Niels O. Angermüller (Autor)
Internationale Finanzmärkte und Finanzmarktkrisen

https://cuvillier.de/de/shop/publications/3654

Copyright:
Cuvillier Verlag, Inhaberin Annette Jentzsch-Cuvillier, Nonnenstieg 8, 37075 Göttingen, Germany
Telefon: +49 (0)551 54724-0, E-Mail: info@cuvillier.de, Website: https://cuvillier.de

1 EINLEITUNG

Als Ursprünge eines modernen internationalen Finanzsystems können die Finanzstrukturen angesehen werden, die 1817 das britische Bankhaus BARINGS entwickelt hatte, um die französischen Reparationszahlungen an Britannien und die Alliierten abzuwickeln. Vorwiegend durch Regulierungen bedingt, blieb das internationale Finanzsystem jedoch bis in die 1960er Jahre im Vergleich zu den nationalen Finanzsystemen nahezu bedeutungslos. Anfang der 1970er Jahre begannen internationale Deregulierungen der Finanzmärkte, die zunächst langsam die Bedeutung des internationalen Finanzgeschehens stärkten. Das Volumen der internationalen Finanztransaktionen stieg stark an, als die für Fremdwährungsgeschäfte regulierungsfreien Euromärkte entstanden. Damit traten grundlegende Veränderungen ein, die zu einer Globalisierung der Finanzmärkte führten[1].

Moderne Informationstechnologien, die heute die Basis für Finanzgeschäfte sind, führen dazu, dass eine weltweite Geschäftstätigkeit von Banken ohne physische Präsenz schnell und zu geringen Kosten möglich ist. Gleichzeitig steigt aber auf den hochentwickelten Märkten der Wettbewerbsdruck, und die erzielbaren Margen sinken. Banken suchen daher nach alternativen Geschäftsfeldern mit hohen Renditen. Für sie und allgemein für Finanzanleger aus Industrieländern wurden so genannte Schwellenländer[2] im Zuge dieser Entwicklung zunehmend ein attraktives Geschäftsfeld, weil die gesamtwirtschaftlichen Wachstumsraten und die Chancen, dort hohe Renditen zu erzielen, im Vergleich zu denen in Industrieländern höher sind.

In den 1970er Jahren kam es zu erheblichen Kapitalzuflüssen in einige lateinamerikanische Länder. Auf die internationale Schuldenkrise Anfang der 1980er Jahre folgte dann eine „verlorene Dekade“ für diese Weltregion. Nach den spekulativen Attacken im Europäischen Währungssystem zu Beginn der 1990er Jahre standen in den letzten Jahren die Währungen einiger „Emerging Markets” bei Devisenspekulanten im Mittelpunkt. Deren spekulative Attacken trugen dazu bei, dass Mexiko Ende 1994, einige südostasiatische Volkswirtschaften 1997, Russland 1998, Brasilien 1999, die Türkei 2001 und jüngst Argentinien die zuvor fixierten Wechselkurse freigaben. Für die betroffenen Länder ergaben sich Probleme wie (durch Abwertungen bedingte) höhere Importpreise, Schwierigkeiten

[1] Vgl. T. PLÜMPER (1996), S. 111, und M. OBSTFELD (1998), S. 10f.
[2] Schwellenländer oder Emerging Markets sind sich entwickelnde Länder, die in ihrem wirtschaftlichen Entwicklungsstand schon relativ weit fortgeschritten sind und sich durch ein hohes Wirtschaftswachstum auszeichnen. Vgl. DRESDNER BANK AG (2000), S. 11.

bei der Bedienung von Auslandsverbindlichkeiten und Glaubwürdigkeitsverluste wirtschaftspolitischer Institutionen. Die Länder verzeichneten meist erhebliche Wachstumseinbußen bis hin zu negativem Wachstum, und die Inflationsraten stiegen. Die in der Regel den Preisanstieg übertreffenden nominalen Abwertungen (d.h. reale Abwertungen) bewirkten erst mit Verzögerung eine wirtschaftliche Erholung.

Krisenhafte Erscheinungen in einem Land beinhalten immer die Gefahr, dass andere Länder wie im Verlauf der südostasiatischen Krise angesteckt werden. Mit dem internationalen Zusammenwachsen der Finanzmärkte ist das Risiko überregionaler Ansteckungen größer geworden, dessen Realisation dazu führen kann, dass zunächst lokale Finanzkrisen global spürbar werden.

