

Finanzmarktkrisen – Ursachen und Lösungsmöglichkeiten

1	Empirische Belegbarkeit der Abkoppelung der Finanzmärkte von der Realwirtschaft	47
1.1	Devisentransaktionen und Außenhandel	47
1.2	Marktbewertung der Finanzaktiva und Realwirtschaft	48
2	Theoretische Zusammenhänge zwischen Finanzmärkten und Realwirtschaft	49
2.1	Investitionsverhalten der Unternehmer	49
2.2	Verhalten des Bankensektors	49
2.3	Vermögenseffekte	50
2.4	Außenwirtschaftliche Übertragungsmechanismen	50
3	Rolle der Erwartungen	50
4	Genese der Finanzkrisen der 90er-Jahre	51
4.1	Mexiko (1994)	51
4.2	Thailand- und Asienkrise (1997 und 1998)	52
4.3	Russland (1998)	54
4.4	Argentinien (2001 und 2002)	55
4.5	Zwischenbilanz	55
5	Politische Handlungsnotwendigkeiten	56
5.1	Desintegration der Finanzmärkte	56
5.2	Stabilitätsgerechte Rahmenbedingungen für Finanzmärkte	58
5.3	Fazit	64

Nach den Währungskrisen in einigen asiatischen und lateinamerikanischen Schwellenländern und nach der jüngsten Argentinienkrise ist die Frage nach den Ursachen dieser Fehlentwicklungen erneut aktuell geworden. Von Globalisierungsskeptikern bzw. -gegnern wird die Verantwortung dafür spekulativen, von gesamtwirtschaftlichen Faktoren losgelösten grenzüberschreitenden Kapitalbewegungen zugeschrieben.

Für sie haben sich die Finanzmärkte weitgehend von der realen Wirtschaft losgelöst und führen ein Eigenleben, da nur noch ein Bruchteil der Devisentransaktionen der Finanzierung des internationalen Handels dient oder im Zusammenhang mit ausländischen Direktinvestitionen steht. Da die Finanzmärkte aber gleichzeitig gravierende negative Auswirkungen auf die reale Ökonomie haben können, fordern sie eine Regulierung und Besteuerung („Tobin-Steuer“) der internationalen Finanzströme mit dem Ziel, insbesondere kurzfristige spekulative Kapitalbewegungen zu unterbinden.

Die klassische Kapitalmarkttheorie geht dagegen von der Annahme aus, dass die Finanzmärkte nur intermediäre Funktionen gegenüber der Realwirtschaft ausüben. Sie stellen Kapital der privaten Haushalte zur Finanzierung von Investitionen zur Verfügung und bieten dem Sparer geeignete Anlagemöglichkeiten zur intertemporalen Optimierung seines Konsums. Demnach müsste die von den Globalisierungskritikern infrage gestellte Beziehung zwischen Konjunkturzyklus und Finanzzyklus gegeben sein, was im Folgenden dargestellt wird.

1 Empirische Belegbarkeit der Abkoppelung der Finanzmärkte von der Realwirtschaft

1.1 Devisentransaktionen und Außenhandel

Als Beleg für die These von der Verselbstständigung internationaler Kapitalbewegungen im internationalen Bereich wird einmal das **Volumen** der Transaktionen an den internationalen Devisenmärkten angeführt. Die Umsätze an den Devisenmärkten haben sich innerhalb der vergangenen Dekade verdreifacht, während sich der Welthandel in diesem Zeitraum nur verdoppelt hat. Devisentransaktionen übersteigen heute das Umsatzvolumen an den Ex- und Import-Märkten um das 20- bis 25fache, d. h. nur rund 4 % des Devisenhandels entfallen auf Transaktionen in

der Handelsbilanz, der Rest auf Kapitaltransaktionen. In den Industrieländern stiegen die Kapitalimporte für Direktinvestitionen von Mitte der 70er-Jahre bis Ende der 90er-Jahre auf fast das 30fache. Die Zuströme für Portfolioinvestitionen wuchsen in diesem Zeitraum fast auf das 50fache. Allein in Deutschland stieg das Volumen grenzüberschreitender Wertpapiertransaktionen von 4,5 % des BIP Anfang der 70er-Jahre auf 450 % des BIP in 2000.

Bei einer solchen Betrachtung muss jedoch berücksichtigt werden, dass auch die folgenden Transaktionen an den Devisenmärkten letztlich „fundamental“ motiviert sind:

Realwirtschaftlich determinierte Kapitaltransaktionen

Die Beschränkung der Klassifizierung „fundamental“ auf den in der Handelsbilanz erfassten Güterhandel ist irreführend. Auch ein großer Teil des internationalen Kapitalverkehrs, wie u. a. Handelskredite, Direktinvestitionen sowie Zins- und Dividendenzahlungen stehen in gewissem Zusammenhang mit Warentransaktionen.

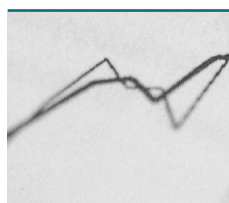
Gebrauch einer Währung als „Vehikel-Währung“

Tauschvorgänge zwischen zwei Ländern mit weniger liquiden Währungen werden typischerweise über eine dritte Währung abgewickelt mit der Folge einer Erhöhung der Devisenumsätze bei gleichem Handelsvolumen. Beispiel: Export aus Russland nach Thailand und Bezahlung des russischen Exporteurs durch den thailändischen Importeur in US-Dollar, die der Exporteur in Rubel umtauscht. Diese Transaktionen dienen ausschließlich der Durchführung von Handelsgeschäften.

Kurssicherungsgeschäfte

Kurssicherungsgeschäfte sind bei flexiblen Wechselkursen, z. B. wegen unsicherer Transakti-

onszeitpunkte, erforderlich. Beispiel: Die für einen Import benötigten US-Dollar werden in der Regel zunächst auf einen grob geschätzten Termin gekauft, nach Bekanntwerden des tatsächlichen Termins wird diese Position geschlossen und erneut auf den bekannten Termin hin gekauft. Die Transaktion dient ausschließlich der Vermeidung eines Risikos, das mit Devisenkurs- oder Preisschwankungen des zugrunde liegenden Handelsgeschäfts verbunden ist.



Positionsweitergabe

Offene Währungspositionen werden zwischen Banken, die als „Market Maker“ am Devisenmarkt die Kurse stellen, partiell und mehrfach weitergegeben, bis sie auf eine endgültige Gegenseite treffen. Dieser Such- und Risikoverteilungsprozess dient der Bereitstellung von Liquidität auf den Devisenmärkten, was den Gütertausch erleichtert. Positionsweitergaben beeinflussen die Devisenumsatzquote ganz erheblich. Sie wirken wie ein Multiplikator für alle Devisentransaktionen, sowohl für fundamentale als auch für Anlagezwecke.

Die Polarisierung „Außenhandelsumsätze von Unternehmen“ versus „spekulative“ Portfolioinvestitionen ist somit wenig geeignet, die Transaktionen auf den Devisenmärkten zu erklären.

1.2 Marktbewertung der Finan und Realwirtschaft

Zum anderen wird als Beleg für die Abkopplung der Kapitalströme vom zugrunde liegenden makroökonomischen Umfeld angeführt, dass auch die **Preise** von Finanzaktiva wie Aktien-, Anleihe-

und Wechselkurse (sowie von Immobilien) sich kurz- und mittelfristig deutlich von den Werten entfernen können, die auf Basis traditioneller Fundamentalfaktoren als gerechtfertigt erscheinen. Insofern verlaufen Konjunkturzyklus und Finanzzyklus asynchron. Beleg für diese Dichotomie zwischen Realsektor und Börsenbewertung sind u. a. die Preisinflation an den japanischen Aktien- (und Immobilien-) Märkten sowie das folgende Platzen dieser Asset-Preisblase Anfang der 90er-Jahre, ferner die Finanzkrisen Südamerikas und Südostasiens in der zweiten Hälfte der 90er-Jahre sowie die Deflation der New Economy-Blase in den USA und Europa ab Mitte 2000.

2 Theoretische Zusammenhänge zwischen Finanzmärkten und Realwirtschaft

Für eine systematische Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Finanzzyklus und Realwirtschaft ist zu analysieren, über welche Transmissionskanäle einerseits Ungleichgewichte auf den Finanzmärkten auf die reale Wirtschaft übergreifen und andererseits fundamentale Schieflagen zu Finanzmarktkrisen führen können.

2.1 Investitionsverhalten der Unternehmer

Bei niedrigen Kreditzinsen und steigenden Aktienkursen wird die Finanzierung der Investitionstätigkeit erleichtert, sodass ein Investitionsboom einsetzt, bei dem zunehmend auch Investitionen mit geringen Grenzerträgen rentabel erscheinen. Es kommt zum Einsatz des verfügbaren Kapitals auch in solchen Bereichen, die nachhaltig keine ausreichende Rentabilität abwerfen.

Umgekehrt können fundamentale Ungleichgewichte zu Finanzmarktkrisen führen. Bei steigenden Finanzierungskosten werden Investitionen unrentabel und die aufgebaute Kapazität überflüssig mit der Folge einer deutlichen Inves-

titions- und Wachstumsschwäche. Die vorausgegangene Börsenhausse wird fundamental nicht untermauert, sodass es zusammen mit einer stark ausgeprägten Risikoaversion der Kapitalgeber zu einem Kollaps an den Aktienmärkten kommt. Die im Sommer 2000 einsetzende Abkühlung der Euphorie über die New Economy und der drastische Preisverfall an der NASDAQ und am Neuen Markt in Deutschland sind Beleg für die Korrektur der vorangegangenen Übertreibungen.

