

# Hedge-Fonds: Risiken für die internationalen Finanzmärkte?

*Die Ungleichgewichte auf den internationalen Finanzmärkten werden von den Finanzministern und Notenbankchefs der Industrieländer mit zunehmendem Unbehagen betrachtet. In Hinblick auf Hedge-Fonds soll bis zum G-8-Gipfel im Juni dieses Jahres ein Verhaltenskodex erarbeitet werden. Inwieweit können Hedge-Fonds zur Instabilität der Finanzmärkte beitragen? Welche Strategien zur Krisenvermeidung sollten verfolgt werden? Welche Institutionen sollten aktiv werden?*

Ralf-M. Marquardt

## Hedge-Fonds: Heuschrecken des internationalen Finanzsystems?

Der Hedge-Fonds-Boom hält an. Das verwaltete Vermögen hat sich zwischen 1988 und 2006 mit rund 1,3 Bio. US-\$ mehr als verdreißigfacht (vgl. Abbildung). Im gleichen Zeitraum nahm die zuletzt stagnierende Anbieterzahl um mehr als das Sechsfache auf etwa 9000 zu.

Zu den typischen Fonds-Eigenschaften zählt die Vorgabe eines absoluten Renditeziels. Statt den Erfolg an gängigen Marktindizes zu orientieren, lockt das Management wohlhabende bzw. institutionelle Investoren mit ambitionierten, von der Marktentwicklung unabhängigen Renditeversprechen. Dazu kann es ein breites Spektrum an Finanzmarktinstrumenten inklusive Leerverkäufe, Derivate und Kredithebel einsetzen. Zugleich hält es sich im Rahmen einer vorgegebenen Grundausrichtung möglichst viele Anlagefreiräume offen. Häufig wird zudem zugunsten eines längerfristigen Aufbaus komplexer Anlagekonstrukte die Rückgabemöglichkeit von Fondsanteilen unter Einhalten von Kündigungsfristen auf bestimmte Termine begrenzt.

### Entwicklung der Hedge-Fonds-Branche

Hinsichtlich der Strategie hat sich folgende Aufteilung etabliert: Dach-Hedge-Fonds sollen vorrangig dem risikoaverseren Publikum offen stehen. Ihr Handlungsspielraum beschränkt sich auf die Diversifikation eingesammelten Kapitals in verschiedene Single-Hedge-Fonds (auch „Zielfonds“), die sich ihrerseits wie folgt unterscheiden: „Direktionale“ bzw. „Markt-Trend-Strategien“ basieren auf Spekulationen gegen vermutete Fehlbewertungen ganzer Marktsegmente wie beispielsweise den Aktienmärkten in Schwellenländern. Ein zweiter Typus setzt beim Ausnutzen „einzelwirtschaftlicher Sondersituationen“ wie Neustrukturierungen, Fusionen oder Insolvenzen an. In eine dritte Kategorie fallen Institute mit „marktneutralen Strategien“. Dabei wird durch die Konzentration auf die Feinjustierung von Preisrelationen innerhalb eines Marktausschnitts die Bedeutung der allgemeinen Entwicklung des Zielmarktes für den Anlageerfolg eliminiert. Hierzu könnten

beispielsweise Arbitragegeschäfte zählen. Daneben gibt es „Mischstrategien“, bei denen die Fonds situationsabhängig zwischen den einzelnen Anlagestilen wechseln.

Mit der Verabschiedung des gegenwärtig zur Novellierung anstehenden Investmentmodernisierungsgesetz ist seit 2004 auch hierzulande das Auflegen und der Vertrieb von Hedge-Fonds erlaubt. Ein Befreiungsschlag blieb bislang aber aus. Die Zahl der aktiven inländischen Fonds beläuft sich auf 21 Einzel- und 15 Dach-Hedge-Fonds, die gerade mal ein Vermögen von 1,0 Mrd. Euro bzw. 0,5 Mrd. Euro verwalten. Dazu trug sicherlich auch das unerwartet dürftige Abschneiden bei. Absolut Research beziffert die annualisierte Rendite der deutschen Einzelfonds (bzw. Dachfonds) zwischen Ende 2005 und Januar 2007 lediglich auf 3,6% (bzw. 4,1%). Einzelne Kapitalsammelstellen entwickelten sich sogar so schwach, dass sie zwischenzeitlich das Handtuch werfen mussten.

### Unbehagen gegenüber einer ganzen Branche

Das Wirken der Hedge-Fonds war hierzulande immer schon umstritten. Die Einschätzung hat zahlreiche Ursachen: Zum einen belasteten Aufsehen erregende Krisen einzelner Anlagehäuser die Reputation. Am spektakulärsten war sicherlich der Beinahe-Konkurs von „Long-Term Capital Management“ (LTCM), bei der die Investoren nach sehr erfolgreichen Vorjahren 1998 rund 3 Mrd. US-\$ verloren. Die Liquidation von „Amaranth Advisors“ nach einem Verlust von 6 Mrd. US-\$ im Herbst 2006 zeigt zudem, dass derartige Ausfälle immer wieder vorkommen können. Zum anderen litt das Ansehen durch einzelne betrügerische Machenschaften und die Rolle, welche Fonds bei der nachhaltigen Beeinflussung und Manipulation von Marktentwicklungen bis hin zum Auslösen bzw. Verstärken von Finanzmarktkrisen<sup>1</sup> nachgesagt wurde. Als problematisch wurde ferner ihr Beitrag zum systemischen Risiko der Kapitalmärkte angesehen, wobei die Tatsache, dass beim Amaranth-Konkurs nachhaltige Störungen noch ausblieben, primär darauf zurückgeführt wird, dass die Finanzmärkte gerade in ein ansonsten solides Umfeld eingebettet waren.

Darüber hinaus verschärft auch eine mangelhafte Differenzierung das Unbehagen. Obwohl die Risiken für die Finanzmärkte je nach Anlagestrategie unterschiedlich stark ausgeprägt sind, erfolgt im Stile der „Heuschreckendebatte“ eine Beurteilung zumeist undifferenziert für die Branche als Ganzes. Im Fokus der Kritik stehen derzeit aggressive Event-Driven-Fonds, die angeschlagene Unternehmen

<sup>1</sup> Hier ist insbesondere an die Krise des Europäischen Währungssystems zu erinnern. Überdies wurde den Hedge-Fonds vorgeworfen, die Südostasienkrise ausgelöst zu haben.

ausschlachten oder die – wie beim gescheiterten Übernahmeversuch der London Stock Exchange durch die Deutsche Börse AG – mit kurzfristiger Orientierung massiven Einfluss auf die Unternehmenspolitik ausüben. Nach Schätzungen von Merrill Lynch hat sich ihre Zahl zwar innerhalb von 15 Jahren verdreifacht. Mit etwa 15% stellen diese „Aktivisten“ aber eine Minderheit in der Branche dar.<sup>2</sup> Ferner verleihen wenig transparente und äußerst komplexe Anlageentscheidungen den Fonds etwas Mysteriöses, vor dem man sich bekanntlich mehr fürchtet als vor klar abzugrenzenden Gefahren.

### Einzelwirtschaftliche Chancen und Risiken

Aus einzelwirtschaftlicher Sicht stellen die Sondervermögen für die Investoren trotz hoher Gebühren neue attraktive Anlagemöglichkeiten dar. Längerfristige Durchschnittsbetrachtungen belegen, dass Engagements in Hedge-Fonds bei zum Teil niedrigeren Vo-

latilitäten beachtliche Überschussrenditen gegenüber Aktien oder Anleihen erbringen können.<sup>3</sup> Der eigentliche Reiz von Hedge-Fonds liegt aber in der Beimischung zum vorhandenen Portfolio. Bei zudem verbesserter Anpassung an individuelle Präferenzen lassen sich so wegen einer geringen Korrelation mit traditionellen Anlagen Portfoliorisiken reduzieren. Allerdings ist die Renditeberechnung auf der Basis inoffizieller Indizes geschönt und empirische Untersuchungen zeigen, dass sich Erfolge einzelner Manager weniger systematisch als eher zufallsbedingt entwickeln.<sup>4</sup> Das einmalige überdurchschnittlich gute Abschneiden garantiert in Zukunft nicht das Ausbleiben von „Flops“, wie das Beispiel von LTCM verdeutlicht. Darüber hinaus wird vielfach schon über ein Ende des Hedge-Fonds-Hypes spekuliert. Angesichts des Branchenwachstums, des Imitierens ihrer Strategien von Seiten einzelner Investmentbanken und gestiegener Zinsen beim Aufbau des Kredithefens seien demnach die Chancen allmählich ausgereizt.

Überdies bedarf es im konkreten Einzelfall ohnehin einer fonds-spezifischen Betrachtung, wobei sich die Anleger – verstärkt durch fehlende Transparenz und zeitlich begrenzte Ausstiegsmöglichkeiten – Sonderrisiken aussetzen.

