliche Bankenaufsicht hat u.a. dafür zu sorgen, dass die Kreditinstitute die Mindestanforderungen an Solvenz, Liquidität und Risikomanagement einhalten. Grundsätzlich verzichtet die Bankenaufsicht auf direkte Eingriffe in die Geschäftspolitik der Kreditinstitute; Entscheidungen über Art und Umfang der Geschäfte bleiben dem Kreditinstitut im Rahmen der Aufsichtsnormen selbst überlassen. Die Aufsichtsregeln für das Eigenkapital z.B. zielen darauf ab, jederzeit einen ausreichenden Puffer für die bankgeschäftlichen Risiken bereit-



zuhalten. Welche Risiken das Kreditinstitut in welchem Umfang eingehen will, hängt hingegen maßgeblich davon ab, zu welchen Konditionen es am Markt genügend Eigenkapital beschaffen kann. Die Bankenaufsicht ersetzt also nicht die Disziplinierung durch den Kapitalmarkt, sondern ergänzt sie.

Im Gefolge der Internationalisierung der Finanzmärkte sowie der Liberalisierung und Deregulierung auf nationaler Ebene ist auch die **grenzüberschreitende Kooperation** der Notenbanken und Aufsichtsstellen zu einem wichtigen Element der internationalen Finanzarchitektur („global governance“) geworden. Die Bundesbank ist daran vielfach beteiligt. Die von den Notenbanken getragene Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel (BIZ) ist schon seit vielen Jahren zu einem wichtigen Zentrum für global ausgerichtete makroprudentielle Analysen und Empfehlungen für die Stabilität der Finanzsysteme geworden.

Das wohl bekannteste Gremium dieser Art ist der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (Stichwort „Basel II“). Er wurde im Zuge der Herstatt Krise im Jahr 1974 von den Zentralbank-Gouverneuren der G10 Länder eingesetzt. Der Ausschuss trug maßgeblich dazu bei, dass die Aufsichtsnormen international auf einheitlichen Prinzipien beruhen.

Das wichtige Thema Konvergenz der Aufsichtsregeln- und Praktiken hat Anfang 2004 auch zur Schaffung des Ausschusses der Europäischen Bankenaufseher (CEBS) geführt. Durch die verbesserte Kooperation der Aufsichtsbehörden und die EU-weite Harmonisierung des Meldewesens wird dem Anliegen der grenzüberschreitend tätigen Banken Rechnung getragen, die administrativen Kosten niedrig zu halten.

Der ebenfalls bei der BIZ angesiedelte Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS) ist ein Forum für die Analyse der Stabilität des globalen Finanzsystems. Ein weiteres Gremium beschäftigt sich mit der Sicherheit des Zahlungsverkehrs und der Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme, die für die Infrastruktur der Finanzsysteme wichtige Elemente darstellen.

Eine zentrale Rolle bei der internationalen Zusammenarbeit nimmt das 1999 auf Vorschlag des ehemaligen Bundesbankpräsidenten Tietmeyer gegründete „Forum für Finanzstabilität“ (FSF) ein. Die Mitglieder sind die Zentralbanken, Finanzministerien und Aufsichtsbehörden der G7-Länder sowie Zentralbanken größerer Finanzzentren (Australien, Niederlande, Hongkong, Singapur).<sup>11</sup> Aufgrund dieses breiten Teilnehmerkreises ist das FSF in besonderer Weise geeignet, Schwachpunkte des Finanzsystems auch an den Schnittstellen frühzeitig aufzuzeigen und die Aktivitäten der verschiedenen nationalen Aufsichtsstellen und internationalen Gremien zu koordinieren. Ein erstes Projekt bestand in der Erstellung eines Kompendiums für Standards, das als international anerkannter Bezugspunkt für die relevanten Prinzipien, Richtlinien und „good practices“ der Finanzsystemstabilität dient. Hilfreiche Beiträge zu einzelnen Themen haben außerdem die FSF-Arbeiten zu „Highly Leveraged Institutions“, „Capital Flows“ und „Offshore Financial Centres“ geleistet.