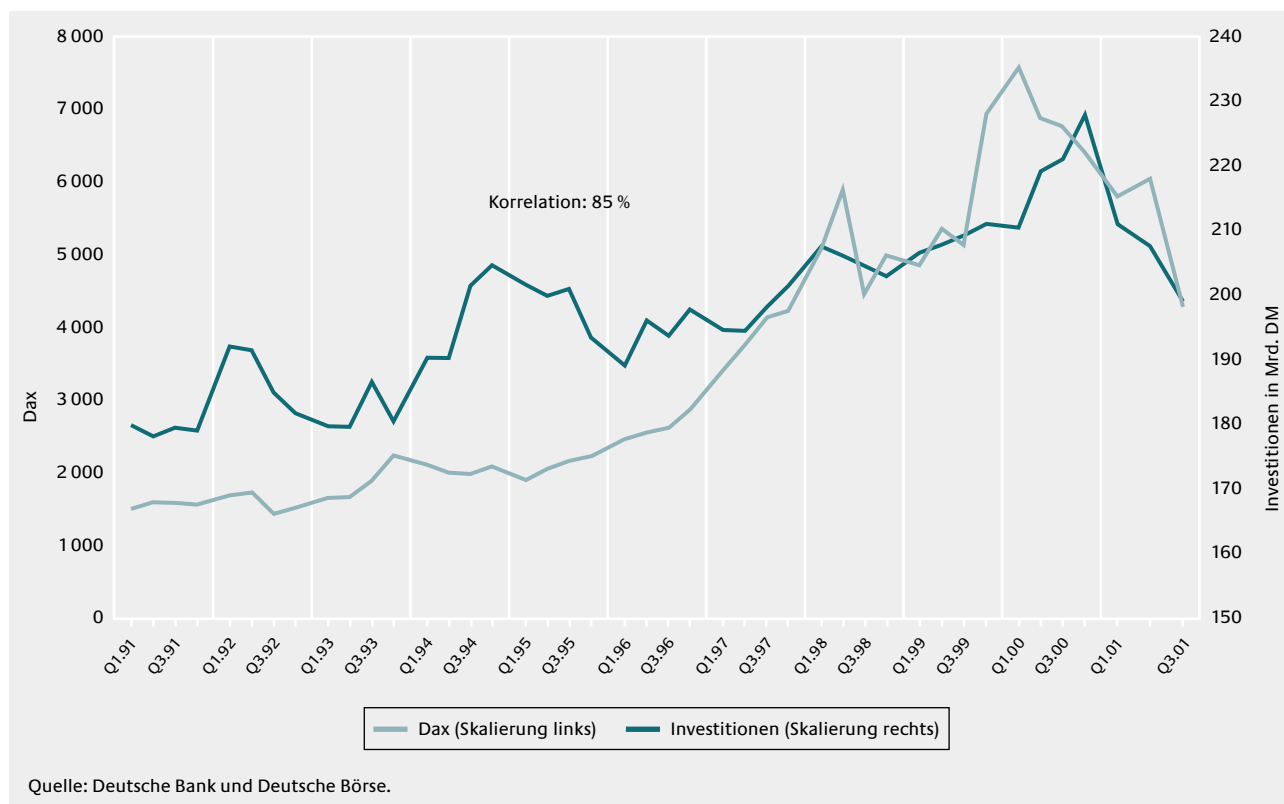
Abgesehen von solchen exzessiven Kursbewegungen ist in der Regel aber eine enge Korrelation (nicht Kausalität) zwischen Investitionstätigkeit und Aktienmarktentwicklung festzustellen (siehe Grafik Seite 50).

2.2 Verhalten des Bankensektors

Auch über die Kreditgewährung der Banken können sich Auswirkungen auf die Realwirtschaft ergeben, die die Synchronisierung zwischen Konjunktur- und Finanzzyklus unterbrechen. In einer Boom-Phase mit steigenden Aktienkursen und Immobilienpreisen erhöhen sich die Verschuldungsmöglichkeiten von Haushalten und Unternehmen. Bei den Kreditinstituten ihrerseits erfolgt eine weniger sorgfältige Kreditvergabe, da sie durch die steigenden Asset-Preise besichert erscheint.

Umgekehrt wird beim Platzen der Spekulationsblase die Kreditvergabe wegen geringerer Kreditsicherheiten zurückgeführt, was zu sinkenden Investitionen und Insolvenzen führt, die die Bonität der Schuldner verschlechtern und die Anzahl der notleidenden Kredite bei den Banken erhöhen, wodurch deren Kreditgeschäft weiter gedrosselt wird (so genannter credit crunch). Das Verhalten des Bankensektors bei der Kreditgewährung kann somit prozyklisch und ggf. krisenverstärkend wirken. Beispiel für diese prozyklische Wirkung der Kreditfinanzierung ist die seit einem Jahrzehnt stagnierende japanische Volkswirtschaft.

Investitionen und Aktienkurse in Deutschland 1. Quartal 1991 bis 3. Quartal 2001



2.3 Vermögenseffekte

Bei steigenden Aktienkursen kommt es zu einer Erhöhung des Finanzvermögens der privaten Haushalte, die den privaten Konsum ankurbelt, sofern der Vermögenseffekt als dauerhaft angesehen wird. Diese unmittelbaren Vermögenseffekte dürften in Europa angesichts nur geringer Bestände an börsennotierten Aktien bei den Haushalten nur schwach ausfallen im Unterschied zu den USA, wo die marginale Konsumquote aus dem Aktienvermögen auf 0,03 bis 0,07 geschätzt wird, d. h. bei einem Vermögenszuwachs um 1 % steigen die Konsumausgaben um 0,03 bis 0,07 %.

2.4 Außenwirtschaftliche Übertragungsmechanismen

Auch über außenwirtschaftliche Verflechtungen können sich Veränderungen im Finanzsektor auf die Realwirtschaft auswirken. Bei einem posi-

tiven Zinsvorlauf oder einer stark ausgeprägten Aktienhausse in einem Land kann es zu Nettokapitalzuflüssen und realer Wechselkursaufwertung kommen, die nicht mehr an den Fundamentaldaten des betreffenden Landes orientiert ist.

Konsequenz wäre ein Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit, der zu einer anhaltenden Passivierung der Leistungsbilanz führt, falls er nicht mehr durch Produktivitätsgewinne aufgefangen werden kann. In der Realwirtschaft können dann deutliche Kontraktionsprozesse eintreten, verbunden mit einer Umkehr der Kapitalströme und Wechselkursabwertungen. Die Währungskrisen in Asien von 1997/98 dürften auf diese Ursachen zurückzuführen sein.

3 Rolle der Erwartungen

Mittels der erläuterten Transmissionsmechanismen sind Finanzmärkte und Realwirtschaft

miteinander verbunden. So gesehen ist die These von einer generellen Verselbstständigung der internationalen Kapitalbewegungen auch theoretisch nicht haltbar. Allerdings kann es auf den Finanzmärkten kurz- und mittelfristig durchaus zu übertriebenen Reaktionen nach oben und nach unten kommen. Finanzmärkte neigen in der Tat immer wieder zu Übertreibungen. Spekulative Blasen an Aktienmärkten, wie zuletzt in Deutschland am Neuen Markt zu beobachten, anhaltende Ungleichgewichte auf den Devisenmärkten und übertriebene Risikoaversion auf Anleihemärkten sind wiederkehrende Beispiele dafür. Diese Phasen des Over- bzw. Under-Shooting, deren Grundlage aber jeweils gesamtwirtschaftliche Fehlentwicklungen sind, vermitteln dann den Eindruck einer Verselbstständigung der Finanzmärkte.

Solche Phasen beruhen im Kern auf einem gewissen Versagen der Finanzmärkte. Auf ihnen werden aufgrund von Gegenwartsdaten Erwartungen über die Zukunft gehandelt, die naturgemäß unsicher sind und sich nur ex post als richtig oder falsch erweisen. In einigen Fällen ist die teilweise abrupte Umkehr kurzfristiger Zahlungsströme auf die kollektive Orientierung an den Erwartungen anderer Akteure zurückzuführen. Ein solches Herdenverhalten ist dann für eine Selbstverstärkung krisenhafter Entwicklungen verantwortlich. Für die Politik stellt sich damit das Problem, wie exzessive Kursbewegungen bzw. Übertreibungen an den Finanzmärkten, die fundamental nicht gerechtfertigt sind, vermieden werden können.

4 Genese der Finanzkrisen der 90er-Jahre

Auch die Finanzkrisen der 90er-Jahre werden vielfach als Beleg für die Verselbstständigung und auch für das Versagen der Finanzmärkte herangezogen. Insbesondere wird die hohe Volatilität der kurzfristigen Kapitalströme dafür verantwortlich gemacht, dass Länder mit scheinbar solider Makropolitik und -lage in schwere Finanzkrisen gerieten.