Dazu zählt erstens das im Rahmen des Anlagestils gewählte Instrumentarium. Hier spielt eine Rolle, wie hoch die Preisrisiken beim Underlying sind, wie stark die Instrumente gehebelt sind, ob gar

Die Autoren unseres Zeitgesprächs:

*Prof. Dr. Ralf-M. Marquardt, 45, lehrt Volkswirtschaftslehre und quantitative Methoden an der FH-Gelsenkirchen, Abteilung Recklinghausen.*

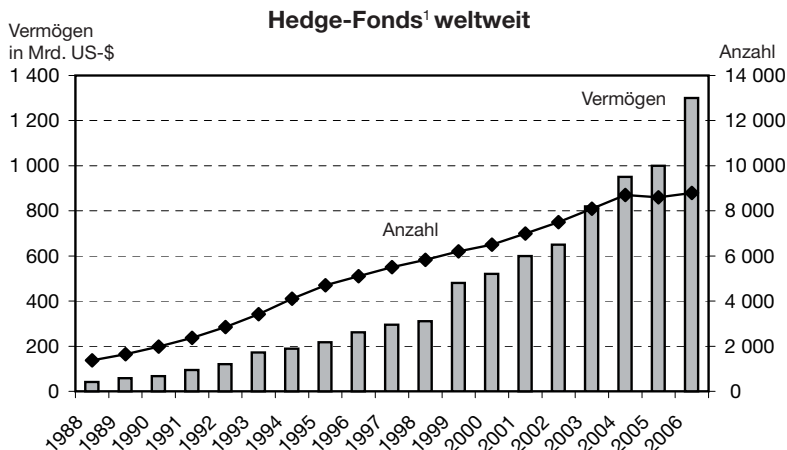
*Prof. Dr. Carsten Hefeker, 43, lehrt Volkswirtschaftslehre, insbesondere Europäische Wirtschaftspolitik an der Universität Siegen.*

*Prof. Dr. Gunther Schnabl, 40, ist Direktor des Instituts für Wirtschaftspolitik an der Universität Leipzig; Andreas Hoffmann, 26, Dipl.-Volkswirt, ist dort wissenschaftlicher Mitarbeiter.*

<sup>2</sup> Vgl. Hedge-Fonds – die neue Börsenmacht, in: Handelsblatt vom 7.9.2005, S. 27.

<sup>3</sup> Vgl. B. Erke, R.-M. Marquardt: Zulassung von Hedge-Fonds in Deutschland: Fluch oder Segen?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 84. Jg. (2004), H. 5, S. 309 ff.

<sup>4</sup> Vgl. S. Brown, W. Goetzmann: Hedge Funds with Style, in: NBER-Working-Paper No. 8173, März 2001.



<sup>1</sup> Schätzungen von Greenwich-Van Advisors, LLC und Greenwich, CT.

unlimitierte Verluste möglich sind und wie stark der Fonds sein Portfolio diversifiziert hat. Hinzu kommt auf Seiten der Mittelbeschaffung die Hebelwirkung durch zusätzliche Kreditaufnahme. Solange die Gesamtkapitalrentabilität über den Fremdfinanzierungskosten liegt, lässt sich durch Aufnahme von Fremdkapital die Eigenkapitalrentabilität bei allerdings zunehmender Unsicherheit steigern. Jedoch wirkt der Leverage-Effekt eben auch im Fall von Verlusten.

Zweitens stellen das Adressenausfallrisiko und das Risiko einer mangelnden Liquidierbarkeit von Aktiva ein besonderes Problem dar. Schließlich konzentrieren sich viele Asset-Manager auf enge Nischenmärkte und auf nicht standardisierte, individuell zugeschnittene OTC-Geschäfte.

Zu beachten ist drittens das Schlüsselpersonenrisiko. Um systematisch besser als der Markt abzuschneiden, bedarf es viel stärker als in traditionellen Fonds herausragender Fähigkeiten. Personalfuktuationen können dann bisherige Erfolge schnell gefährden.

Viertens beinhaltet auch das Fondswachstum Risiken. Mit dem Erfolg werden die Zuflüsse größer.

Zwar lassen sich dann Skaleneffekte nutzen, aber zugleich wird auch das Handling, insbesondere die Abschätzung des Gesamtrisikos schwerer. Außerdem wird es komplizierter, neue, unverändert attraktive Investitionsmöglichkeiten zu erschließen.

#### Gesamtwirtschaftliche Chancen und Risiken

In der gesamtwirtschaftlichen Beurteilung bleiben die Fonds ebenfalls janusköpflich. Verbesserungen im internationalen Finanzsystem ergeben sich durch die Beseitigung von Marktunvollkommenheiten im Rahmen von Arbitrage. Durch das Engagement in engen Märkten tragen die Fonds ferner dort nicht nur zu mehr Wettbewerb und einer faireren Preisfindung bei, sondern sie ermöglichen als Gegenpartei oftmals erst bestimmte Geschäfte. Begrüßenswert ist dies vorrangig dann, wenn realwirtschaftlichen Akteuren durch Risikotransfer beispielsweise im Rahmen von Future-Kontrakten eine sicherere Kalkulationsgrundlage für Investitionen gegeben wird. Dabei handelt es sich nicht um ein Nullsummenspiel, denn der Fonds übernimmt zwar das Risiko eines anderen Akteurs, hat es aber üblicherweise durch die Bündelung

mit anderen Risiken diversifiziert. Hinzu kommen die genannten einzelwirtschaftlichen Vorteile für Anleger, die in Summe zur Stabilisierung der Finanzmärkte beitragen.

Selbst mit Blick auf die Spekulation können positive gesamtwirtschaftliche Effekte geltend gemacht werden. Die Fonds führen den Märkten nicht nur schockabsorbierende Liquidität zu, sondern sie stemmen sich oftmals gegen den Trend, weil gerade dann im Erfolgsfall besonders hohe Gewinne zu erwarten sind. Sie fordern die Märkte heraus, die bislang eingegangenen Positionen kritisch zu überprüfen, und verbessern die Effizienz der Preisfindung. Unter Umständen stoßen sie eine fällige Neubewertung insbesondere auf solchen Märkten an, die bis dahin durch „Trendverlängerer“ dominiert wurden, und beseitigen bzw. begrenzen so Blasen, die beispielsweise bei ungleichgewichtigen Wechselkursen über falsche Investitionssignale oder verzerrten Preiswettbewerb auch zu realwirtschaftlichen Einbußen führen können.

Die Kehrseite der Medaille besteht darin, dass die Anlagehäuser vor der Richtungskorrektur über ihre Spekulationen auch erst zur Destabilisierung der Märkte beigetragen haben können, zumal sie ihre Positionen sehr flexibel mit volatilitätssteigernder Wirkung verschieben können.<sup>5</sup> Solange sich mit Übertreibungen noch Gewinne machen lassen, wird das Management auf der Welle mitschwimmen, sie durch vorläufige Trendantizipation eventuell sogar selbst noch bewusst verstärken. Darüber hin-

<sup>5</sup> Einzelergebnisse deuten aber beispielsweise darauf hin, dass an den Energiemärkten in Summe die stabilisierende Wirkung der Fonds überwiegt. Vgl. Europäische Zentralbank: Hedgefonds: Entwicklungen und wirtschaftspolitische Implikationen, in: Monatsbericht, Januar 2006, S. 78.

aus können Preisschwankungen auch unbeabsichtigt durch Zwänge der Fonds akzentuiert werden. Wenn große „Spieler“ unter den Hedge-Fonds oder kleine Akteure mit entsprechend großem Leverage „auf dem falschen Bein erwischt werden“ und eigentlich aussichtsreiche Positionen vorzeitig aufgelöst werden müssen, belastet das im betroffenen Marktsegment. Wird dies von anderen Marktteilnehmern noch antizipiert, nimmt der Wertverlust eigendynamisch zu.

Allerdings sollte der Markteinfluss der Hedge-Fonds – sowohl in positiver als auch in negativer Hinsicht – nicht überschätzt werden. Verglichen mit dem Kapital traditioneller Investmentfonds vereinigen die Hedge-Fonds nur etwa 4% der eingelegten Mittel auf sich. Zwar vergrößert sich ihre Marktwirkung mit dem Leverage-Effekt. Dies trifft aber beispielsweise für die führenden Investmenthäuser noch viel mehr zu. Eichengreen kommt daher zu dem Schluss: „There is little evidence ... that hedge funds play a catalytical role in herding in financial markets.“<sup>6</sup>

Ambivalent in der Einschätzung ist ein weiterer Aspekt. So wünschenswert es ist, dass durch die Fonds die Unterbringung von Derivaten zur Risikoabsicherung erleichtert wird, umso problematischer erscheint es, dass damit zugleich auch Derivate zum Zweck der reinen Spekulation einfacher zu platzieren sind. Bedenklich ist dabei, dass für derartige Wetten erhebliche Ressourcen gebunden werden und dass sich damit die „Casino-Gesinnung“ in der Ökonomie weiter ausbreitet. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Fonds mit einer „Too-big-to-fail-Menta-

lität“ zum Moral Hazard neigen und darauf setzen, wie LTCM im Zweifelsfall durch Banken oder den Staat aufgefangen zu werden.

Ein wesentlicher Aspekt betrifft das systemische Risiko. Diese Ansteckungsgefahr für das gesamte Finanzsystem durch das Versagen einzelner Fonds wird in Anbetracht einer aus dem Branchenwachstum resultierenden Positionsballung immer virulenter. Krisen könnten dann eine immer größere Anbieterzahl gleichzeitig betreffen. Die befürchtete makroökonomische Ausstrahlung kann dabei auf unterschiedlichen Wegen zum Tragen kommen.

Erstens kann ein Fonds sich genötigt sehen, seine Long-Positionen mit entsprechendem Kursverfall aufzulösen. Davon wird unmittelbar die Vermögensposition anderer Marktteilnehmer beeinträchtigt.