Die ebenfalls seit 1999 bestehende „Gruppe der 20“ (G20) bezieht sowohl Industrie- als auch systemisch wichtige Schwellenländer Asiens und Lateinamerikas in die Kooperation auf politischer Ebene ein. Dies trägt dem wachsenden wirtschaftlichen Gewicht dieser Ländergruppe und ihrer Bedeutung für die Stabilität des globalen Finanzsystems Rechnung. Die Gruppe setzt sich in jüngerer Zeit z.B. mit der Frage auseinander, wie die nationalen Finanzmärkte in den Schwellenländern gestärkt werden können, um deren Ersparnisbildung

---

<sup>11</sup> Hinzu kommen Vertreter internationaler Organisationen und Aufsichts-Vereinigungen.

zu steigern, Kapitalflucht zu verhindern und den Kapitalimport zunehmend in eigener Währung anstatt in Fremdwährung zu bewerkstelligen.<sup>12</sup>

Der Internationale Währungsfonds (IWF) ist im Laufe der Jahre gleichfalls zu einem wichtigen Kompetenzzentrum für die globale Finanzstabilität geworden. Die Überwachung und Beratung der Mitgliedsländer zu Fragen der Finanzstabilität hat deutlich an Gewicht gewonnen. Im Rahmen des Programmes zur Begutachtung des Finanzsektors (FSAP) - einer gemeinsamen Initiative von IWF und Weltbank – werden unter Beteiligung von Experten der jeweiligen nationalen Stellen die Stärken und Schwächen des Finanzsystems eines Landes identifiziert. Des weiteren trägt der IWF zur Verbesserung der Entscheidungsgrundlagen für die Marktteilnehmer bei, indem er Standards und Indikatoren für die Beurteilung der Finanzstabilität und zur Transparenz in der Geld- und Fiskalpolitik entwickelt.

Die von internationalen Gremien erarbeiteten Kodizes und Standards für ein stabiles Finanzsystem werden nach und nach in immer mehr Ländern umgesetzt und tragen zur Finanzstabilität bei. Ungeachtet dessen wird die dynamische Entwicklung des Finanzsystems auch künftig mit neuen Herausforderungen für die Finanzstabilität verbunden sein, die eine Fortentwicklung des Handlungs- und Aufsichtrahmens erforderlich macht.

## **V. Aktuelle Risiken**

Nun zu den aktuellen makroökonomischen Risiken und den Herausforderungen für die Stabilität des Finanzsystems. Die Bundesbank analysiert die Stabi-

---

<sup>12</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Oktober 2004, S. 32.

lität des nationalen und internationalen Finanzsystems laufend und berichtet darüber im Rahmen der Stabilitätsberichte, zuletzt im Monatsbericht Oktober.

Seit dem Frühjahr 2003 hat sich die Stabilität des internationalen wie auch des deutschen Finanzsystems zunehmend gefestigt. Dazu trug vor allem die von den USA und Asien ausgehende Verbesserung des makroökonomischen Umfelds bei. Störpotenzial für den Konjunkturverlauf geht derzeit vor allem von einem anhaltend hohen Ölpreis aus, der das reale Wirtschaftswachstum dämpfen und die Inflationsrate nach oben treiben könnte.

Die Geld- und Fiskalpolitik ist in vielen Ländern seit 2001 deutlich expansiv ausgerichtet. Dies hat zu einer sehr reichlichen Liquiditätsausstattung des globalen Finanzsystems geführt. In einer Reihe von großen Ländern hat die Verschuldung der privaten Haushalte, aber auch die Staatsverschuldung, deutlich zugenommen. Inzwischen wurde die Zinswende in den USA und Großbritannien eingeleitet.