Auch diese These hält einer kritischen Überprüfung nicht stand, wie sich an der Entwicklung von Finanzmarktkrisen in einigen Schwellenländern zeigen lässt:

4.1 Mexiko (1994)

Bei dem Aufbau struktureller Ungleichgewichte, die in Mexiko im Jahr 1994 schließlich zu einer Währungskrise führten, spielten zwei Faktoren eine herausragende Rolle:

- Zwischen 1987 und 1994 hatte die mexikanische Regierung zwar eine Senkung der Inflationsrate von jährlich 130 % auf jährlich 7 % erreicht. Die Anti-Inflationspolitik ging einher mit dem Bemühen um eine Stabilisierung des Peso-Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar. Auch wenn die interne Preisstabilisierung – gemessen an früheren mexikanischen Inflationsraten – erfolgreich war, reichte sie nicht aus, um – bei einem stabilen Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar – die Wettbewerbsfähigkeit der mexikanischen Exportwirtschaft über Bremsung des Kostenanstiegs oder Produktivitätssteigerungen zu sichern. Daher hatte bis zum Jahr 1994 sowohl der reale Wechselkurs des Peso deutlich aufgewertet als auch das mexikanische Leistungsbilanzdefizit – finanziert durch externe Kapitalzuflüsse – stetig zugenommen.
- Gleichzeitig hatte die mexikanische Regierung im Zuge der wirtschaftspolitischen Reformpolitik das Bankensystem von staatlichen Kontrollen befreit. Die steigenden Kapitalzuflüsse trafen somit auf ein noch junges wettbewerbsorientiertes Bankensystem, das die Zuflüsse zu einer massiven Ausweitung des internen Kreditangebots nutzte.

Hohe Raten des Wirtschaftswachstums von durchschnittlich 3,9 % in 1990 bis 1994 beschieden dieser wirtschaftlichen Öffnungspolitik zunächst sichtbaren Erfolg. Dabei blieb aber vielfach unbeachtet, dass die Kapitalzuflüsse weniger

durch produktive Investitionen absorbiert wurden, als mehr und mehr zur Finanzierung einer steigenden privaten Konsumquote dienten. Die Verschuldung mexikanischer Banken gegenüber ausländischen Kreditgebern erfolgte zu einem großen Teil kurzfristig und in ausländischer Währung. Dabei verließen sich mexikanische Schuldner auf das Bemühen ihrer Regierung um einen stabilen Peso-Kurs.

Im Frühjahr 1994 kam es jedoch bei den ausländischen Investoren zu Zweifeln an der Stabilität der innen- und wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen in Mexiko und an der Festkursillusion gegenüber dem US-Dollar. Zuflüsse ausländischen Portfoliokapitals sanken abrupt von zunächst 8 Mrd. US-\$ im ersten auf 1,5 Mrd. US-\$ im zweiten Quartal 1994. Die mexikanische Regierung war um eine Stabilisierung der ökonomischen Entwicklung wegen der im selben Jahr anstehenden Wahl bemüht. Zu diesem Zweck weitete sie ihre Kreditaufnahme mithilfe kurzfristiger, an den Wechselkurs des US-Dollar gebundener Wertpapiere („Tesobonos“) stark aus, von 2 Mrd. US-\$ Ende 1993 auf 21 Mrd. US-\$ Ende 1994. Nachdem es erneut zu innenpolitischen Unruhen kam, begannen ausländische Anleger, Kapital verstärkt abzuziehen. Die mexikanische Kapitalbilanz drehte von einem Nettokapitalimport in einen Kapitalexport. Da diesen Abflüssen nicht sofort entsprechende Exporterlöse gegenüberstanden, war dieser Kapitalexport bei stabilem Wechselkurs zunächst nur auf Kosten der Währungsreserven zu finanzieren. Schließlich war die mexikanische Regierung jedoch zur Aufgabe der Bindung des Peso an den US-Dollar gezwungen.

Die Peso-Abwertung führte zu akuten Problemen bei der Bedienung der Dollar-Verbindlichkeiten, insbesondere aus Tesobonos. Nur durch die Hilfe der Internationalen Finanzinstitutionen und der internationalen Staatengemeinschaft konnte Mexiko die Zahlungsunfähigkeit verhindern.

4.2 Thailand- und Asienkrise (1997 und 1998)

Auch bei den Währungskrisen in Asien in 1997/1998 spielte das Anwachsen von Fremdwährungsverbindlichkeiten im Banken- und Unternehmenssektor eine entscheidende Rolle.

Das inländische Kreditwachstum ging in allen betroffenen Staaten ursprünglich auf eine erfolgreiche Wirtschaftspolitik und das Vertrauen in fortgesetzt hohe Wachstumsraten von durchschnittlich über 7 % zwischen 1986 und 1996 zurück. Ausländische Investoren und inländische Kreditnehmer waren durch die enge Bindung der betroffenen Währungen an den US-Dollar von Wechselkursrisiken abgesichert.

In Thailand verdreifachten sich die ausländischen Kapitalzuflüsse von durchschnittlich 3,1 % des BIP 1983 bis 1988 auf durchschnittlich 10,2 % des BIP 1989 bis 1995. Zu Beginn des Jahres 1994 unternahmen die thailändischen Behörden den Versuch, Offshore-Aktivitäten thailändischer Kreditinstitute ins Inland zurückzuverlagern durch Lockerung bzw. Aussetzung von Vorschriften zur Begrenzung des Fremdwährungsrisikos im Bankenbereich. Daraufhin erhöhte sich rapide die Auslandsverschuldung thailändischer Banken 1993 um 3,3 Mrd. US-\$, 1994 um 13,3 Mrd. US-\$ und nochmals um 10,5 Mrd. US-\$ im Jahr 1995.

Das Risiko dieser hohen Fremdwährungspositionen wurde zunächst dadurch verdeckt, dass die Kreditvergabe seitens der thailändischen Banken durch Aktien und Immobilien besichert wurde. Der dabei einsetzende Boom in Aktien- und Immobilienwerten steigerte noch die Buchwerte der in den Bankbilanzen befindlichen Sicherheiten, machte jedoch das Bankensystem verwundbar bei sinkenden Wechselkursen, bei Zinsanhebungen zwecks Wechselkursstabilisierung oder bei einem Preisverfall an den Aktien- und Immobilienmärkten.

Nachdem sowohl die Zusammensetzung als auch die Besicherung der Bilanzen des thailändischen Bankensektors fragil geworden war, trübten sich die externen Rahmenbedingungen für die thailändische Wirtschaft 1996 durch mehrere Faktoren ein: Aufwertung des US-Dollar, Preisverfall für Halbleiter am Weltmarkt, neue Konkurrenz an thailändischen Exportmärkten durch die VR China, Zinsanstieg bzw. Kursverfall an den japanischen Wertpapiermärkten.

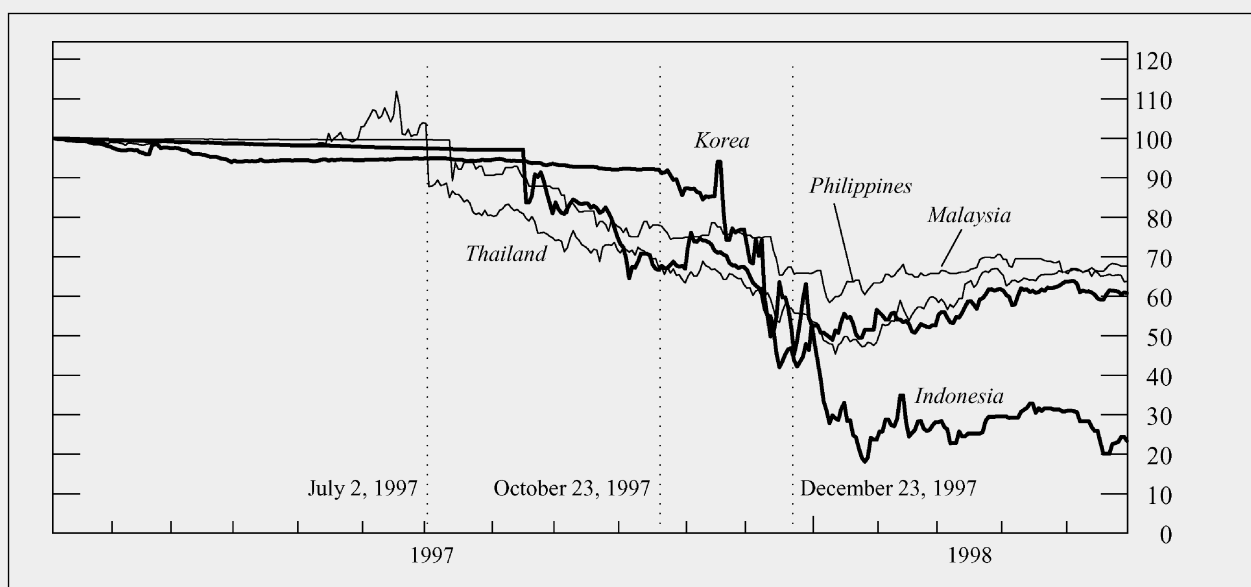
Es kam zu einer Verringerung der thailändischen Exporterlöse und zum Preisrückgang an den thailändischen Aktien- und Immobilienmärkten. Zur Verteidigung des Baht-Kurses war die thailändische Regierung zum Verkauf von Devisenreserven und zu Zinsanhebungen gezwungen. Diese Maßnahmen setzten das thailändische Bankensystem zusätzlich unter Druck und ausländische Investoren, deren Vertrauen in die Kreditwürdigkeit des thailändischen Bankensystems

nachhaltig erschüttert war, zogen weiteres Kapital aus Thailand ab.

Schließlich gab die thailändische Regierung im Juli 1997 den Versuch auf, den Wechselkurs des Baht zu verteidigen. Erst nach einer Abwertung konnte ein IWF-Programm – mit der Zusage substanzieller Reformen im Finanzsektor durch die thailändischen Behörden – die Lage an den thailändischen Finanzmärkten stabilisieren.