Die Ursachen von Finanz- und Währungskrisen im heutigen internationalen Finanzsystem zu analysieren und Möglichkeiten ihrer Vermeidung aufzuzeigen, ist das Ziel der vorliegenden Arbeit. Sie ist in fünf Kapitel gegliedert, die im Folgenden kurz vorgestellt werden. Das diesem einleitenden ***ersten Kapitel*** folgende ***zweite Kapitel*** stellt in den Abschnitten 2.1 bis 2.4 vier Krisen im Finanzbereich seit Anfang der 1980er Jahre vor. Dabei handelt es sich um die lateinamerikanische Schuldenkrise der 1980er Jahre, die Mexiko-Krise von 1994/95 (als zweite Krise für Mexiko innerhalb eines relativ kurzen Zeitraums), die südostasiatische Krise von 1997 und die Russland-Krise von 1998[3]. Die Beschränkung ist nötig, weil auf Grund der Vielzahl der Krisen in den letzten Jahren nicht alle behandelt werden können. Diese vier Krisen wurden ausgewählt, weil sie Beispiele für Krisen in den bedeutenden Wachstumsregionen der Welt – Lateinamerika, Asien und Osteuropa – sind. Die lateinamerikanische Krise der 1980er Jahre ist als erste internationale Schuldenkrise per se besonders interessant und bietet Vergleichsmöglichkeiten zu den neueren Krisen, weshalb die Arbeit mit ihr neben der jüngeren Mexiko-Krise eine zweite Krise in Lateinamerika behandelt.

Das zweite Kapitel wird mit dem Abschnitt 2.5 abgeschlossen, der Gemeinsamkeiten und Unterschiede der Krisen herausstellt. Daraus ergeben sich Ansatzpunkte für theoretische Überlegungen und die Krisenvermeidung.

[3] Chronologien der vier Krisen finden sich im Anhang I auf S. 187ff.

Theoretische Überlegungen zu Finanz- und Währungskrisen werden im ***dritten Kapitel*** angestellt. Nach einem Literaturüberblick und allgemeinen Gedanken zur Spekulation in den Abschnitten 3.1 und 3.2 werden im Abschnitt 3.3 Erwartungen über Finanzmarktvariablen genauer untersucht. Sie bilden die Grundlage für die in allen Modellen relevanten Handlungen von Spekulanten und spielen in der neueren Literatur zu Finanz- und Währungskrisen eine herausgehobene Rolle.

Die Währungskrisenmodelle der ersten Generation sind Gegenstand des Abschnitts 3.4. Darin ist eine mit festen Wechselkursen unvereinbare Geld- und Fiskalpolitik der fundamentale Grund einer Währungskrise. Anschließend geht der Abschnitt 3.5 auf Modelle der zweiten Generation ein. Sie wurden vor dem Hintergrund der Krisen im Europäischen Währungssystem und der Mexiko-Krise von 1994/95 entwickelt. In ihrem Rahmen können Währungskrisen zwar auch aus fundamentalen Gründen entstehen; im Mittelpunkt steht aber, dass sie darüber hinaus durch (sich selbst erfüllende) Erwartungen hervorgerufen werden können. Sich mit den ersten beiden Modellgenerationen zu beschäftigen ist u.a. deshalb interessant, weil sie *vor* dem für viele Ökonomen überraschenden Ausbruch der Asien-Krise entstanden waren. Daher reflektiert der Abschnitt 3.6 die Asien-Krise vor dem Hintergrund der ersten und zweiten Modellgeneration.

Im Anschluss behandelt der Abschnitt 3.7 verschiedene neuere Ansätze. Der erste dieser Ansätze geht auf den international besonders beachteten Aufsatz „What happened to Asia?“ von P. KRUGMAN[4] zurück. Seine Idee ist, dass staatliche Verlustübernahmegarantien die Erwartungen der Marktteilnehmer verzerren, wodurch es zu Moral Hazard kommt. Dadurch entstehen Preissteigerungen auf Finanzmärkten; und es besteht die Gefahr, dass auch übermäßig risikable Investitionen in Sachkapital vorgenommen werden. In der vorliegenden Arbeit wird darüber hinaus gezeigt, dass die Internationalisierung der Finanzmärkte, der Transmissionsmechanismus relativer Preise und der Kreditkanal die Tendenz zu derartigen Preissteigerungen verstärken. Kehrt sich diese Entwicklung um, kann eine Finanz- und Währungskrise auftreten.