In einer Reihe von Ländern wirft die hohe Verschuldung der privaten Haushalte die Frage nach deren Tragfähigkeit auf. In den USA lagen am Ende des zweiten Quartals 2004 die Schulden der privaten Haushalte relativ zum verfügbaren Einkommen (mit 118%) rund 7 Prozentpunkte höher als 2002. Auch in Großbritannien und Spanien stieg die Verschuldung kräftig an. Treibende Kraft ist in fast allen Ländern eine dynamische Nachfrage nach Immobilienkrediten. In Deutschland blieb die Schuldenquote in diesem Zeitraum hingegen nahezu unverändert<sup>13</sup>, und auch die Nachfrage nach Immobilienkrediten ist in Deutschland merklich schwächer.

---

<sup>13</sup> Ein Niveauvergleich zwischen den USA und D (wo die Schuldenquote bei 111% des verfügbaren Einkommens liegt) ist aufgrund der unterschiedlichen Definition des Haushaltssektors wenig aussagekräftig.

Ein unerwarteter Zinsanstieg könnte bei den privaten Haushalten der genannten Länder zu Zahlungsschwierigkeiten führen. Die Zinssensitivität ist noch höher, wenn die Immobilienkredite mit variablen Zinsen ausgestaltet sind (wie z.B. in GB und Spanien) oder wenn sich die Haushalte zusätzlich durch kurzfristige Konsumkredite verschuldet haben (USA und GB). Falls die Haushalte ihre Zins- und Tilgungsverpflichtungen nicht mehr erfüllen können und gleichzeitig der Immobilienwert, der als Besicherung dient, unter den Kreditbetrag fällt, schlägt sich dies in Verlusten für die Kreditgeber nieder.

Die privaten Haushalte sind vielfach in der Position eines „Schock-Absorber“, die die aus Finanzkrisen resultierenden Einkommens- und Bewertungsverluste verkraften müssen. Es ist daher angeraten, die Schuldentragfähigkeit von Risikogruppen innerhalb des privaten Sektors im Auge zu behalten. In diesem Zusammenhang geben die seit dem Jahr 2000 deutlich gestiegenen Verbraucherinsolvenzen in manchen Ländern (GB, D, USA) Anlass zur Sorge.

In vielen Industrieländern hat die Verschuldung der öffentlichen Haushalte ein für die Stabilität der Währung, aber auch der Finanzsysteme, bedenkliches Ausmaß angenommen. Die derzeit niedrigen Marktzinsen für Staatsanleihen sollten nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Bedienung der Staatsschulden nicht nur für diese, sondern auch für künftige Generationen zu einer enormen Bürde werden kann. Ein Verlust des Vertrauens in die Solidität der Finanzpolitik könnte einen Anstieg der Kapitalmarktzinsen und eine höhere Volatilität der Wechselkurse nach sich ziehen mit direkten Auswirkungen auf die Finanzstabilität.

Der Umgang mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt in Europa ist in diesem Zusammenhang kein ermutigendes Beispiel. Aber auch in anderen Ländern ist eine Budget-Konsolidierung dringend geboten, um die absehbaren Belastun-

gen durch den Eintritt der Baby-Boomer-Generation in das Rentenalter auffangen zu können.

Die Krisenanfälligkeit des globalen Finanzsystems wird zudem durch die fortbestehenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte erhöht. Das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten hat sich im zweiten Quartal 2004 aufgrund der lebhaften Inlandsnachfrage auf 5,7% des Bruttoinlandsprodukts ausgeweitet. Dem stehen Kapitalimporte aus anderen Teilen der Welt insbesondere aus Ostasien gegenüber. Störungen bei der Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits könnten zu erheblichen Wechselkursschwankungen führen, die auch auf andere Bereiche des Finanzmarktes und die Realwirtschaft ausstrahlen würden.

Die Struktur der US-Kapitalimporte ist ein wichtiges Indiz für deren Nachhaltigkeit. Wenngleich es kurzfristig angesichts der derzeitigen Wachstumsaussichten für die Marktteilnehmer kaum Anlass geben dürfte, ihre Portfolioinvestitionen in den USA massiv zurückzufahren, haben sich die langfristigen Risiken erhöht.