Die Abwertung des Baht um zunächst mehr als 10 % führte bei den internationalen Investoren entsprechend dem oben beschriebenen Herdenverhalten zu einem Vertrauensschock auch in die Stabilität der Wechselkurse anderer asiatischer Länder, deren Währungen vom Abwertungsstrudel des Baht erfasst wurden. Diese Staaten, deren Wechselkurse ebenfalls mehr oder weniger starr an den US-Dollar gebunden waren, mussten schließlich ebenfalls abwerten.

Wechselkursentwicklung ausgewählter Schwellenländer 6. Januar 1997 bis 29. Mai 1998



Quelle: IWF, International Capital Markets, 1998

Die thailändische Finanzkrise schwappte damit wie ein Flächenbrand auf die Nachbarländer über. Ebenso wie in Thailand führten diese Abwertungen zu einer Krise der Bankensektoren der betroffenen Staaten, deren Verbindlichkeiten zu einem großen Anteil auf Fremdwährungen lauteten und daher entsprechend der Abwertungen zunahmen.

Währungszusammensetzung der Verbindlichkeiten der jeweiligen Bankensysteme Ende 1997

	US-Dollar	Yen
Thailand	32 %	45 %
Malaysia	56 %	28 %
Indonesien	24 %	35 %
Philippinen	34 %	35 %

Quelle: Conrad, Stahl, „Risikomanagement an internationalen Finanzmärkten“, Stuttgart (2000).

4.3 Russland (1998)

In Russland ging der Währungs- und Finanzkrise von 1998 das Bemühen um ausländische Kapitalzuflüsse zur Finanzierung hoher Haushaltsdefizite in Höhe von zuletzt 5,6 % des BIP voraus.

Die russische Regierung hatte 1995 angekündigt, Kursschwankungen des Rubel gegenüber dem US-Dollar in engen Bandbreiten zu stabilisieren. Obwohl die Schwierigkeiten der russischen Regierung, ihre Steuereinnahmen zu steigern, auch internationalen Investoren bekannt waren, erleichterte diese Doktrin eines stabilen Wechselkurses noch bis Ende 1997 die erfolgreiche Platzierung von Rubel-Verbindlichkeiten an den internationalen Kapitalmärkten.

Innenpolitische Turbulenzen zu Beginn des Jahres 1998 führten vor dem Hintergrund einer steigenden öffentlichen Verschuldung jedoch zu Zweifeln internationaler Anleger an der innenpolitischen Durchsetzbarkeit eines weiterhin stabilen Rubelkurses und zu einer Zurückhaltung

beim Erwerb von Rubel-Anleihen. Die russische Regierung reagierte darauf mit der Ausgabe von kurzfristigen Dollar-Bonds.

Nachdem Zins- und Tilgungstermine auf russische Rubel- und Dollarstaatspapiere sich in der zweiten Jahreshälfte 1998 und der ersten Jahreshälfte 1999 häuften, geriet der russische Staatshaushalt in Liquiditätsschwierigkeiten. Die russische Regierung vereinbarte daraufhin im Juli 1998 mit dem IWF ein Strukturanpassungsprogramm, das auch Maßnahmen zur Restrukturierung des Bestandes an Rubel-Schuldverschreibungen umfasste.

Das Angebot, kurzfristige Rubel-Schuldverschreibungen in langfristige Dollar-Bonds zu einem niedrigeren Zinssatz umzutauschen, wurde jedoch von den Inhabern der betroffenen Schuldverschreibungen nur zu einem geringen Teil angenommen. Stattdessen gingen einige Anleger davon aus, dass ein neuerliches Engagement der Internationalen Finanzinstitutionen die russische Regierung zur pünktlichen Bedienung ihrer Zins- und Tilgungsversprechen in die Lage versetzen würde. Diese Anleger schlossen – statt an dem o. g. Schuldenrestrukturierungsprogramm teilzunehmen – zusätzlich Fremdwährungs-Swapgeschäfte mit russischen Kreditinstituten ab, in denen Rubel-Schuldverschreibungen als Kreditsicherheit hereingenommen wurden. Diese Anlagestrategie wurde von Marktteilnehmern selber als „moral hazard play“ bezeichnet.

Nachdem das Ausbleiben von Wirtschaftsreformen und Schwierigkeiten bei der Umsetzung des IWF-Programms bekannt wurden, fiel der Kurs dieser Schuldverschreibungen an den internationalen Finanzmärkten. Russische Banken mussten Abschlagszahlungen auf die als Sicherheiten gegebenen Schuldverschreibungen aufbringen, deren Bedienung den Rubelkurs weiter unter Druck setzte.

Schließlich war die russische Regierung zur Aufgabe der Dollar-Anbindung des Rubels ge-

zwungen. Diesen Währungsverfall flankierte sie mit einer Aussetzung des Handels in staatlichen Schuldverschreibungen, einem Zahlungsverzug (default) auf eigene Zins- und Tilgungsversprechen und anschließenden Verhandlungen mit öffentlichen und privaten Gläubigern über eine Schuldenrestrukturierung.

Dieses Vorgehen der russischen Regierung veranlasste internationale Anleger zu einer substantiellen Neubewertung ihrer Engagements auch in Schwellenländern und führte – unabhängig von der jeweiligen Schuldnerbonität – zu einer Abnahme des privaten Kapitalflusses in die Volkswirtschaften der Emerging Markets weltweit.

4.4 Argentinien (2001 und 2002)

Die geschilderten Währungs- und Finanzkrisen in Asien und Russland gingen dem argentinischen Zahlungsmoratorium vom 23. Dezember 2001 und dem default auf internationale Anleihen voraus und stellen eine wesentliche Ursache für diese Entwicklung dar.

Nach der Einführung eines „currency board“ 1991, d. h. einer Eins-zu-eins-Anbindung an den US-Dollar bei Verzicht auf autonome Geldschöpfung der Zentralbank, verzeichnete Argentinien – mit Ausnahme des Jahres 1995 – bis 1998 hohe Wachstumsraten von durchschnittlich 7 % zwischen 1991 und 1994 und durchschnittlich 5,8 % von 1996 bis 1998.

Der weltweite Anstieg des Dollarkurses in der zweiten Hälfte der letzten Dekade führte jedoch zu einem Verfall der Wettbewerbsfähigkeit argentinischer Exporte und zu einer Verschlechterung der argentinischen Leistungsbilanz. Von 1997 bis 2001 wertete der Peso real um 15 % auf. Anfang 1999 traf der Kursverfall des brasilianischen Real argentinische Exporte auf ihren wesentlichen Absatzmärkten in Südamerika. Zunächst nahm die argentinische Regierung die daraufhin einsetzende Rezession mit dem Ziel

hin, die Wettbewerbsfähigkeit argentinischer Exportgüter durch fallende Preise im Inland wieder herzustellen.

Anfang des vergangenen Jahres zeigten jedoch innenpolitische Turbulenzen, dass diese Strategie nicht durchhaltbar sein würde. Eine mittlerweile von 42,6 % des BIP in 1997 auf über 50 % des BIP Anfang 2001 gestiegene Auslandsverschuldung und anstehende Schuldentilgungen in Höhe von 30 Mrd. US-\$ in 2003 veranlassten internationale Rating-Agenturen zur Herabstufung argentinischer Schuldverschreibungen, und es kam zum Abzug ausländischen Kapitals. Der Zinsunterschied zwischen argentinischen und US-Anleihen vergrößerte sich daraufhin um mehr als 3 Prozentpunkte und stieg bis zum Jahresende 2001 sogar auf über 45 Prozentpunkte.

Um eine Abwertung des Real zu umgehen, kündigte die argentinische Regierung im Oktober 2001 eine Schuldenumstrukturierung an. Da diese Maßnahme zur Wiederherstellung der argentinischen Zahlungsfähigkeit nicht ausreichte, war die Regierung schließlich zur Erklärung des default und zur Freigabe des Peso-Kurses gezwungen.

4.5 Zwischenbilanz

Die Ursachen und der Verlauf der Finanzkrisen in den 90er-Jahren zeigen deutlich, dass gesamtwirtschaftliche Fehlentwicklungen bereits in ihrem Vorfeld bestanden und maßgeblich zu den Währungskrisen beigetragen haben. Sie sind damit nicht das Ergebnis spekulativer, von makroökonomischen Ungleichgewichten losgelöster Kapitalbewegungen. Zwar haben sich diese gesamtwirtschaftlichen Schieflagen nicht im gleichen Tempo wie die abrupten Kapitalabflüsse entwickelt. Sie haben sich vielmehr über Jahre hinweg aufgebaut und sich dann quasi eruptiv entladen. So gesehen haben sie erst die Anreize für exzessive Kapitalbewegungen geschaffen.

5 Politische Handlungsnotwendigkeiten

5.1 Desintegration der Finanzmärkte

Kritiker der Globalisierung empfehlen zur Vermeidung von Finanzmarktkrisen eine strenge Kontrolle der Finanzmarktakteure und eine Regulierung der grenzüberschreitenden Finanzströme, u. a. durch kapitalverkehrsbeschränkende Maßnahmen. Eine solche Entliberalisierung des Kapitalverkehrs bzw. Segmentierung der Wertpapiermärkte ist jedoch abzulehnen, da sie die wohlfahrtssteigernde Integration der Finanzmärkte behindert. Integrierte Wertpapiermärkte erweitern das Anlagespektrum, verringern die Kapitalkosten und tragen zu größerer Marktliquidität, Preiseffizienz und Risikoverteilung bei. Außerdem würden Beschränkungen des Kapitalverkehrs die Sensorfunktion der Märkte für Fehlentwicklungen aushebeln.