Zweitens treffen die Fondsverluste neben den Anteilseignern auch die so genannten Prime-Broker, die als Kreditgeber der Fonds aufgetreten sind. Zwar werden die Kredite oftmals durch Repo-Geschäfte besichert. Dennoch kann die Absicherung wie ein Kartenhaus zusammenbrechen, wenn mit Hilfe der Kredite neue Wertpapiere gekauft wurden, um sie für weitere Kredite zu hinterlegen und die Wertpapiere selbst an Wert einbüßen. Fragil erscheint die Kreditbeziehung selbst dann, wenn die Banken ihrerseits die Risiken aus derartigen Kreditgeschäften weiterverkaufen und die Aufkäufer vorrangig Hedge-Fonds sind. Fallen in diesem Karussellgeschäft Fonds aus, werden die Kredite Notleidend, ohne dass die Fonds das Risiko dann noch tragen können.

Drittens kann es sein, dass Fonds ihre Verpflichtungen aus

Future-Geschäften nicht mehr einlösen können und eingeschossene Sicherheiten-Zahlungen nicht ausreichen.

### Regulierungsdilemma

Die regulatorischen Vorkehrungen zur Vermeidung dieser Gefahr fallen mit Blick auf die Mittelverwendung der Fonds weltweit bescheiden aus. Insbesondere die Single-Hedge-Fonds genießen im Berichtswesen, bei Kontrollen und in der Flexibilität des Anlageverhaltens erhebliche Freiheitsgrade. Gerade in den Offshore-Zentren, in denen die dort steuerlich begünstigten Fonds überwiegend ihren Sitz haben, unterbleiben nennenswerte Regulierungen zur Wahrung des Finanzplatzes. Ihr Auftreten als Trittbrettfahrer führt dazu, dass jedes unkoordinierte Vorpreschen zum Scheitern verurteilt ist: Entweder trifft der Vorstoß die Fonds aufgrund der fehlenden Zuständigkeit gar nicht erst oder die wenigen betroffenen Anbieter weichen durch Sitzverlagerung aus, ohne dass damit angesichts der Finanzmarktintegration ein einziges ihrer Geschäfte unterbunden wird. Forderungen nach einer direkten Regulierung der Geschäftstätigkeit wirken daher ambitiös, allein es fehlt ihnen an Effizienz.

Hier würde nur eine weltweit konzertierte Aktion mit gemeinsamen Spielregeln weiterführen. Dazu müssten sich aber im ersten Schritt die wichtigsten Onshore-Regierungen auf eine einheitliche Linie verständigen und Druck aufbauen. Zumindest solange sich die Vereinigten Staaten einem solchen Schritt verweigern, erscheint dies illusorisch. Mit Blick auf die aggressiven Event-Driven-Fonds lässt sich allerdings über die seit 2007 abgesenkten Meldeschwellen, wonach Beteiligungen ab

<sup>6</sup> B. Eichengreen: Hedge Funds in the New International Financial Architecture, Mai 1999, S. 11.

3% anzuzeigen sind, immerhin bei unfreundlichen Übernahmen Sand ins Getriebe streuen und für die betroffenen Unternehmen mehr Transparenz erzielen. Überlegungen, zudem Stimmrechte für kurzfristig orientierte Anleger einzuschränken, sind indessen insofern zweischneidig, als dadurch auch freundliche Investoren verschreckt werden. Überdies hat sich der deutsche Gesetzgeber im Investmentförderungsgesetz eine Beschränkung der Hebel und Leerverkäufe durch das Finanzministerium über eine einfache Rechtsverordnung als Option wenigstens vorbehalten.

Die Disziplinierung der Fonds obliegt aber primär dem Wettbewerb auf der Seite der Kapitalbeschaffung. Dabei müssen sich kleinere Anleger in Single-Hedge-Fonds im Bewusstsein ihres Anlagerisikos mit einer eingeschränkten Transparenz zufriedengeben. Bei einer Dach-Fonds-Anlage wird die Überwachung der Single-Fonds immerhin an die Dach-Fonds delegiert, die wegen ihrer Bedeutung als Abnehmer ähnlich wie große institutionelle Anleger noch am ehesten in der Lage wären, von den Zielfonds mehr Transparenz einzufordern. Sollte die Branche in Zukunft tatsächlich an Grenzen stoßen, dürfte von dieser Seite die Bereitschaft zur Offenheit zunehmen. Ein externes Rating wäre dann ein wichtiges Qualitätsmerkmal, wobei es für die

Agenturen angesichts der individuellen, verschachtelten Strategien und der schnell wechselnden Positionen aber schwierig bleibt, ihre Einschätzung zu einer Kennziffer zu verdichten. Sollten die Fonds – dem Beispiel von „Fortress“ folgend – zukünftig verstärkt an die Börse streben, wird sich auch dadurch die Notwendigkeit zu etwas mehr Transparenz gegenüber den eigenen Aktionären ergeben.

Darüber hinaus werden die weitaus stärker regulierten Banken als Gegenpartei der Fonds für deren Disziplinierung instrumentalisiert. So hat der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht bereits 1999 eine „Wohlverhaltensempfehlung“ für die Geschäfte von Banken und Hedge-Fonds erlassen.<sup>7</sup> Sie zielt wie andere Initiativen auch darauf ab, Kreditrisiken mit Hilfe von mehr Transparenz, von Stresstests und der Anwendung von Gesamtrisikomaßen realistischer einzuschätzen sowie den Kredit-Leverage der Fonds zu begrenzen. Dabei sollen neben einer verstärkten Kontrolle der Fonds-Aktivitäten Kreditlinien gegenüber einem einzelnen Hedge-Fonds limitiert und für ausreichende Besicherungen gesorgt werden. Nachgedacht wird auch über eine internationale Evidenzzentrale, um auf dieser Ebene ei-

<sup>7</sup> Vgl. Basle Committee on Banking Supervision: Sound Practices for Banks Interactions with Highly Leveraged Institutions, Januar 1999.

ne bessere Gesamtübersicht über die Verschuldungssituation einzelner Hedge-Fonds zu erhalten. Des Weiteren dürften auch die neuen Eigenkapitalanforderungen nach „Basel-II“ die Neigung der Fonds erhöhen, sich raten zu lassen oder im Rahmen von internen Ratings über die Schulter sehen zu lassen. Dabei kommt es aber stark auf ein vollständiges Mitwirken der Vereinigten Staaten an Basel-II an, da die Prime-Broker zumeist dort angesiedelt sind.

Insgesamt scheinen zwar seit der LTCM-Krise Verbesserungen bei der Beschränkung des Gesamt-Leverages, der Risikokonzentration, des Risikomanagements sowie der Transparenz eingetreten zu sein.<sup>8</sup> Definitiv nachweisbar sind sie wegen der schlechten Datenlage indessen nicht. Außerdem werden weiterhin Defizite beklagt, zumal der Wettbewerb unter den Prime-Brokern um die Hedge-Fonds zuletzt so stark zugenommen hat, dass den Fonds gegenüber wieder deutliche Zugeständnisse gemacht werden.<sup>9</sup>

<sup>8</sup> Vgl. Basle Committee on Banking Supervision and the International Organization of Securities Commissions: Review of issues relating to Highly Leveraged Institutions (HLIs), Bank for International Settlements, März 2001, S. 2; Europäische Zentralbank, a.a.O., S. 82 ff.; T. Garbaravicius, F. Dierick: Hedge Funds and their Implications for Financial Stability, ECB Occasional Paper Series, Nr. 34, August 2005, S. 49 ff.

<sup>9</sup> Vgl. T. Garbaravicius, F. Dierick, a.a.O., S. 36.

---

Carsten Hefeker

## Stabilität und Regulierung der internationalen Finanzmärkte

---

**A**uf dem G-7-Gipfel Anfang Februar in Essen haben die Finanzminister und Notenbankgouverneure der wichtigsten Industrienationen eine Reihe von Punkten betont, die helfen sollen, das internationale Finanzsystem stabiler zu machen. Sie erwähnten vor allem die Bedeutung angemessener

Wirtschaftsdienst 2007 • 4

215

Wechselkurse, die Entwicklung von Wertpapiermärkten in lokaler Währung, die Überwachung von Hedge-Fonds und eine Anpassung der Stimmrechte im Internationalen Währungsfonds (IWF).

Angesichts der großen Menge an Finanzkapital, die täglich gehandelt wird, befürchten sie eine Gefährdung der Stabilität des globalen Finanzsystems, sollte es zu plötzlichen Anpassungen und Umschichtungen kommen. Die internationale Verbindung der Finanzmärkte wird als zunehmend enger wahrgenommen und Finanzkrisen als immer weniger isolierte Ereignisse. Das Interesse der G7 hat zum einen den Grund, dass, anders als es die Zahl sieben nahe legt, häufig auch wichtige Schwellenländer wie Indien, Brasilien, Russland und China an diesen Treffen teilnehmen.<sup>1</sup> Der Fokus der Gruppe erweitert sich damit zwangsläufig hin zu Ländern, die besonders unter der Instabilität von Finanzmärkten leiden. Zum anderen wird immer deutlicher, dass die größte Volkswirtschaft der Welt, die USA, ihrerseits als Risiko eingestuft werden kann, da sie im großen Ausmaß von Kapitalimporten abhängig ist, deren Umkehrung zu einer Finanzkrise führen könnte. Spiegelbildlich haben die USA ein Leistungsbilanzdefizit, für das sie gerne China verantwortlich machen, da es seinen Wechselkurs noch immer unterbewertet halte und so Exportüberschüsse produziere.