**Erstens** hat sich der Anteil der als längerfristig anzusehenden Direktinvestitionen gegenüber flexibleren Portfolioinvestitionen in den vergangenen Jahren verringert.

**Zweitens** hat der Anteil privater Kapitalzuflüsse abgenommen, während sich die Abhängigkeit von Kapitalzuflüssen aus den offiziellen Devisenmarktinterventionen ostasiatischer Länder verstärkt hat.<sup>14</sup> Auf Dauer dürften solche Interventionen an Grenzen stoßen, zumal dadurch lediglich die notwendigen strukturellen Anpassungen verzögert werden. Zum Abbau der außenwirt-

---

<sup>14</sup> Vgl. IWF, Global Financial Stability Report, September 2004, S.26f.

schaftlichen Ungleichgewichte könnte neben Wechselkursanpassungen vor allem eine höhere Ersparnis der privaten und öffentlichen Haushalte in den USA beitragen sowie eine Stärkung der Produktivität und der Binnennachfrage in Asien und Europa.

An den internationalen Finanzmärkten waren im laufenden Jahr der Zeitpunkt, das Ausmaß und die Auswirkungen der Zinswende in den Vereinigten Staaten das Hauptthema. Vor diesem Hintergrund haben sich Risiken herausgebildet, die die bislang niedrige Volatilität der Finanzmarktpreise wieder in die Höhe treiben könnten:

Die reichliche Liquiditätsausstattung der Weltwirtschaft hat vor allem auf den Anleihemärkten eine allgemeine „Suche nach Rendite“ ausgelöst. Dadurch hat sich der Renditeabstand zwischen Papieren bester Bonität und riskanteren Produkten wie Anleihen von Unternehmen und Schwellenländern sowie durch Hypotheken besicherte Anleihen stark vermindert. Es ist nicht auszuschließen, dass es dabei auch zu Übertreibungen gekommen ist, so dass die verbliebenen Renditeaufschläge nicht mehr ausreichen, um die Anleger für ihre Kredit- und Zinsänderungsrisiken zu kompensieren. Die mit einem Zinsanstieg einhergehenden Kursverluste von Anleihen könnten insofern zum Auslöser für eine Verkaufswelle werden.

Ein weiterer Ausfluss der anhaltenden „Suche nach Rendite“ ist auch das zunehmende Interesse an der weitgehend unregulierten Hedgefonds-Branche. Da mit traditionellen Anlageformen nur geringe Renditen zu erzielen sind, wird die Suche nach Alternativen verstärkt. Darüber hinaus versprechen sich viele Investoren eine bessere Diversifizierung ihres Portfolios durch die Aufnahme von Hedgefonds-Anteilen, deren Renditen mit traditionellen Anlagen nur gering korreliert sind. Aufgrund der starken Mittelzuflüsse hat sich der Einfluss

dieser wenig transparenten Branche auf die Finanzmärkte erhöht. Vor allem zwei Fragen sind im Hinblick auf die Stabilität des Finanzsystems bisher noch offen:

Welche Auswirkungen haben die Handelsstrategien der Hedgefonds auf die Volatilität der Finanzmarktpreise?

Können Banken, die zu den Fonds vielfältige Verbindungen unterhalten, genügend Kontrolle über sie ausüben, obwohl dies unter erheblichem Wettbewerbsdruck die Chance auf die lukrativen Mandate dieser Kunden beeinträchtigen dürfte?

Zumindest besteht in diesem Bereich Zweifel, ob Marktdisziplin allein ausreicht, um Krisen wie 1998 im Fall des Hedgefonds LTCM in Zukunft zu verhindern. Mehr Transparenz bei Hedge Funds ist daher notwendig.