Preispolitische Beschränkungen des Kapitalverkehrs durch Besteuerung internationaler Devisentransaktionen werden seit geraumer Zeit wieder verstärkt diskutiert. Prominentestes Beispiel dafür ist die so genannte **Tobin-Steuer**.

Zur Ratio der Tobin-Steuer

1992 schlug James Tobin, Nobelpreisträger für Wirtschaft 1981, die **Besteuerung von internationalen Devisentransaktionen** zur Stabilisierung der Wechselkurse und Unterbindung kurzfristiger Spekulation vor. Der Grundgedanke dieser häufig als Tobin-Tax bezeichneten Steuer ist folgender: Jeder Devisentausch wird mit einer geringfügigen Steuer belegt, sowohl beim Kauf als auch beim Verkauf einer Währung. Tobin dachte an einen Steuersatz von 1 %. Dadurch werden alle Devisentransaktionen, die auf geringfügige Kursdifferenzen abzielen, wie insbesondere kurzfristige Spekulationen, unrentabel und damit nicht mehr durchgeführt. Tobin selbst beschrieb dies mit „Sand in das Getriebe der internationalen

Finanzmärkte streuen“. Die Verwendungsseite, also die Frage, für welchen Zweck man die anfallenden Steuereinnahmen ausgeben sollte, spielte in den anfänglichen Überlegungen nur eine untergeordnete Rolle.

Tobins Vorschlag fand über 20 Jahre kaum Beachtung. Dies änderte sich mit den Finanzkrisen in den 90er-Jahren. Man suchte nach einem geeigneten Mittel, um den Kapitalverkehr zu regulieren, langfristige und produktive Investitionen und zugleich Wechselkursstabilität zu fördern. Des Weiteren sollte der Spielraum für die nationale Geld- und Fiskalpolitik erweitert werden.



Bedenken gegen die Tobin-Steuer

Eine Unterscheidung zwischen spekulativen Kapitalbewegungen und anderen Kapitalströmen dürfte kaum möglich sein. Nicht alle kurzfristigen Devisentransaktionen sind unerwünscht bzw. von spekulativer Natur. Vielfach handelt es sich dabei auch um Arbitragegeschäfte, die zur Effizienzsteigerung und Stabilität der Finanzmärkte beitragen. Der kurzfristige Kapitalverkehr spielt zudem in Form von Handelskrediten eine wichtige Rolle bei der Finanzierung des Leistungsverkehrs und trägt damit zur Ausweitung des Welthandels bei.

Es ist zweifelhaft, dass selbst hohe Steuersätze spekulativ ausgerichtete Devisentransaktionen verhindern. Solange die Gewinn- bzw. Verlusterwartungen der Marktteilnehmer die steuerliche Belastung übersteigen, werden solche Transaktionen auch durchgeführt. Selbst bei einer Begrenzung spekulativer Kapitalströme könnte die Volatilität an den Finanzmärkten durch Verknappung

der Liquidität sogar erhöht anstatt reduziert werden.

Es dürfte zudem schwierig, wenn nicht gar unmöglich sein, eine derartige Steuer weltweit einzuführen und alle Devisentransaktionen lückenlos zu erfassen. Ein dazu erforderlicher internationaler Konsens ist nicht erkennbar. Nationale oder regionale Alleingänge würden zulasten des Finanzsektors in den Ländern gehen, die die Steuer einführen, und Ausweichreaktionen zugunsten jener Länder hervorrufen, die die Steuer nicht einführen. Außerdem könnte sie die Konzentration des internationalen Bankgeschäfts fördern, da Transaktionen im eigenen Haus steuerfrei blieben.

Tobin-Steuer als Finanzierungsquelle für zusätzliche Entwicklungshilfe

Neuerdings wird die Tobin-Steuer auch als Finanzierungsquelle für zusätzliche Entwicklungshilfe propagiert. Dabei wird jedoch der Zielkonflikt zwischen der **Einnahmefunktion** der Tobin-Steuer und ihrer **Lenkungsfunktion** durch die Drosselung der Devisennachfrage aufgrund der höheren Besteuerung übersehen. Entweder gelingt ein Zurückdrängen der Devisentransaktionen. Dann kommt es jedoch zu einer Erosion der Steuerbasis und damit einem Verfehlen der **Einnahmefunktion**. **Will man jedoch ein hohes Steueraufkommen erzielen, ist dies nur mit einem Scheitern der Lenkungsfunktion der Tobin-Steuer zu erreichen.**

Variante zur Tobin-Steuer

Zur Vermeidung dieser Nachteile der Tobin-Steuer hat Professor Spahn (Universität Frankfurt) im Januar 2002 ein **Gutachten zur Durchführbarkeit der Tobin-Steuer** erstellt, in dem er eine Variante in Form einer „doppelstöckigen“ Devisentransaktionssteuer vorschlägt, mit der insbesondere die stabilisierende internationale Liquidität an den Devisenmärkten nicht verknappet werden soll. Nach dieser Variante sollten alle

Devisentransaktionen mit einem niedrigen Steuersatz von 0,005 % besteuert werden, bei denen die Wechselkurse einen noch festzulegenden Korridor um einen Referenzwert nicht überschreiten. Dieser Teil würde den Liquiditätshandel nicht beeinträchtigen und hätte hauptsächlich fiskalische Funktion. Alle Devisentransaktionen bei Wechselkursen außerhalb des Zielkorridors sollten mit einem Steuersatz zwischen 50 % und 100 % belegt werden auf denjenigen Teil des Kurses, der über den Korridor hinauschießt. Dieser Teil der Steuer soll speziell spekulative Devisenbewegungen unterbinden und hätte keine fiskalische Zielsetzung.

Diese Zusatzsteuer sollte nur von Transformations-, Schwellen- und Entwicklungsländern eingeführt werden sowie von Industrieländern, sofern sie nicht einem der Großwährungsräume angehören (Dollar, Euro) und eine Wechselkursanbindung an eine Leitungswährung praktizieren. Die USA und Euroland sollten diese Steuer nicht erheben, da die Europäische Zentralbank bzw. die US-amerikanische Zentralbank bzw. die Kursausschläge durch Interventionen glätten könnten.

Die Anwendung der Steuer sollte wegen der Konzentration der Devisengeschäfte auf ein zeitzonenbezogenes Zentrum nur multilateral erfolgen, weil sonst Ausweichreaktionen innerhalb einer Zeitzone möglich wären, d. h. z. B. nur für die EU als Ganze einschließlich London und Zürich.

Bei der Erhebung der Steuer gibt Spahn der Erfassung bei der Abrechnung bzw. Zahlung den Vorzug gegenüber einer Erfassung am Handelsplatz, da bei der Besteuerung am Handelsplatz mit einem aufwendigen Berichtswesen zu rechnen sei. Wegen der bei den Notenbanken zentralisierten Abwicklungssysteme wären diese für die Erhebung der Steuer verantwortlich. Das ihnen zufließende Steueraufkommen müsste z. B. für Europa gepoolt und für einen gemeinsamen Zweck verwendet werden. Das Steueraufkommen

betrüge nach seinen vorsichtigen Schätzungen für Europa und die Schweiz etwa 17 bis 20 Mrd. € jährlich.

Bewertung der „Spahn-Variante“

Die von Professor Spahn entwickelte **Variante** versucht zwar, die Nachteile der ursprünglichen Tobin-Steuer zu vermeiden. Es ist jedoch **fraglich**, ob dies tatsächlich gelingt.

Zunächst sind **Zweifel an der Machbarkeit dieser Variante** berechtigt. Es ist **nicht erkennbar, wie ein Konsens innerhalb der EU und mit der Schweiz** über die Einführung einer internationalen Steuer erreicht werden kann. Dies haben die Beratungen des EU-Ministerrates am 5. März 2002 bestätigt, bei der die Minister die Studie der Europäischen Kommission vom 14. Februar 2002 zur Globalisierung einschließlich der Tobin-Steuer begrüßt haben. Die EU-Kommission hat in dieser Studie letztlich festgestellt, dass die Tobin-Steuer als Instrument zur Stabilisierung der Devisenmärkte nicht geeignet und kaum praktikabel ist. Ebenso wenig konsensfähig dürfte der Vorschlag sein, den nationalen Zentralbanken bzw. der Europäischen Zentralbank fiskalische Funktionen zur Steuererhebung zu übertragen.

Weiter ist kritisch zu fragen, ob mit seinem Vorschlag die Ziele der Tobin-Steuer tatsächlich erreicht werden. Die **Lenkungsfunktion** für den Devisenhandel kann in seiner Variante letztlich **nicht als garantiert** angesehen werden. Bei spekulativen Kapitalbewegungen außerhalb des Zielkorridors wird bei hohen Gewinnerwartungen auch ein hoher Steuersatz nicht ausreichen, diese Transaktionen zu unterbinden. Das Problem der Wechselkursvolatilität bliebe damit ungelöst. **Professor Spahn hat ausdrücklich konstatiert, dass eine Tobin-Steuer die Finanzkrisen der 90er-Jahre nicht verhindert hätte.**

Zudem ist offen, wie weit der von ihm vorgeschlagene Steuersatz die **internationale Liquidität an den Devisenmärkten verknappt**. Die

Europäische Kommission stellt in ihrer Studie zur Globalisierung fest, dass alle Schätzungen über das **Steueraufkommen der Tobin-Steuer völlig hypothetisch** sind, da die Nachfrageelastizität des Devisenhandels bei Erhöhung der Transaktionskosten völlig unbekannt ist. Demnach ist auch die von ihm unterstellte Einkommenserzielung und damit letztlich die Realisierung der Einkommensfunktion der Tobin-Steuer fraglich.