Die bei Krisen häufig beobachteten Preisschwankungen erscheinen jedoch als zu groß, um allein durch den Moral Hazard-Ansatz und seine Verstärkungskanäle begründet zu werden. Eine Theorie, die in der Lage ist, erhebliche Preisschwankungen auf Finanz-

[4] Vgl. P. KRUGMAN (1998).

märkten zu erklären, ist die der spekulativen Bubbles. Angewandt auf Devisenmärkte bei Wechselkursflexibilität trägt sie dazu bei, große Kursschwankungen wie die des US-Dollars in den 1980er Jahren oder stark schwankende Wechselkurse im Rahmen von Währungskrisen zu erklären und vervollständigt somit die Analyse. Mit Hilfe dieser Theorie sind aber auch Preisschwankungen auf Aktien- oder Immobilienmärkten erklärbar, wie sie in Asien zu beobachten waren. Über die bisherige Literatur hinausgehend wird gezeigt, dass eine durch Moral Hazard bedingte Preissteigerungserwartung Finanzmarktpreise auf einen Bubble-Pfad bringen kann, auf dem Preissteigerungen im beobachteten Ausmaß plausibel werden.

Die Überlegungen zu Finanz- und Währungskrisen können nicht nur auf einzelne Länder bezogen werden, sondern sind im internationalen Zusammenhang der Finanzmärkte zu sehen. Zum einen wird deshalb auf die heute übliche internationale Diversifikation von Anlagen eingegangen, zum anderen werden die häufig beobachteten Ansteckungseffekte am Beispiel der Asien-Krise eingehend analysiert.

Das ***vierte Kapitel*** beschäftigt sich im Sinne der Zielsetzung der Arbeit mit Aspekten der Krisenvermeidung. Es greift die aktuelle Diskussion möglicher Konsequenzen aus den Erfahrungen mit Finanz- und Währungskrisen für die Gestaltung der internationalen Finanzarchitektur und insbesondere der internationalen Bankenaufsicht auf. Um im Abschnitt 4.1 Risikofaktoren für Finanz- und Währungskrisen in Emerging Markets zu identifizieren, werden die Erkenntnisse aus den Kapiteln zwei und drei verwendet. Die Risikofaktoren und damit verbundene Frühindikatoren geben Hinweise für die im Folgeabschnitt diskutierte Krisenprävention. Als ein wichtiger Ansatzpunkt zur Krisenprävention werden Verbesserungen der nationalen und internationalen Bankenaufsicht herausgearbeitet.

In Schwellenländern fehlt es Banken und ihren Aufsichtsorganen häufig an qualifizierten Experten und Techniken, um Risiken vor Ort adäquat einzuschätzen und zu steuern. Ohne sofort die in Industrieländern bewährten Standards in Schwellenländern umsetzen zu können, kann die Stabilität auf internationaler Ebene gefördert werden, wenn Finanzmittel unter Berücksichtigung der tatsächlichen Länderrisiken vergeben werden. Insbesondere die richtige Einschätzung von Länderrisiken ist auch im Interesse der international tätigen Geschäftsbanken und Anleger, weshalb sie ein wichtiger Bereich des Risikomanagements geworden ist.

Der Abschnitt 4.3 geht auf die Grundlagen der internationalen Bankenaufsicht ein. Eine zentrale Frage ist dabei, wie Länderrisiken zu bewerten sind; denn die derzeitigen Regelungen des Baseler Eigenkapitalakkords aus dem Jahr 1988 sind im Lichte jüngerer Krisen nicht mehr zeitgemäß. In der vorliegenden Arbeit wird daher mit Blick auf die aktuelle Diskussion im Abschnitt 4.4 erörtert, ob Bondspreads und Länderratings geeignete Indikatoren für Risiken internationaler Finanzgeschäfte sind.

Besonders die externen Ratings haben in den Vorschlägen zu einem neuen Baseler Eigenkapitalakkord („Basel 2“) bei der Messung von Länderrisiken eine große Bedeutung. Die voraussichtlich im Jahr 2006 umzusetzenden Vorschläge werden im Abschnitt 4.5 analysiert, wobei diese Arbeit auch die zu erwartenden Stabilitätswirkungen auf die internationale Finanzarchitektur aufgreift.

Das ***fünfte Kapitel*** ist eine Schlussbetrachtung, in der die wesentlichen Ergebnisse der Arbeit zusammengefasst werden.