## **VI. Schlussbemerkungen**

1. Die Funktionsfähigkeit und Stabilität des internationalen Finanzsystems ist eine wesentliche Grundlage für den effizienten Ablauf von Wirtschaftsprozessen. Die Finanzmärkte haben in den letzten Jahren weitreichende qualitative Veränderungen erfahren mit einer komplexen Finanzinfrastruktur, grenzüberschreitender Vernetzung und neuen Finanzinstrumenten.
2. Im Unterschied zu anderen Wirtschaftsbereichen gibt es im Finanzsystem besondere Informationsprobleme, die sich zusammen mit makroökonomischen Ungleichgewichten, d.h. infolge politischer Fehlsteuerung zu Finanzkrisen ausweiten können. Diese strahlen i.d.R. auch auf die Realwirt-



schaft einschließlich der privaten Haushalte aus und können dort zu gravierenden Störungen führen.

3. Die politischen Entscheidungsträger und aufsichtlichen Stellen sind gefordert, potentielle Stabilitätsrisiken durch angemessene Rahmenbedingungen für das Verhalten der Wirtschaftssubjekte einzudämmen. Nur so können die wohlfahrtsfördernden Potentiale des internationalen Finanzsystems ausgeschöpft werden. Dabei muss das Finanzsystem genügend Flexibilität behalten, um Schocks auch künftig abfedern zu können.
4. Der Zielkonflikt zwischen Finanzstabilität und Kosten-Effizienz muss immer wieder aufs Neue abgewogen werden. Die ordnungspolitische Kompassnadel muss dabei die Richtung vorgeben: Der staatliche Regulierungsrahmen soll die Selbstregulierung des Marktes ermöglichen und ergänzen, aber nicht ersetzen.
5. Das internationale Finanzsystem hat in den letzten Jahren bedeutende Schocks ohne gravierende Anspannungen verkraftet. Dennoch sind die Weltfinanzmärkte nicht immun gegenüber einer Reihe von Risiken. Zwar wird die Widerstandsfähigkeit des globalen Finanzsystems durch die insgesamt günstigen weltwirtschaftlichen Aussichten gestärkt, aber alle an der Stabilität des Systems beteiligten Parteien sind gefordert, ihre erhöhte Aufmerksamkeit beizubehalten.

\*

\*      \*

## Literatur

Bikhchandani und Sharma: *Herd Behavior in Financial Markets: A Review*, IMF Working Paper WP/00/48, März 2000.

Bordo, Eichengreen, Klingebiel und Soledad: *Is the crisis problem growing more severe?*, Economic Policy, 2001, 32, S. 51-82.

Borio, Claudio und Lowe, Philip: *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*, BIS Working Papers, No 114, 2002.

Crockett, Andrew: *The Theory and Practice of Financial Stability*, Essays in International Finance, No. 203, April 1997, S. 3-22.

Diamond und Dybvig: *Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity*, Journal of Political Economy, 84, Juni 1983, S. 401-419.

Friedman, Milton und Schwartz, Anna, J.: *A Monetary History of the United States 1867-1960*, New York, National Bureau of Economic Research, 1963.

Goodhart, Charles, A.E., und Huang, Haizhou : *A Model of the Lender of Last Resort*, LSE, Financial Markets Group, Discussion Paper 313, Januar 1999.

Houben, Kakes, Schinasi: *Towards a framework for financial stability*, De Nederlandsche Bank, Occasional Studies, 2004, Vol.2/Nr.1, S. 33ff.

Kindleberger, Charles, P.: *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, New York, Basic Books, 1978.

Luce und Raiffa: *Games and Decisions: Introduction and Critical Survey*, A Study of the Behavioral Models Project, Columbia University, Bureau of Applied Social Research, New York, Wiley, 1957.

Mishkin, Frederic, S.: *Financial Stability and the Macroeconomy*, Working Paper No.9, Central Bank of Iceland, 2000, S. 3.

Obstfeld, M.: *Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features*, European Economic Review, Vol. 40, April 1996, S.1037-1047.

Rüffer, Rasmus: *Implicit Government Guarantees and Bank Herding Behavior*, Discussion Paper 6/99, Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank, 1999.