Damit ist die Tobin-Steuer sogar **entwicklungspolitisch fragwürdig**. Die Zweckbindung dieser Steuer an entwicklungspolitische Aufgaben verletzt das so genannte Non-Affektations-Prinzip. Damit würde die Höhe der Entwicklungshilfe letztlich von der in ihrer Höhe völlig ungewissen Akquirierung zusätzlicher Finanzmittel aus der Tobin-Steuer abhängen.

Grundsätzlich ist gegen die Tobin-Steuer sowie gegen die von Professor Spahn entwickelten Variante einzuwenden, **dass die Frage nach den Ursachen für starke Wechselkursschwankungen überhaupt nicht gestellt wird**. Diese liegen – wie die Währungskrisen in den 90er-Jahren und die jüngste Argentinien-Krise belegt haben – in **fundamentalen Fehlentwicklungen und wirtschaftspolitischem Fehlverhalten**. Die Tobin-Steuer setzt jedoch nicht an den Ursachen an, sie kuriert letztlich nur die Symptome. Wegen der vielfältigen Ursachen für Finanzmarktkrisen ist die Reduktion der Diskussion über die Stabilisierung der Devisenmärkte auf nur ein einziges Instrument **nicht angemessen**.

5.2 Stabilitätsgerechte Rahmenbedingungen für Finanzmärkte

Zur Stabilisierung der Finanzmärkte ist ein geeigneter und international abgestimmter Rahmen erforderlich, an dem sich Marktteilnehmer bei ihren **Transaktionen** und bei der **Bildung von Erwartungen** verlässlich orientieren können. Diesem Ziel dienen insbesondere die Arbeiten des IWF und des Forums für Finanzstabilität (Financial Stability Forum, FSF).

Rolle des Internationalen Währungsfonds (IWF) bei der Prävention von Finanzkrisen

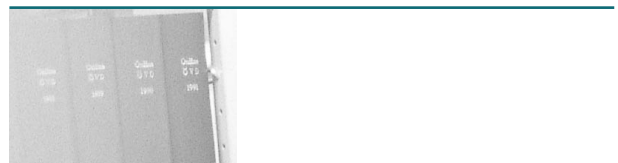
Der IWF konzentriert sich in seiner laufenden wirtschaftspolitischen Überwachungstätigkeit („surveillance“) stärker als bisher auf die Vermeidung von Finanzkrisen. Krisenprävention hat eindeutig Vorrang vor Krisenmanagement. Seine Initiativen zielen deshalb darauf ab, seine Überwachungstätigkeit insgesamt und seine Krisenpräventionsfunktion zu stärken: Durch verbesserte Beurteilung externer Belastungsfaktoren für den Finanzsektor, durch größere Transparenz seiner Aktivitäten und seiner Prüfungsergebnisse sowie der Politiken seiner Mitgliedsländer, durch Förderung der Umsetzung internationaler Standards und Kodizes und durch intensive Beobachtung des Finanzsektors. Zu diesem Zweck hat der IWF unter anderem Indikatoren zur Beurteilung des Zustandes von Finanzsektoren (Financial Soundness Indicators, FSIs) identifiziert und Verfahren zur Analyse des Finanzsektors unter Aufsichtsaspekten entwickelt. Die Ergebnisse seiner Analysen und der Überprüfungen der Finanzsektoren einzelner Länder fließen in die regelmäßige Diskussion des IWF mit einzelnen Ländern oder mit internationalen Gremien ein. Weiterhin wurden die IWF-Fazilitäten den veränderten weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen angepasst, um dazu beizutragen, die Effektivität der IWF-Maßnahmen zur Unterstützung seiner Mitglieder bei der Verhinderung und Lösung von Krisen zu verbessern.

Zu den weiteren Reformmaßnahmen zur Krisenvorbeugung zählen die Wahl des **Wechselkursregimes**, die **Liberalisierung des Kapitalverkehrs** und die **Einbeziehung des Privatsektors** in die Krisenvorbeugung und -bewältigung.

Die Wahl des angemessenen **Wechselkursregimes** hängt von den individuellen Umständen eines Landes ab, z. B. vom Grad seiner außenwirtschaftlichen Verflechtung und Integration in das internationale Finanz- und Währungssystem sowie von den institutionellen Gegebenheiten, wie z. B. der Frage der Unabhängigkeit der Zentralbank.

Der IWF sollte die jeweilige Entscheidung eines Landes für ein bestimmtes Wechselkursregime nicht einfach als Datum akzeptieren, sondern eine eigene Haltung zur Angemessenheit des unterhaltenen Wechselkursregimes entwickeln.

Ein **freier Kapitalverkehr** fördert den effizienten Einsatz von Ressourcen. Gerade in weniger entwickelten Ländern kann Auslandskapital ein höheres Investitionsvolumen finanzieren als die inländische Spartätigkeit. Wichtig für eine erfolgreiche Liberalisierung sind ein angemessenes Tempo und die richtige Gestaltung der verschiedenen Liberalisierungsschritte („sequencing“). Der IWF sollte den Prozess der „geordneten“ Liberalisierung des Kapitalverkehrs im Rahmen seiner makroökonomischen Überwachung und Politikberatung aktiv begleiten.



Bei allen Krisenfällen, vor allem bei hohem Finanzierungsbedarf, sollte zunächst von einer **Einbeziehung des Privatsektors** ausgegangen werden. Dazu sollte das Gleichbehandlungsprinzip umgesetzt werden, wonach ein Schuldnerland von seinen Privatgläubigern Umschuldungsbedingungen erhalten muss, die mit den vom Pariser Club gewährten Konditionen vergleichbar sind. Außerdem sollte der IWF in bestimmten Fällen trotz Zahlungsrückständen eines Landes gegenüber privaten Gläubigern Auszahlungen im Rahmen der IWF-Fazilitäten tätigen („lending into arrears“). Ferner ist an die Einführung und Verbreitung von Umschuldungsklauseln zu denken, die bei Anleihen Regelungen für den Krisenfall vorsehen, mit denen durch Mehrheitsbeschluss der Gläubigerversammlung eine temporäre Aufgabe oder Beschränkung von Gläubigerrechten, insbesondere eine Zinsermäßigung oder eine Stundung des Schuldendienstes, herbeigeführt werden kann.

Derartige Klauseln dienen der Abwendung einer Zahlungseinstellung oder eines Insolvenzverfahrens und können die Bewältigung von Finanzkrisen erleichtern. Darüber hinaus ist der Vorschlag der Geschäftsleitung des IWF, einen neuen Mechanismus zur Restrukturierung öffentlicher Schulden zu schaffen, ein willkommener Schritt voran, der aufmerksame Prüfung verdient. Mit diesem Vorschlag bestätigt der IWF erstmals – übereinstimmend mit der europäischen Haltung – explizit den Bedarf für ein geordnetes Verfahren, einschließlich der Möglichkeit von „standstills“ und der Notwendigkeit, den Umfang öffentlicher Hilfen eindeutig zu begrenzen. Allerdings wirft die Umsetzung eines solchen Mechanismus viele technische und rechtliche Fragen auf, die der Diskussion und Klärung bedürfen.

Stabilitätsgerechtes Verhalten und Rahmenbedingungen durch Standards und Kodizes

Bedeutung von Standards und Kodizes. Die Finanzkrisen der 90er-Jahre sind – wie oben gezeigt – auf makroökonomische Ungleichgewichte, auf wirtschaftspolitisches Fehlverhalten und auf Defizite in den nationalen und internationalen Finanzsystemen, so beispielsweise bei der Finanzmarktaufsicht, zurückzuführen. Die internationale Gemeinschaft wie die G7, G20, Forum für Finanzstabilität (Financial Stability Forum, FSF), IWF, Weltbank und Aufsichtsbehörden, haben daraus die Schlussfolgerung gezogen, zur Krisenprävention die Transparenz und Verantwortlichkeit der gesamtwirtschaftlichen Politik zu erhöhen und die Solidität nationaler Finanzinstitutionen, der Finanzmärkte und ihrer Infrastrukturen zu stärken. Diesem Ziel dient die Aufstellung und Umsetzung international vereinbarter Standards und Kodizes.

Standards und Kodizes sind damit ein wichtiger Baustein zur Stärkung der internationalen Finanzarchitektur. Ihre konsequente Umsetzung leistet einen wichtigen Beitrag zur Verbesserung der Wirtschaftspolitik der Länder, zur Erhöhung der Transparenz sowie zur Steigerung der Stabi-

lität der Finanzmärkte und damit zur Verminderung der Krisenanfälligkeit der Finanzsysteme. Sicherlich werden sich auch mit der Implementierung von Standards künftige Finanzkrisen nicht vollständig verhindern lassen. Standards und Kodizes können eine solide Makropolitik und angemessene Wechselkursregime allenfalls ergänzen, sie aber nicht ersetzen. Jedoch werden Krisen umso unwahrscheinlicher und die mit ihnen einhergehenden volkswirtschaftlichen Kosten umso geringer, je robuster und widerstandsfähiger die nationalen Finanzsysteme sind.