#### **Globale Ungleichgewichte**

Das ist natürlich eine einseitige Sicht der Dinge, denn das amerikanische Defizit geht nicht nur auf den Handel mit China zurück, und es ist wenig wahrscheinlich, dass

<sup>1</sup> Entsprechend schlägt Deutschland vor, die Treffen regelmäßig um wichtige Schwellenländer zu erweitern, vgl. Financial Times, 11. April 2007.

eine Aufwertung des Yuan einen großen Effekt auf das Defizit haben würde. Zudem ist klar, dass China kaum Interesse an einer starken Abwertung des US-\$ haben kann.<sup>2</sup> Da China einen großen Teil der Währungsreserven in US-\$ hält, würde eine Aufwertung des Yuan für das Land einen Vermögensverlust implizieren.

Während sich China also weiter weigern wird, hier eine rasche Änderung vorzunehmen, ist zugleich eine vorsichtige Änderung der Zusammensetzung der Währungsreserven zu beobachten, mit der sich Chinas Dollarorientierung schrittweise reduziert.<sup>3</sup> Wenn das dazu führen sollte, dass Anleger allgemein das Vertrauen in den US-\$ verlieren und ihr Kapital aus den USA abziehen sollten, ist ein Crash des US-\$ nicht auszuschließen. Durch die großen Währungsreserven, die viele Schwellenländer aufgebaut haben, sind sie zu Nettokreditgebern geworden. Das stellt die Verschuldungssituation, wie sie in der Vergangenheit üblich war, auf den Kopf. Im Moment sind es eher die USA als Schuldner, die krisenanfällig sind. Die Forderung der G7 nach „marktgerechten“ Wechselkursen blendet jedoch die Verantwortung der USA aus und nimmt stattdessen China in die Pflicht.

Nicht nur die kurzfristige Verwundbar einiger Schwellenländer ist aufgrund ihrer umfangreichen Währungsreserven gesunken, ebenso konnte das Problem der Verschuldung in ausländischer Währung, die sie traditionell so anfällig für Wechselkursänderungen machte, in den letzten Jahren et-

<sup>2</sup> Nicht nur Schuldner, die sich in Fremdwährung verschulden (müssen), gehen ein Wechselkursrisiko ein, sondern auch Anleger. Siehe dazu R. Mc Kinnon: Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard: Living with Conflicted Virtue, Cambridge 2005.

<sup>3</sup> Siehe Financial Times, 21. Januar 2007.

was reduziert werden. Etlichen von ihnen ist es gelungen, auch langfristige Wertpapiere in heimischer Währung zu platzieren. Dies war in der Vergangenheit kaum möglich. Allerdings müssen sie entsprechend höhere Zinssätze anbieten.<sup>4</sup> Ob diese Tendenz sich allerdings auch in schlechteren Zeiten aufrechterhalten lässt, bleibt abzuwarten. Im Moment ist es lediglich gelungen, das Wechselkursrisiko durch ein Zinsrisiko zu ersetzen.

Tatsächlich besteht kein Anlass zur Entwarnung. Wie zur Bestätigung der Befürchtungen hat sich kurz nach dem Gipfel Ende Februar gezeigt, dass die Finanzmärkte der führenden Industrieländer nicht länger von den Ereignissen auf den Finanzmärkten der Schwellenländer abgekoppelt sind. Und wieder war China das auslösende Moment: Ein heftiger Kursrückgang an der Börse von Shanghai führte zu starken Verlusten in New York, London, Tokio und Frankfurt und demonstrierte, dass Krisen nicht mehr notwendigerweise auf einzelne Länder oder Regionen beschränkt bleiben, sondern dass große Schwellenländer durchaus auch zur Bedrohung der Stabilität in den Industrieländern werden können. Bei früheren Krisen waren vor allem einzelne Länder und Regionen betroffen oder man beobachtete ein Überspringen zwischen Schwellenländern (so von Russland nach Brasilien), aber kein direktes Übergreifen auf Industriestaaten.

#### **Engere Zusammenhänge der Finanzmärkte**

Mittlerweile sind die Zusammenhänge zwischen den Finanzmärkten der Welt zunehmend enger geworden, was darauf zurückzuführen ist, dass Anlagen in Industrie-

<sup>4</sup> Siehe B. Eichengreen: The Future of Global Financial Markets, mimeo, 2006.

ländern eher gering verzinst sind und Kapital in großem Ausmaß deshalb auf der Suche nach profitablen Anlagen immer mutiger in südlichere und östlichere Regionen der Welt vorstößt. Die Risikoaufschläge für exotischere Anlagen sind entsprechend auf Margen geschrumpft, die vor einiger Zeit noch undenkbar klein waren.<sup>5</sup> Das mag bei manchen Investoren zu einer trügerischen Sicherheit führen und sie das doch erheblich höhere Volatilitätsrisiko vergessen lassen. Ebenso fließt immer mehr Geld in Hedge-Fonds und andere nichttraditionelle Anlageformen, die es ihrerseits immer schwieriger haben, hohe Erträge zu erzielen und deshalb in riskantere Anlagen ausweichen. Sollten Anlagen in Schwellen- und Entwicklungsländern aber plötzlich problematisch werden, so droht eine Kettenreaktion. Liquide Anlagen würden sicher sofort in erheblichem Maße abfließen und neue Mittelzuflüsse würden ausbleiben („sudden stops“). Kursverluste würden dann auch die Anleger aus den Industrieländern treffen; im schlimmsten Fall würden sie ihre Anlagen verlieren und ihre eigene Bonität riskieren. Das könnte das gesamte Finanzsystem gefährden.

Die Anfälligkeit des Finanzsystems für solche plötzlichen Umkehrungen der Kapitalströme hat vor allem auch damit zu tun, dass sich ihre Struktur in den letzten Jahrzehnten deutlich verändert hat. Während früher die Finanzierung vor allem durch Banken geleistet wurde, sind es heute vorwiegend private Anleger und institutionelle Anleger wie Hedge- und Pensionsfonds. Diese handeln unkoordiniert und haben stärkere Anreize, höhere Risiken einzugehen, da ihr

persönliches Risiko bei Verlusten begrenzt ist und sie vor allem an ihrem relativen Erfolg im Verhältnis zu anderen Fonds gemessen werden. Dies führt häufig zu Herden-Verhalten und macht Kapitalströme prozyklisch, was wiederum die Wahrscheinlichkeit von Krisen erhöht.<sup>6</sup>

### Strategien zur Krisenvermeidung

Die Vorstellungen der G7 zur Krisenvermeidung sind relativ vage. Sie fordern eine stärkere Überwachung von Hedge-Fonds und eine Ausweitung der Rolle des Internationalen Währungsfonds. Beides macht Sinn und spricht die entscheidenden Aspekte der Krisenvermeidung und Krisenbewältigung an. Da die Krisen vom Fehlverhalten der Anleger als auch von dem der Schuldner ausgehen können, tragen nicht allein die Schuldner die Verantwortung für eine eventuelle Krise. Genauso wenig ist es aber ausreichend, Hedge-Fonds und andere Anleger in der irrigen Hoffnung zu regulieren, damit die Probleme gelöst zu haben. Schließlich weist das Finanzsystem strukturelle Schwächen auf, die damit nicht behoben sind.

Fehlverhalten der Anleger zeigt sich darin, dass sie zu wenig sorgfältig bei der Auswahl und Kontrolle ihrer Anlagen sind und darauf vertrauen, etwaige drohende Verluste würden durch die Intervention Internationaler Finanzinstitutionen vermieden. Im Falle der mexikanischen Finanzkrise 1994/95 entstand der Eindruck, die Finanzhilfe sei vor allem eine Rettungsaktion für die „Wall Street“ und Anleger würden auf Kosten Internationaler Finanzinstitutionen (und damit der Steuerzahler) geschützt („bailout“).

In den letzten Jahren hat denn auch verstärkt eine Diskussion über das „bailing in“ des privaten Sektor begonnen, um auch die Anleger an den Kosten von Rettungsaktionen und nötigen Umschuldungen zu beteiligen. Ein Weg ist die verstärkte Aufnahme von so genannten „collective action clauses“ in Wertpapieremissionen der letzten Jahren. Diese zwingen die Anleger, Zahlungsaufschübe und eventuell Abschreibungen eines Teils der Anlagesumme zu gewähren, wenn eine qualifizierte Mehrheit der Gläubiger dem zustimmt. Damit werden sie nicht nur an den Kosten beteiligt, sondern die Klausel soll auch dazu beitragen, das Problem des nicht koordinierten Verhaltens der Anleger in den Griff zu bekommen.<sup>7</sup> Eine weiterreichende Lösung, die vom IWF selbst propagiert wurde, nämlich die Schaffung eines geordneten Verfahrens zur Um- und Entschuldung, ähnlich einem nationalen Insolvenzverfahren, ist vor allem auf Druck der USA nicht zustande gekommen.<sup>8</sup> Im Zweifelsfall hat man hier eine Chance für eine stärkere Einbindung des privaten Sektors vertan und es versäumt, dem IWF eine stärkere Rolle als Krisenmanager zukommen zu lassen.

Andere Aspekte einer stärkeren Regulierung wären darin zu sehen, dass Fondsmanager sich mit persönlichen Einlagen zu beteiligen hätten, also teilweise mit ihrem Privatvermögen zu haften hätten, dass die Beteiligung von Banken an hochriskanten Anlagen über Hedge-Fonds eingeschränkt oder

<sup>7</sup> Kollektivklauseln sollen verhindern, dass sich einzelne Anleger einer gemeinsamen Problemlösung entziehen und sich auf Kosten der anderen besser stellen. Siehe C. Hefeker: Vermeidung und Bewältigung von Verschuldungskrisen: Die Rolle privater und öffentlicher Institutionen, erscheint in: List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik (2007).