2 EINIGE INTERNATIONALE KRISEN IM FINANZBEREICH

"It's not speed that kills; it is the sudden stop."[1]

Von einer **Finanzkrise** spricht man, wenn sich (makroökonomisch relevante) finanzielle Indikatoren wie Aktienkursindizes in einem kurzen Zeitraum (und – wie im Zitat angesprochen – oft plötzlich) ungünstig entwickeln, z.B. wenn anhaltend tägliche Kursverluste im zweistelligen Prozentbereich zu beobachten sind. Diese Definition schließt **Währungskrisen** als Spezialfall ein[2]. Eine Währungskrise liegt vor, wenn eine erhebliche Abwertung der betreffenden Währung innerhalb eines kurzen Zeitraumes, ein erheblicher Verlust an Währungsreserven oder eine Kombination aus beiden eintritt[3].

Finanzkrisen treten auf, wenn Marktteilnehmer das Vertrauen in bestimmte Kreditnehmergruppen oder Anlagen verlieren, über deren Entwicklung sie zuvor positive Erwartungen hatten. Im Verlauf einer Finanzkrise kehrt sich das vorher häufig rasche Kreditwachstum an die Kreditnehmergruppe um oder Anlagen werden aufgelöst. Ist der zuvor durch internationale Finanzanleger „begünstigte" Anlagebereich ein Land oder eine Ländergruppe, kommt es meist zu starken Abwertungen der Währungen dieser Länder sowie zu Rezessionen und hohen Inflationsraten. In Schwellenländern kann sich Armut verstärken, und es können soziale Spannungen auftreten. Bei Finanzkrisen realisieren sich für Kreditgeber und Anleger erhebliche Risiken. Starke Abwertungen, Inflation und steigende Zinsen führen dazu, dass Kreditnehmer häufig in Schwierigkeiten geraten, die Kapitaldienste[4] zu leisten. Die Risiken sehr vieler Anlagen in dem betreffenden Land vergrößern sich, weshalb man in diesem Zusammenhang von Länderrisiken spricht.

Der nicht einheitlich verwendete Begriff des **Länderrisikos** wurde zunächst lediglich mit einem reinen Transferrisiko verknüpft, welches die Gefahr beschreibt, dass Staaten entweder selbst nicht ihren Zahlungsverpflichtungen nachkommen oder Kapitalverkehrsbeschränkungen einführen. Die Realisation dieses Risikos führt dazu, dass in einem Land angelegte Finanzmittel nicht vollständig zurücktransferiert werden können. Dies konnte man im Verlauf der im Abschnitt 2.1 zu behandelnden lateinamerikanischen Schulden-

---

[1] Bankersprichwort. Vgl. R. DORNBUSCH; I. GOLDFAJN; R.O. VALDÉS (1995), S. 219.

[2] Im Folgenden wird dennoch von Finanz- *und* Währungskrisen gesprochen, wenn besonders darauf hingewiesen werden soll, dass sich eine Aussage sowohl auf Krisen eines bestimmten Finanzsystems als auch auf Krisen am Devisenmarkt bezieht.

[3] Vgl. zu den Definitionen R.W. GOLDSMITH (1982), S. 41, bzw. G. KAMINSKY; S. LIZONDO; C.M. REINHART (1998), S. 7ff., insbesondere S. 15.

[4] Unter dem Kapitaldienst versteht man die Summe aus Zins- und Tilgungszahlungen.

krise der 1980er Jahre und der Russland-Krise 1998 beobachten, auf die der Abschnitt 2.4 eingeht[5].

Als die Kapitalströme zunehmend internationale Dimensionen annahmen und private Schuldner in Schwellenländern neue Marktteilnehmer an internationalen Finanzmärkten wurden, vergrößerte sich die Dimension von Länderrisiken. In den Abschnitten 2.2 und 2.3 werden die Krisen in Mexiko 1994/95 und Südostasien 1997 behandelt. Sie waren dadurch geprägt, dass zahlreiche private Schuldner, insbesondere Banken, bedingt durch Schwächen im Finanzsystem in Schwierigkeiten gerieten, ihre häufig in Fremdwährung denominierten Auslandsverbindlichkeiten zu bedienen. Diese Art des Transferrisikos bezeichnet man auch als Systemrisiko.

Den Beschreibungen der Krisen folgt im Abschnitt 2.5 eine Analyse ihrer Besonderheiten und Gemeinsamkeiten anhand ausgewählter Merkmale. Ein zusammenfassender Überblick schließt das Kapitel ab.

[5] Derartige Länderrisiken sind allerdings weitaus ältere Erscheinungen. Sie trafen im Mittelalter bereits die FUGGER, als sie durch Zahlungsschwierigkeiten des spanischen Staates erhebliche finanzielle Verluste erlitten.