Die Arbeiten zur Identifizierung der wichtigsten Standards und Kodizes sowie Ansätze zur Förderung ihrer Implementierung wurden insbesondere vom 1999 durch die G7 eingesetzten FSF initiiert. Das FSF hat im März 2000 im Rahmen einer Strategie zur Förderung der Implementierung internationaler, für intakte Finanzsysteme bedeutsamer Standards aus einem Kompendium von etwa 60 den Finanzsektor betreffenden Standards 12 Schlüsselstandards festgelegt, die eine zentrale Rolle bei der Verbesserung und Sicherstellung der Finanzmarktstabilität spielen und die dementsprechend vorrangig umgesetzt werden sollten. Die Priorisierung der 12 Schlüsselstandards wurde sowohl von der G7 und der G20 als auch von den Internationalen Finanzinstitutionen (IFIs) – insbesondere IWF und Weltbank – befürwortet.

Die Erarbeitung von Standards und Kodizes wurde und wird in verschiedenen Institutionen und Gremien entsprechend der jeweiligen Fachkompetenz und Zuständigkeit vorgenommen. Standardisierungsgremien sind neben internationalen Institutionen wie IWF, Weltbank und OECD u. a. auch die internationalen Gremien der Aufsichtsbehörden und Zentralbankexperten. Von einigen Seiten wird kritisiert, dass die Standards lediglich von einem kleinen Kreis von Industrieländern entwickelt werden. Dieser Vorwurf ist nicht gerechtfertigt. Soweit den standardsetzenden Gremien nicht bereits Schwellen- und Entwicklungsländer angehören, wurden zur Erarbei-

tung der Schlüsselstandards teilweise spezielle Arbeitsgruppen mit Vertretern aus Schwellen- und Entwicklungsländern gebildet. Zudem ist es üblich, vor der Verabschiedung von Standards breite Konsultationsverfahren durchzuführen, um auch Ländern, die an der Erarbeitung nicht beteiligt waren, die Möglichkeit zu bieten, ihre Interessen einzubringen.

Die vom FSF identifizierten **zwölf Schlüsselstandards** können in drei große Kategorien unterteilt werden (vergleiche Tabelle Seite 65):

– **Gesamtwirtschaftliche Politik und Datentransparenz**

In dieser ersten Kategorie sind drei Standards enthalten. Sie basieren auf der Überlegung, dass klar definierte und transparente Verfahren und Ziele im Bereich der Geld-, Finanz- und Fiskalpolitik die gesamtwirtschaftliche Stabilität erhöhen und die zeitnahe Veröffentlichung aussagefähiger gesamtwirtschaftlicher Daten die Funktionsfähigkeit und Stabilität der Kapitalmärkte erhöht.

Der vom IWF entwickelte „**Verfahrenskodex**



zur Transparenz der Geld- und Finanzpolitik“ enthält anzustrebende Praktiken zur Verbesserung der Transparenz über die Tätigkeit von Zentralbanken bei der Durchführung der Geldpolitik und von sonstigen Finanzorganen bei der Ausführung der Finanzpolitik, d. h. in diesem Zusammenhang die Regulierung, Beaufsichtigung und Überwachung von Finanz- und Zahlungsverkehrssystemen.

Dem Ziel größerer Transparenz dient der ebenfalls vom IWF entwickelte „**Verfahrenskodex zur fiskalischen Transparenz**“, der für eine umfassende Information der Öffentlichkeit über

den Aufbau und die Aufgaben der Regierungen, die fiskalischen Absichten und die öffentlichen Haushalte sorgen soll.

Der „**Spezielle Datenveröffentlichungsstandard**“ des IWF enthält Anforderungen für die Aufstellung und Veröffentlichung gesamtwirtschaftlicher Statistiken von Ländern, die Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten haben oder erreichen wollen.

Das weniger anspruchsvolle „**Allgemeine Datenveröffentlichungssystem**“ des IWF wurde alternativ für Länder entwickelt, die nicht an den internationalen Kapitalmärkten teilnehmen und auch keinen Zugang suchen.

– **Aufsicht im Finanzsektor**

Die zweite Kategorie umfasst drei Standards für eine wirksame Aufsicht im Banken-, Wertpapier- und Versicherungssektor. Dabei handelt es sich um die „**Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht**“ des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht, die „**Ziele und Grundsätze der Wertpapieraufsicht**“ der internationalen Organisation der Wertpapieraufsichter (IOSCO) und die „**Grundsätze für die Versicherungsaufsicht**“ der internationalen Vereinigung der Versicherungsaufsichter (IAIS). Diese drei Standards befassen sich insbesondere mit der Organisation der Aufsichtsbehörden, dem Inhalt zentraler Aufsichtsvorschriften, Berichtspflichten, Eingriffsbefugnissen und der Aufsicht bei grenzüberschreitenden Geschäften.

Die „**Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht**“ des Basler Ausschusses enthalten 25 Prinzipien, die folgende Bereiche betreffen: Grundvoraussetzungen für eine wirksame Bankenaufsicht, Erlaubnisverfahren und Genehmigung von Strukturänderungen, laufende Bankenaufsicht, Eingriffsbefugnisse der Aufsichtsbehörde und grenzüberschreitende Bankgeschäfte.

Die „**Ziele und Grundsätze der Wertpapieraufsicht**“ der IOSCO nennen als die drei Ziele der Wertpapieraufsicht den Anlegerschutz, die Gewährleistung fairer, effizienter und transparenter Märkte und die Verringerung des Systemrisikos und umfassen 30 Grundsätze zur Erreichung dieser Ziele.

Die „**Grundsätze für die Versicherungsaufsicht**“ der IAIS bestehen aus 17 Prinzipien, zu denen u. a. die Organisation der Aufsicht und der Inhalt zentraler Aufsichtsvorschriften zählen.

– **Infrastruktur der Institute und Märkte**

Die in der dritten Kategorie aufgeführten fünf Standards sollen dafür sorgen, dass den Transaktionen in den Instituten und auf den Märkten eine robuste Infrastruktur und faire Regeln zugrunde liegen.

Die von der OECD erarbeiteten „**Grundsätze der Unternehmenssteuerung und -kontrolle**“ sollen der Verbesserung des rechtlichen, institutionellen und ordnungspolitischen Rahmens der Unternehmenssteuerung und -kontrolle dienen.

Die vom Ausschuss für internationale Rechnungslegungsstandards (IASB) erarbeiteten „**Internationalen Standards der Rechnungslegung**“ sind bei der Erstellung von Jahresabschlüssen zu beachten. Bislang wurden 41 Einzelstandards verabschiedet, die laufend aktualisiert werden.

Auch die „**Internationalen Standards der Wirtschaftsprüfung**“ der Internationalen Vereinigung der Wirtschaftsprüfer (IFAC) umfassen zahlreiche Einzelstandards; diese sind bei der Prüfung von Jahresabschlüssen zu befolgen und auf die Prüfung anderer Angaben und damit zusammenhängender Dienstleistungen anzuwenden.

Die vom Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS) verabschiedeten „**Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeut-**

sam sind“, zeigen die wesentlichen Kriterien auf, denen alle für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsamen Zahlungsverkehrssysteme genügen sollten. Es ist geplant, im Bereich „Zahlungsverkehr und Abwicklung“ auch die kürzlich gemeinsam von CPSS und IOSCO verabschiedeten „Empfehlungen für Wertpapierabwicklungssysteme“ als weiteren Schlüsselstandard anzuerkennen.



Die „**Vierzig Empfehlungen der Financial Action Task Force (FATF)**“ schaffen den grundlegenden Rahmen für Maßnahmen zur Bekämpfung der Geldwäsche. Sie umfassen die Strafgesetzgebung und Strafverfolgung, das Finanzsystem und die Finanzaufsicht sowie die internationale Zusammenarbeit. Es ist geplant, die in Reaktion auf die Anschläge am 11. September 2001 kürzlich verabschiedeten „Speziellen Empfehlungen zur Finanzierung des Terrorismus“ ebenfalls als Schlüsselstandard anzuerkennen.

– **Insolvenzverfahren**

Ein Standard zur Durchführung ordnungsgemäßer Insolvenzverfahren im Unternehmenssektor wird derzeit von der Weltbank erarbeitet; die Weltbank hat den „Entwurf von Prinzipien und Leitlinien für wirksame Insolvenzverfahren“ vorgelegt.

Einhaltung von Standards und Kodizes. Für die frühzeitige Erkennung von Schwachstellen für die Finanzstabilität ist es wichtig zu wissen, in welchen Bereichen die Praktiken einzelner Länder wesentliche Defizite gegenüber den Anforderungen internationaler Standards aufweisen. In einigen Ländern werden als ein erster Schritt

men. Selbstbewertungen tragen dazu bei, dass sich Länder Standards und Kodizes zu Eigen machen und Schwachstellen frühzeitig erkennen.

Sie können Bewertungen durch externe Stellen jedoch nicht ersetzen. IWF und Weltbank spielen bei der externen Bewertung eine zentrale Rolle. Sie erstellen unter Beteiligung von Experten aus nationalen Behörden und internationalen Fachgremien Berichte über die Umsetzung von Standards, die in so genannten **Reports on the Observance of Standards and Codes (ROSC)** zusammengefasst werden. ROSCs bestehen aus mehreren Teilberichten, so genannten Modulen, in denen die Praktiken eines Landes auf jeweils einem Gebiet beschrieben und bewertet werden; ergänzend wird erforderlichenfalls aufgezeigt, welche weiteren Umsetzungsschritte prioritär erforderlich sind. Die Erstellung und Veröffentlichung von ROSCs erfolgt auf freiwilliger Basis. Bis Dezember 2001 wurden rund 200 ROSCs für 67 Länder erstellt und 141 ROSCs veröffentlicht. Etwa 200 weitere ROSCs für 70 Länder sind im laufenden Jahr geplant.