<sup>8</sup> C. Hefeker, a.a.O.

<sup>5</sup> Siehe International Monetary Fund: Global Financial Stability Report, April 2007.

<sup>6</sup> Siehe R. Rajan: Has Financial Development Made the World Riskier?, mimeo, 2005.

mit höheren Reservepflichten belegt wird, oder dass auch Fonds in Zukunft durch Ratingagenturen bewertet werden.<sup>9</sup> Eine direkte Regulierung ist wenig aussichtsreich, da die Fonds abwandern und sich damit der Kontrolle entziehen würden. Zu all diesen Aspekten haben die G7 bislang wenig zu sagen.

Nichtkoordiniertes Verhalten der Anleger ist auch die wesentliche Ursache für so genannte „runs“ auf Banken und den plötzlichen Abzug von Finanzmitteln aus Schwellenländern. Obwohl dies nicht im kollektiven Interesse ist, weil es die Situation für die beteiligte Bank oder das Land schwieriger macht und sie oft erst in die Illiquidität oder Insolvenz treibt, ist es individuell rational, die eigene Anlage zu retten, bevor andere dasselbe tun. Da sich alle so verhalten, ist die Zahlungsunfähigkeit die logische Konsequenz, die vermieden werden könnte, wenn den Schuldner Zeit zugestanden würde, sich aus der Situation der drohenden Illiquidität zu befreien.

Das Problem des nicht koordinierten Verhaltens ist naturgemäß schwer zu lösen. Hier haben sich noch keine wirklich überzeugenden Lösungen ergeben. Transparenz und bessere Information sind vermutlich das Einzige, was neben nicht praktikablen Zwangsmaßnahmen helfen kann. Während beides immer wieder betont und gefordert wird (wer kann schon gegen Transparenz sein?), sind Fortschritte bescheiden. Zwar wird gerade von Seiten der Internationalen Finanzinstitutionen immer

mehr Information über Länder zur Verfügung gestellt, um nicht gerechtfertigte Attacks zu vermeiden. Aber einzelne Länder sind nicht immer davon angetan, dass Informationen über ihre finanzielle und wirtschaftliche Lage publik gemacht werden. In der Tat kann dies ein zweiseitiges Schwert sein, denn negative Informationen können auch den Anstoß für Kapitalabflüsse geben.<sup>10</sup>

Ein Weg die Gefahr von „runs“ und „sudden stops“ zu vermindern, wäre eine (begrenzte) Garantie für Investoren. In den nationalen Finanzsystemen wird diese Rolle von Einlagensicherungsfonds für Banken und die Existenz eines Kreditgebers der letzten Instanz (Lender of Last Resort) übernommen. Dieser soll im Fall von Illiquidität (nicht bei Insolvenz!) diese überbrücken, indem er freigiebig Kredite zu Strafzinsen zur Verfügung stellt.<sup>11</sup> Das Wissen um seine Existenz soll Vertrauensverlust und damit „runs“ verhindern.

#### Die Rolle des IWF

Die verschiedenen Vorschläge, den IWF zu einem Lender of Last Resort zu machen, sind trotz aller Diskussion allerdings nicht vorgekommen. Obwohl dies auch von IWF-kritischer Seite vorgeschlagen wurde, so z.B. von der Meltzer-Kommission für den amerikanischen Kongress, wurde der Vorschlag nicht weiter verfolgt. Das häufig angeführte Argument, der IWF sei anders als eine nationale Zentralbank nicht in der Lage, Geld zu kreieren und ausreichend

große Summen zur Verfügung zu stellen, greift allerdings nicht. Zum einen kann auch national z.B. das Finanzministerium die Rolle des Lender of Last Resort übernehmen und kurzfristig Finanzmittel gewähren. Dazu kann es auf eigene Mittel zurückgreifen oder sich kurzfristig verschulden. Der IWF könnte ebenso auf eigene Reserven und die seiner Geldgeber zurückgreifen, um diese Rolle zu erfüllen, wie z.B. im Fall von Mexiko geschehen. Zum anderen kann er die Rolle der Koordination von privaten Maßnahmen übernehmen, wie dies die amerikanische Zentralbank im Fall des drohenden Zusammenbruchs des Hedge-Fonds LTCM 1998 getan hat. Hier wurde nicht die Zentralbank selbst als Kreditgeber tätig, sondern als Organisator einer privaten Rettungsaktion durch Banken.

Dass die Entwicklung des IWF hin zu einem Lender of Last Resort zusätzlichen Moral hazard erzeugen würde, ist ebenfalls nicht sicher. Zum einen ist die Kreditvergabe, so wie bereits heute, mit Auflagen verbunden, was die Versuchung, eine solche Situation mutwillig herbeizuführen, erheblich einschränken sollte. Die Strafzinsen, die mit einer solchen Aktion verbunden sind, sind ein weiterer Aspekt, der dieses Risiko verringern kann.<sup>12</sup>

Keine Alternative dafür sind die vom IWF im Zuge der letzten Krisen kurzzeitig geschaffenen Contingent Credit Lines (CCL). Sie kamen zwar den Kritikern seines Verhaltens weit entgegen, da die bereitgestellten Mittel an zuvor zu erfüllende Verhaltensregeln, wie geringe Defizite und stabile makroökonomische Politiken, gebunden waren, um das moralische Risiko zu verringern. Leider hatten die

<sup>9</sup> Letzteres wurde vom Bundesbankdirektionsmitglied E. Meister vorgeschlagen (Frankfurter Allgemeine Zeitung, 14. Februar 2007). Allerdings ist zu beachten, dass Ratingagenturen in der Vergangenheit bei der Vorhersage von Krisen nicht sehr erfolgreich waren (vgl. H. Reisen, J. von Maltzan: Boom and Bust and Sovereign Ratings, in: International Finance, 2, 1999, S. 273-293). Allgemein dazu: R. Rajan, a.a.O.

<sup>10</sup> Siehe F. Mishkin: The Next Great Globalization, Princeton 2006.

<sup>11</sup> Die klassische Quelle ist W. Bagehot: Lombard Street, London 1873. Dafür spricht sich auch der ehemalige Vize-Chef des IWF S. Fischer aus. Vgl. S. Fischer: On the Need for an International Lender of Last Resort, in: Journal of Economic Perspectives 13/4 (1999), S. 85-104.

<sup>12</sup> S. Fischer, a.a.O.



CCL den Schönheitsfehler, dass sie von niemandem in Anspruch genommen wurden, da man befürchtete, ein Abrufen der Mittel würde auf eine bevorstehende Krise hindeuten, was sie wiederum mit großer Wahrscheinlichkeit hervorrufen würde. Die Idee einer automatischen Kontrolle im Sinne einer vorherigen Qualifizierung ist ohnehin eine unrealistische Vorstellung, da kaum alle Eventualitäten ausreichend spezifiziert werden können und somit immer diskretionärer Spielraum bleiben wird.<sup>13</sup>

Schließlich mahnen die G7 Reformen beim IWF an und fordern eine Umschichtung der Stimmrechtsquoten und eine Verbesserung der Überwachung. Beides ist richtig, greift aber wiederum zu kurz. Das viel beschworene moralische Risiko, das z.B. durch die Mexiko-Krise entstanden sein soll, ist nicht zuletzt auf das starke (amerikanische) Interesse an der Unterstützung des Landes zurückzuführen. Eine Entpolitisierung der Entscheidungsfindung beim IWF würde entscheidend helfen, Regeln besser durchzusetzen und damit auch glaubwürdiger zu signalisieren, dass Ländern nur unter bestimmten Umständen geholfen wird. Zwar wird der IWF immer ein Interesse an der Stabilität des internationalen Finanzsystems haben, aber dies impliziert nicht automatisch die Unterstützung einzelner Länder. So wie auch nationale Lender of Last Resort eine Garantie für das System übernehmen, aber einzelne Banken durchaus in Konkurs gehen lassen, so ist dies auch für einzelne Länder denkbar. Es ist durchaus realistisch, dass der IWF seine Unterstützung Ländern gewährt, die von Ansteckungseffekten bedroht sind, aber

den Auslösern einer Krise im Zweifelsfall nicht hilft.

All dies wäre einfacher ohne politischen Einfluss. Eine Anpassung der IWF-Quoten, die bereits Thema bei der Herbsttagung von IWF und Weltbank im letzten Jahr war, kann ein Schritt in diese Richtung sein. Eine Abwertung der Rolle der USA zugunsten großer Schwellenländer würde helfen, ihre politische Dominanz zu reduzieren. Allerdings ist momentan die Bereitschaft der USA, ihre Sperrminorität aufzugeben, nicht sehr groß. Stattdessen schwebt ihnen wohl eher eine Reduktion des Einflusses der Europäer vor, indem diese ihre Stimmrechte zusammenlegen. Das ist zwar grundsätzlich sinnvoll, sollte aber einhergehen mit einer grundlegenden Neuverteilung der Stimmrechte, die auch die Rolle der USA abschwächt.

Sollte dies nicht gesehen, läuft der IWF Gefahr, marginalisiert zu werden.<sup>14</sup> Mehr und mehr Schwellenländer versuchen, eigene regionale Abkommen zur finanziellen Zusammenarbeit und Krisenhilfe zu schaffen (so wie in Asien mit der Chang-Mai-Initiative) und damit dem Einfluss des IWF zu entkommen. Sicher ist die Auflagenpolitik ein wichtiger Grund dafür; bedenkenswert sind jedoch die deutlich werdenden Zweifel an der Legitimation des Fonds. Die sind nicht unbedingt mit den Auflagen per se verbunden, wohl aber damit, dass die Ungleichgewichte der Machtverteilung zunehmend wahrgenommen und abgelehnt werden. Hier besteht erheblicher Reformbedarf, will man nicht riskieren, dass der IWF seine Bedeutung verliert und damit auch seine Funktion als Stabilisator des Finanzsystems. Da

er zumindest momentan alternativlos ist, kann dies kaum gewünscht werden.