Umfassende Bewertungen der Stärken, Risiken und Schwachstellen des Finanzsystems eines Landes werden von IWF und Weltbank im Rahmen des so genannten Financial Sector Assessment Program (FSAP) vorgenommen. Bei der Erstellung von FSAP-Berichten wird u. a. auch die Umsetzung der für das jeweilige Finanzsystem besonders relevanten Standards und Kodizes geprüft. Darüber hinaus berücksichtigen FSAP-Berichte weitere Faktoren, die die Stabilität eines Finanzsystems beeinflussen, einschließlich makroökonomischer Rahmenbedingungen, und zeigen ggf. Reformnotwendigkeiten auf. Auch die Teilnahme am FSAP und die Veröffentlichung der Prüfungsergebnisse ist freiwillig. Als ein weiterer Schritt zur Stärkung des Finanzsystems ist es wichtig, dass ROSCs und FSAPs Eingang in die regelmäßigen Artikel IV-Konsultationen finden.

Die G20 haben sich bereits 1999 dazu verpflichtet, an FSAPs teilzunehmen und ROSCs zu

erstellen sowie diese zu veröffentlichen, um mit gutem Beispiel voranzugehen. Derzeit wird für Deutschland ein ROSC zur Umsetzung des Verfahrenskodizes zur fiskalischen Transparenz erstellt. Darüber hinaus hat Deutschland seine Teilnahme an einer FSAP-Untersuchung bereits zugesagt; sie soll wegen der derzeitigen Umstrukturierung der deutschen Finanzaufsicht jedoch erst in 2003 durchgeführt werden.

Anreize zur Umsetzung von Standards und Kodizes. Die Umsetzung internationaler Standards und Kodizes trägt dazu bei, Finanzkrisen und die damit verbundenen hohen Kosten zu vermeiden. Aber auch die Leistungsfähigkeit des Finanzsystems wird durch die Implementierung von Standards und Kodizes erhöht. Dies führt zu einer besseren Allokation von Ersparnissen und Krediten, einer effizienteren Bereitstellung von Finanzdienstleistungen und letztlich zu einer Steigerung des Volkseinkommens. Es liegt somit im **Eigeninteresse der Länder**, Standards und Kodizes entschlossen umzusetzen. Zusätzlich zum Eigeninteresse können jedoch Anreize durch den öffentlichen Sektor und den Markt dazu beitragen, dass Standards und Kodizes zügig Eingang in nationale Regelungen finden. **Anreize des öffentlichen Sektors** können darin bestehen, dass die Einhaltung von Standards und Kodizes bei Marktzugangsentscheidungen, bei der Aufsicht über Zweigstellen und Töchter von Finanzinstituten im Ausland, bei der Mitgliedschaft in internationalen Gremien, bei der Überwachungstätigkeit des IWF oder bei der Bereitstellung technischer Hilfe berücksichtigt wird. **Marktanreize** werden durch Marktteilnehmer ausgeübt, indem Informationen über die Einhaltung von Standards und Kodizes Einfluss auf die Bewertung von Risiken nehmen und sich in der Höhe von Kreditzinsen oder der Kreditvergabepraxis niederschlagen sowie Einfluss auf Anlageentscheidungen ausüben oder in die Bewertungen von Ratingagenturen eingehen.

Eine **Arbeitsgruppe des Forums für Finanzstabilität** unter Leitung des für internationale Finanzmarkt- und Währungspolitik zuständigen

Abteilungsleiters des Bundesministeriums der Finanzen hat untersucht, wie die Nutzung von Anreizen verbessert werden kann. Auf offizieller Seite kann bspw. die internationale Gemeinschaft Länder ermutigen, Bewertungen durchzuführen und deren Ergebnisse offen zu legen. IWF und Weltbank können zusammen mit Experten aus nationalen Behörden und internationalen Fachgremien Länder bei der Umsetzung von Standards und Kodizes durch die Entsendung von Experten und Schulungsmaßnahmen unterstützen. Die Wirksamkeit von Marktanreizen hängt entscheidend davon ab, dass den Marktteilnehmern die Bedeutung von Standards bewusst ist und ihnen aktuelle und aussagefähige Informationen über die Einhaltung von Standards zugänglich sind. Umfragen der FSF-Arbeitsgruppe haben gezeigt, dass der Kenntnisstand der Marktteilnehmer über Standards in den letzten Jahren zwar zugenommen hat, jedoch noch weitere Anstrengungen notwendig sind, damit Informationen über die Einhaltung von Standards bei Investitionsentscheidungen stärker berücksichtigt werden. Zur Verbesserung des Kenntnisstandes von Marktteilnehmern führen IWF und Weltbank in wichtigen Finanzzentren Seminare zu Standards und Kodizes durch, so im Februar 2002 in Frankfurt für Vertreter des Finanzsektors in Deutschland.

Positive Erfolgsbilanz. Die internationale Kooperation zur Krisenprävention durch die Aufstellung und Einhaltung von Standards und Kodizes ist ein völlig neuer Prozess. Zuverlässige Bewertungen seines Beitrags zur Stabilität des internationalen Finanzsystems sind noch verfrüht. Jüngere Entwicklungen sind jedoch ein ermutigendes Zeichen. Wissenschaftliche Studien zeigen, dass sich die Umsetzung von Standards und Kodizes in geringeren Kapitalkosten auf den internationalen Märkten niederschlägt.

So konnten für Länder, die sich zur Einhaltung des „Speziellen Datenveröffentlichungsstandards“ des IWF verpflichtet haben, laut IWF Kostenersparnisse von zwei bis drei Prozentpunkten bei der Kreditaufnahme festgestellt werden. Positiv zu verzeichnen ist ebenfalls, dass die jüngsten Krisen in der Türkei und Argentinien lokal begrenzt blieben und nicht auf andere Länder übergreifen haben. Untersuchungen des IWF zeigen ferner, dass die Überkreuzkorrelation der Renditen auf den Anleihemärkten der Schwellenländer im Vergleich zu den Werten während der Krisen in Asien und Russland 1997 abgenommen hat. Obgleich die Voraussehbarkeit der Krisen in der Türkei und in Argentinien sowie das starke Engagement inländischer Investoren zu diesem Verlauf beigetragen haben, können diese Entwicklungen jedoch auch als Beleg dafür gewertet werden, dass sich erste Erfolge bei den Bemühungen zeigen, das internationale Finanzsystem durch die Umsetzung von Standards und Kodizes und Erhöhungen der Transparenz besser gegen Krisen zu wappnen.

5.3 Fazit

Die Erfahrungen mit den Finanzkrisen der letzten Jahre haben gezeigt, dass ein umfassender Reformansatz erforderlich ist, um Instabilitäten auf den Kapital- und Devisenmärkten entgegenzuwirken. Dazu zählen tragfähige makroökonomische Politiken, eine effiziente Finanzmarktaufsicht, glaubwürdige Wechselkursregime und Fragen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs. Diese komplexen Maßnahmen sind zwar wenig spektakulär, sie dürften jedoch zur Stabilisierung des internationalen Finanzsystems eher geeignet sein als die nur auf den ersten Blick genial erscheinende Verengung der Therapie von Finanzmarktkrisen auf ein einziges Instrument wie die Tobin-Steuer.

Zwölf Schlüsselstandards für solide Finanzsysteme

Themenbereich	Zentraler Standard	Verantwortlich
Makroökonomische Politik und Datentransparenz		
Transparenz der Geld- und Finanzpolitik	Verfahrenskodex zur Transparenz der Geld- und Finanzpolitik (Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies)	Internationaler Währungsfonds (IWF)
Transparenz der Fiskalpolitik	Verfahrenskodex zur Fiskalischen Transparenz (Code of Good Practices on Fiscal Transparency)	Internationaler Währungsfonds (IWF)
Veröffentlichung von Daten	Spezieller Datenveröffentlichungsstandard/Allgemeines Datenveröffentlichungssystem (Special Data Dissemination Standard [SDDS]/General Data Dissemination System [GDDS])	Internationaler Währungsfonds (IWF)
Aufsicht im Finanzsektor		
Bankenaufsicht	Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht (Core Principles for Effective Banking Supervision)	Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (Basel Committee on Banking Supervision – BCBS –)
Wertpapieraufsicht	Ziele und Grundsätze der Wertpapieraufsicht (Objectives and principles of Securities Regulation)	Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (International Organization of Securities Commissions – IOSCO –)
Versicherungsaufsicht	Grundsätze für die Versicherungsaufsicht (Insurance Core Principles)	Internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (International Association of Insurance Supervisors – IAIS –)
Infrastruktur der Institute und Märkte		
Unternehmensführung	Grundsätze der Unternehmenssteuerung und -kontrolle (Principles of Corporate Governance)	Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD)
Rechnungswesen	Internationale Standards für die Wirtschaftsprüfung (International Accounting Standards)	Ausschuss für internationale Standards der Rechnungslegung (International Accounting Standards Committee – IASC –)
Prüfwesen	Internationale Standards der Rechnungslegung (International Standards on Auditing [ISA])	Internationale Vereinigung der Wirtschaftsprüfer (International Federation of Accountants – IFAC –)
Zahlungsverkehr und Abwicklung	Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind (Core Principles for Systemically Important Payment Systems)	Ausschuss für Zahlungsverkehrssysteme- und Abrechnungssysteme (Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS –)
Marktintegrität	Die vierzig Empfehlungen der FATF (The Forty Recommendations of the Financial Action Task Force on Money Laundering)	Financial Action Task Force (FATF)
Insolvenz	Entwurf von Prinzipien und Leitlinien für wirksame Insolvenzverfahren (Draft Principles and Guidelines for Effective Insolvency Systems)	Weltbank