### Fazit

Die Punkte, die die G7 angesprochen haben, deuten darauf hin, dass sie sich der zunehmenden Probleme der Finanzmärkte bewusst sind. Die konkreten Schritte hingegen, die nötig wären, sind bislang ausgeblieben. Stattdessen wird Energie darauf verwendet, Schuldige für Ungleichgewichte zu benennen, die kaum allein verantwortlich sind. Eine gerechtfertigte Aufwertung des Yuan wird nicht ausreichen, Ungleichgewichte zu reduzieren; hierzu sind auch die Industrieländer selbst gefordert.

Was die Stabilität und Regulierung der Finanzmärkte angeht, so hat man den Eindruck, es wird zu wenig und zu spät agiert. Finanzmärkte sind aufgrund von Informationsproblemen unvollkommen, und diese Unvollkommenheit gibt Anlass zur Regulierung, wobei eine starke Einschränkung der Kapitalströme weder wünschenswert noch praktikabel ist. Eine Verlängerung der Fristen von Kapitalanlagen, die Möglichkeit für Schwellenländer, sich in eigener Währung zu verschulden, und die Einführung von Kollektivklauseln in Wertpapieren sind zwar wichtige Schritte, aber nötig wäre ein stärkeres Bemühen um institutionelle Anpassungen. Die nächste Finanzkrise kommt gewiss, und sie sollte die internationale Finanzarchitektur stabiler vorfinden als in der Vergangenheit. Das erfordert individuelle Anstrengungen einzelner Länder, aber auch kollektive Maßnahmen. Die G7 wären der richtige Rahmen, um diese in Zusammenarbeit mit wichtigen Schwellenländern voranzutreiben.

<sup>13</sup> B. Eichengreen, a.a.O.

<sup>14</sup> So der Gouverneur der Bank of England, M. King: Reform of the International Monetary Fund, in: Bank of England Quarterly Bulletin, Frühjahr 2006, S. 83-89.

Andreas Hoffmann, Gunther Schnabl

## Geldpolitik, vagabundierende Liquidität und platzende Blasen in neuen und aufstrebenden Märkten

Krisen gehören zum kapitalistischen System wie die Sünde zur Religion.“ Dem Leser des Buches „Manias, Panics and Crashes“ des Wirtschaftshistorikers Charles Kindleberger<sup>1</sup> wird deutlich, dass es spekulative Übertreibungen und Krisen seit jeher gegeben hat: die Weltwirtschaftskrise des 20. Jahrhunderts, die Gründerzeitkrise unter Bismarck oder die Tulpenmanie im 16. Jahrhundert. Immer wieder sind Blasen entstanden, die von Euphorie genährt sich schließlich in kollabierenden Vermögenspreisen und einer Welle von Bankrotten entladen haben.

Obwohl ex post Spekulationsblasen leicht identifizierbar sind, werden diese ex ante mehrheitlich nicht erkannt und vom Glaube getragen, dass der rechtzeitige Ausstieg vor dem Platzen der Blase möglich sei oder dem rasanten Aufstieg die weiche Landung folgen werde. Entscheidend sind irrationale Faktoren wie Herdenverhalten („Monkey see, monkey do“) oder das Unwohlsein, den Nachbar reich werden zu sehen. Obwohl Kindleberger anerkennt, dass Krisen am Ende von Spekulationswellen nicht prognostizierbar sind, identifiziert er zwei Faktoren, die diese wahrscheinlicher machen. Zum einen seien Spekulationswellen mit positiven wirtschaftlichen Erwartungen verbunden. Zum anderen sei reichlich Liquidität im Spiel, die den Nährboden der Übertreibungen bilde.

Beide Faktoren gelten für die Weltwirtschaft seit Mitte der 80er Jahre. Einerseits tendierten die

<sup>1</sup> Vgl. Charles Kindleberger: *Manias, Panics, and Crashes*, New York et al. 2000.

Zentralbanken in den großen Volkswirtschaften zu großzügiger Liquiditätsversorgung, andererseits waren in den neuen und aufstrebenden Märkten in den Industrieländern, Ostasien und Osteuropa die wirtschaftlichen Perspektiven positiv. Aus Kindlebergers Sicht überrascht es deshalb nicht, dass auch die Krisen zugenommen haben: das Platzen der japanische Blase (1989), die Tequila-Krise (1994), die Asienkrise (1997/98), die japanische Finanzmarktkrise (1998), die Russlandkrise (1998), das Platzen der New-Economy-Blase in den USA und anderen (entwickelten) Volkswirtschaften (2000), der drohende Konkurs des LTCM Hedge Fonds (2001).

Seit dem Jahr 2002 ist es auf dem Krisenparkett ruhig geworden. Doch seitdem die Zinsen in den USA und dem Eurogebiet angestiegen sind, herrscht Nervosität. China, Ungarn, die Türkei und die baltischen Staaten werden als mögliche Krisenherde gehandelt.

### Liquidität und Inflation

Seit Mitte der 80er Jahre ist die weltweite Liquiditätsversorgung angestiegen. Sie entsprang den großen Kapitalmärkten in Japan, den USA und dem Eurogebiet und wurde – insbesondere von einer schnell wachsenden Anzahl von Hedge-Fonds – in eine steigende Anzahl von neuen und aufstrebenden Märkten getragen.

Zunächst begann die japanische Zentralbank Mitte der 80er Jahre die Zinsen zu senken. Ende der 90er Jahre hatte der japanische Geldmarktzins den Nullpunkt erreicht (vgl. Abbildung 1).

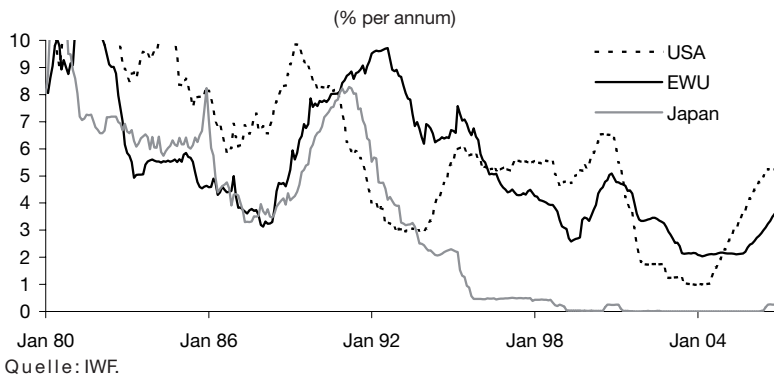
Internationale Investoren (Hedge-Fonds) nahmen in Japan Kapital zu günstigen Konditionen auf und legten dieses in Hochzinsländern (meist aufstrebenden Märkten) an. Die Gewinne aus solchen Carry Trades waren auch ohne großes Währungsrisiko, weil Japan und die meisten Empfängerländer den Wechselkurs gegenüber dem US-\$ stabilisierten. Die aufstrebenden Märkte profitierten von sinkenden Zinsen und Boomphasen, die die Kredit-Ratings der Länder deutlich verbesserten und so zusätzliche Kapitalzuflüsse induzierten.

Zu der Liquiditätsschwemme in Japan gesellte sich die Ära Greenspan. Als kurz nach dem Amtsantritt des neuen US-Notenbankpräsidenten im Oktober 1987 die Kurse am New York Stock Exchange plötzlich drastisch zu fallen begannen, reagierte Greenspan mit einer raschen Liquiditätsausweitung, um die Verluste der Finanzinstitute zu decken. Wäre ein Geldinstitut ins Wanken gekommen, hätte eine Kettenreaktion das ganze Finanzsystem in Gefahr gebracht.<sup>2</sup> Dieses Muster blieb während der fast 20jährigen Amtszeit von Greenspan unverändert. Zuletzt wurde nach dem Platzen der New-Economy-Blase im Jahr 2000 das US-Zinsniveau auf einen historischen Tiefstand gesenkt (vgl. Abbildung 1).

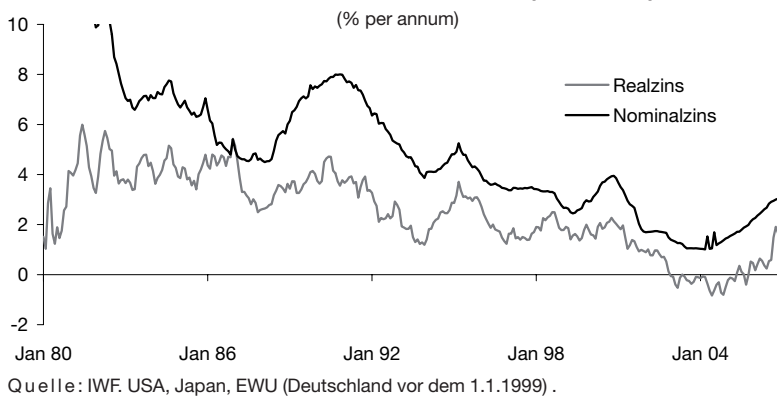
Die Europäische Zentralbank, die in der Tradition der „inflationaversen“ Deutschen Bundesbank steht, folgte zögerlich. Zwar senkte sie in den Jahren 2000 bis 2003 die Zinsen weit weniger als die Fede-

<sup>2</sup> Vgl. Bob Woodward: *Greenspan. Dirigent der Weltwirtschaft*, Hamburg, Wien 2000.

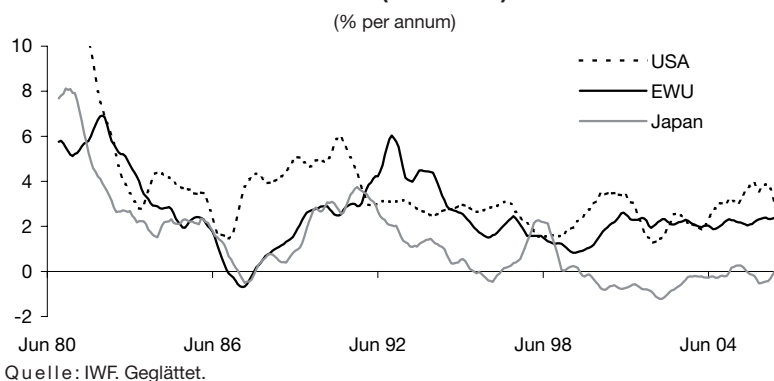
**Abbildung 1**  
**Nominaler Geldmarktzins (monatlich)**



**Abbildung 2**  
**Durchschnittlicher Geldmarktzins (monatlich)**



**Abbildung 3**  
**Inflation (monatlich)**



ral Reserve, doch wurden auch in Europa historisch niedrige Zinsen auf den Geld- und Kapitalmärkten verzeichnet (vgl. Abbildung 1).

Das weltweite Zinsniveau fiel rasant und erreichte im Sommer 2004 seinen historischen Tiefstand. Die realen Zinsen wurden negativ (vgl.

Wirtschaftsdienst 2007 • 4

Abbildung 2). Der Carry Trade, die Jagd nach Renditen und die Prosperität der Hedge-Fonds erreichten neue Rekorde.

Im Gegensatz zu den 70er Jahren, als die schnell wachsende Liquidität in den Industriestaaten zu Inflation und Stagnation führte, wa-

ren die Zinssenkungen in den großen Volkswirtschaften seit Mitte der 80er Jahre nur bedingt mit Inflation verbunden. In Japan herrschte in den 90er Jahren Deflation, die Inflation im Eurogebiet bewegte sich nahe am Zielwert von 2%, in den USA nur wenig darüber (vgl. Abbildung 3). Isoliert betrachtet rechtfertigte die moderate Inflation relativ expansive Geldpolitiken auch deshalb, weil sich der Fokus der geldpolitischen Zielsetzungen von der Geldmenge auf die Inflationsraten verlagerte.

Stattdessen waren aber Blasen auf den Aktien- und Immobilienmärkten zu beobachten, die entweder in den großen Volkswirtschaften selbst oder in (Gruppen von) aufstrebenden Märkten auftraten. Platze die Blase in einer Region, tauchte diese anderorts wieder auf: Blasen vagabundierten z.B. von Japan nach Ostasien, von Ostasien in die neuen Märkte der Industrieländer und von den neuen Märkten nach Osteuropa und China.

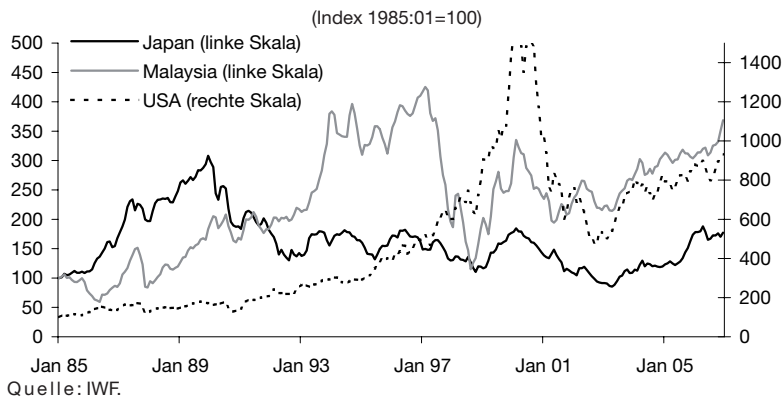
### Die monetären Überinvestitionstheorien nach Hayek und Wicksell

Der Einfluss der wachsenden Liquidität in den großen Volkswirtschaften auf die weltweiten Aktien- und Immobilienpreise lässt sich mit Hilfe der monetären Überinvestitionstheorien von Hayek<sup>3</sup> und Wicksell<sup>4</sup> analysieren, die konjunkturelle Schwankungen mit einer „perversem Elastizität des Kreditsystems“ (Hayek) bzw. „Notenbankfehlern“ (Wicksell) erklären. Am Anfang des monetären Überinvestitionszyklus steht der Anstieg der internen Verzinsung der Unternehmen, z.B. durch die Entdeckung neuer Produktionstechnologien (wie im Falle der New Economy)

<sup>3</sup> Vgl. Friedrich Hayek: Geldtheorie und Konjunkturtheorie, Salzburg 1976.

<sup>4</sup> Vgl. Knut Wicksell: Geldzins und Güterpreise, München 2005.

**Abbildung 4**  
**Aktienmärkte in Japan, Malaysia, USA**



oder neuer Märkte und Produktionsstandorte (wie derzeit in China oder Osteuropa). Die Investitionen und die Nachfrage auf dem Kapitalmarkt steigen.

Nach Wicksell kommt es zur Überinvestition, da die Notenbank die zusätzliche Kapitalnachfrage durch Geldschöpfung finanziert anstatt den Leitzins anzuheben. Da die private Ersparnis bei konstantem Zins unverändert bleibt, übersteigen die Investitionen das Sparen. Zunächst nährt die zusätzliche Liquidität den Aufschwung, in dessen Verlauf auch Investitionsprojekte mit niedrigen (erwarteten) Renditen finanziert werden. Löhne und Konsum steigen, Produktionsreserven werden mobilisiert. Schließlich steigen die Konsumentenpreise.

Nach Schumpeter<sup>5</sup> können sich im Aufschwung auf der Basis von Erwartungen die Preise von Aktien und anderen realen Aktiva wie Immobilien von der realen Wirtschaftsentwicklung lösen. Es kommt zur Spekulation: „In dieser sekundären Welle [...] gewinnt die spekulative Antizipation schließlich Eigenbedeutung, wird das Prosperitätssymptom schließlich in der bekannten Weise selbst wieder

<sup>5</sup> Vgl. Joseph Schumpeter: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, Berlin 1997.

Prosperitätsfaktor.“<sup>6</sup> Ziehen dann wegen zunehmender Liquiditätsknappheit die Zinsen an – zum Beispiel ausgelöst durch eine restriktive Geldpolitik, um die inflationäre Entwicklung unter Kontrolle zu halten –, dann können sich Sachinvestitionen und spekulative Anlagen als überdimensioniert herausstellen. Investitionsprojekte, die zum bisherigen Zins noch rentabel waren, werden abgebrochen. Die unausweichliche Strukturbereinigung zieht Unternehmen, Konsumenten und Finanzinstitute in den Strudel der Krise.

#### „Boom-and-Bust Cycles“ in Ostasien

Obwohl Wicksell und Hayek in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts ihre Modelle auf geschlossene Volkswirtschaften zugeschnitten haben, lassen sich diese auf die heutigen internationalen Kapitalmärkte übertragen, wo die Geldschöpfung in den großen Volkswirtschaften über die internationalen Kapitalmärkte das Zinsniveau in „aufstrebenden Märkten“ trotz drohender Überhitzung niedrig hält. Da Ostasien in den letzten Jahrzehnten sehr gute wirtschaftliche Perspektiven aufzuweisen hatte, ist es nicht verwunderlich, dass gerade dort wiederholt spe-

<sup>6</sup> Ebenda.

kulative Übertreibungen zu beobachten waren.

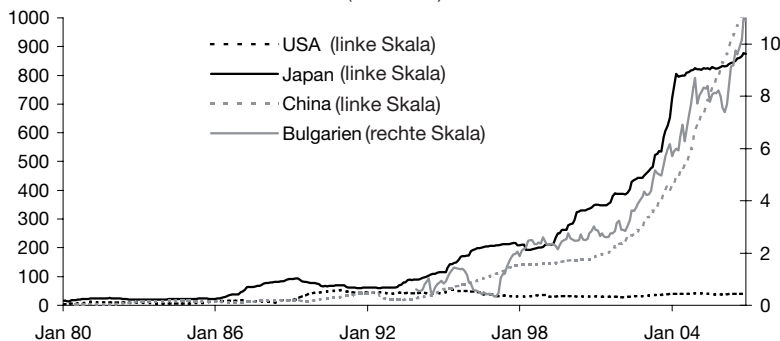
Die erste große Blase entstand Mitte der 80er Jahre in Japan in einer Phase der Euphorie bezüglich der japanischen Exporterfolge, die sich in einem großen Handelsüberschuss gegenüber den USA widerspiegelten. Der Versuch, das Handelsungleichgewicht zwischen beiden Ländern durch eine starke Aufwertung des Yen (Plaza Abkommen im September 1985) und später durch eine expansive Geldpolitik Japans (Louvre Abkommen im Februar 1987) zu reduzieren,<sup>7</sup> bildete die Grundlage der japanischen Bubble Economy.

Nachdem die japanische Zentralbank 1986 und 1987 sukzessive die Zinsen gesenkt hatte, um die Aufwertung abzdämpfen (vgl. Abbildung 1), beflügelte die Liquiditätsausweitung auf dem Kapitalmarkt die Spekulation auf den Aktien- und Immobilienmärkten (vgl. Abbildung 4). Zwischen 1984 und 1989 verdreifachten sich die Kurse an der Tokioter Börse, und der Grundstückswert des kaiserlichen Palastes näherte sich dem von ganz Kalifornien an.<sup>8</sup> Das Platzen der Blase im Dezember 1989 wurde wie im Modell Wicksells von der Zentralbank ausgelöst, die durch Zinserhöhungen die irrationale Euphorie auf den Anlagemärkten zu bremsen suchte (vgl. Abbildung 1). Die Folge war nicht nur die verlorene Dekade der japanischen Volkswirtschaft in den 90er Jahren, sondern auch der Export der Blase in Japans kleine Nachbarstaaten. In Abbildung 4 repräsentiert Ma-

<sup>7</sup> Vgl. Gunther Schnabl: Leistungsbilanz und Wirtschaftspolitik – das Beispiel Japan, Baden-Baden 2000.

<sup>8</sup> Vgl. Gunther Schnabl, Joachim Starbatty: Im Strudel der japanischen Krise: Die Weltkonjunktur ist bedroht. Die Strukturprobleme Japans werden mit einem nachfragepolitischen Kraftakt zementiert, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 22.8.1998, S. 13.

**Abbildung 5**  
**Devisenreserven (monatlich)**  
(Mrd. US-\$)



Quelle: IWF.

laysia den Anlagenboom in den ostasiatischen Tigerstaaten.

Die Bank of Japan begegnete der nachhaltigen Stagnation mit starken Zinssenkungen (vgl. Abbildung 1), die zwar nicht die japanische Wirtschaft zurück auf den Wachstumspfad bringen konnten – da sie die Restrukturierung des maroden Finanzmarktsektors verzögerten<sup>9</sup> –, aber den Carry Trade beschleunigten. Die Not leidenden japanischen Finanzinstitute und internationale Hedge-Fonds nahmen in Japan zu niedrigen Zinsen Kapital auf, um es in den kleinen ostasiatischen Hochzinsländern anzulegen. Da die ostasiatischen Tigerstaaten den Wechselkurs gegenüber dem US-\$ stabilisierten, schien das Risiko beschränkt.

In Indonesien, Korea, Malaysia, den Philippinen und Thailand begünstigten die internationalen Kapitalzuflüsse neue Übertreibungen, die 1997 in die Asienkrise mündeten (vgl. Abbildung 4). Im Gegensatz zur japanischen Bubble wurde die Krise in Ostasien nicht durch die Zentralbanken ausgelöst. Wie bei Hayek begann der private Finanzsektor die Liquidität zu ver-

knappen,<sup>10</sup> als – nicht zuletzt wegen steigender Leistungsbilanzdefizite – das Vertrauen in das ostasiatische Wirtschaftswunder sank. Devisenmarktinterventionen gegen den Abwertungsdruck trieben die Zinsen in die Höhe. Schließlich stürzten die Währungen ab. Da die beträchtliche Auslandsverschuldung in ausländischer Währung denominiert war, kam es unweigerlich zu Finanzmarktkrisen,<sup>11</sup> die nur mit Hilfe des IWF zu bewältigen waren. Es folgte ein schmerzlicher Prozess der strukturellen Bereinigung.

Die Asienkrise machte auch die Abhängigkeit zwischen der Finanzmarktstabilität in den Schuldner- (Japan) und Gläubigerstaaten (Tigerstaaten) deutlich.<sup>12</sup> Mit der Krise in Ostasien litten Japans Exporte und japanische Direktinvestitionen in der Region. Der japanische Bankensektor, der ohnehin unter einer immensen Last fauler Kredite litt, musste neue Kreditausfälle in Südostasien hinnehmen. Die Aktienkurse in Tokio begannen zu fallen. Die japanische Finanzmarktkrise

<sup>10</sup> Vgl. Friedrich Hayek, a.a.O.

<sup>11</sup> Vgl. Ronald McKinnon, Gunther Schnabl: The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin, in: Review of Development Economics, 8, 2004, H. 3, S. 331-360.

<sup>12</sup> Vgl. Gunther Schnabl, Joachim Starbatty, a.a.O.

fand mit dem Bankrott riesiger Finanzinstitute ihren Höhepunkt. Die wirtschaftliche Erholung Japans wurde auf Jahre zurückgeworfen und die Nullzinspolitik (und damit der Carry Trade) verfestigt.

### Die Blasen in den sicheren Häfen

In Zeiten von Finanz- und Währungskrisen in aufstrebenden Märkten sucht das Kapital Zuflucht in den sicheren Häfen der entwickelten Volkswirtschaften. Beflügelt von den Visionen des Internet-Zeitalters begannen die Kurse von Internet- und EDV-Unternehmen in den USA und Europa zu steigen (vgl. Abbildung 6). Yahoo und Google ließen die Unternehmen des alten Marktes als Zwerge erscheinen. Die Gewinne von Investmentbanken und Hedge-Fonds blühten. Alan Greenspan sprach von „irrationaler Überschwänglichkeit“, während er die Zinsen nur zögerlich erhöhte.<sup>13</sup>

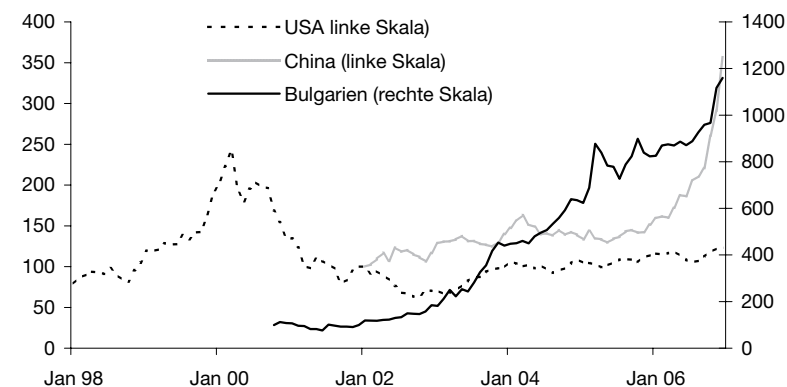
Die Überschwänglichkeit erreichte in den USA ihren Höhepunkt im März 2000. Da der Kursrutsch auf dem neuen Markt enorme Verluste für Banken und Hedge-Fonds (mit entsprechenden Ansteckungseffekten) erwarten ließ, senkte die Federal Reserve den Leitzins sehr schnell auf den historischen Tiefstand von nahe 1% (vgl. Abbildung 1). Da die Europäische Zentralbank weit weniger die Zinsen senkte, mussten Banken und Unternehmen den Verlusten aus der Spekulation mit einschneidenden Restrukturierungen begegnen, die erst vor kurzer Zeit abgeschlossen wurden. Aus der Sicht Hayeks ist dieser Bereinigungsprozess die Grundlage für den derzeitigen Aufschwung im Eurogebiet.

In den USA konnten die Finanzunternehmen hingegen die Verluste aus dem Platzen der New-Eco-

<sup>13</sup> Robert Shiller: Irrational Exuberance, Princeton University Press 2000.

<sup>9</sup> Vgl. Joachim Starbatty: Geldpolitische Hygiene statt keynesianischer Hydraulik – Hayeks Konjunkturtheorie wird im Lichte der jüngsten Finanzkrisen wieder aktuell, in: Handelsblatt vom 16.3.1999, S. 53.

**Abbildung 6**  
**Aktienmärkte in China, USA, Bulgarien**  
 (Index 2002:01=100)



Quelle: IWF, Shang Hai Stock Exchange.

nomy-Blase durch neue Finanzgeschäfte kompensieren. Es entstand die immense US-Immobilienblase.

Das niedrige Zinsniveau in den USA in den Jahren 2001 bis 2005 hatte auch internationale Implikationen. Die expansive Geldpolitik brachte den US-\$ unter Abwertungsdruck, da die privaten Anleger nach lukrativeren Anlagemöglichkeiten (hunt for yield) in den aufstrebenden Märkten suchten. Vor allem die ostasiatischen Staaten, die traditionell ihren Wechselkurs an den US-\$ banden, akkumulierten rasant Dollarreserven (vgl. Abbildung 5).<sup>14</sup> Die daraus resultierende Geldmengenexpansion bildete den Nährboden für neue Boomphasen, nun mit Schwerpunkt auf China (vgl. Abbildung 6).

Das niedrige Zinsniveau in den USA sowie die Zinssenkungen der Europäischen Zentralbank begünstigen ferner Kapitalzuflüsse nach Mittel- und Osteuropa, wo insbesondere in Ländern mit festen Wechselkursen – wie z.B. Bulgarien – die Devisenreserven (vgl. Abbildung 5) sowie Aktien- und Immobilienpreise (vgl. Abbildung 6) nach oben schossen. Die Kapitalzuflüsse spiegeln sich – wie im Falle der

Asienkrise – in hohen Leistungsbilanzdefiziten wider.

Die Entwicklung verlangsamte sich, nachdem ab Sommer 2004 die Federal Reserve und seit Herbst 2005 die europäischen Zentralbank die Zinsen erhöhten und Liquidität absorbierten (vgl. Abbildung 1). Nach Hayek und Wicksell kommt es dann zum Umschwung, wenn das Zinsniveau wieder steigt und die zum niedrigen Zinsniveau getätigten Investitionen einer neuer Messlatte unterworfen werden. Entsprechend sind die Erwartungen bezüglich China, Osteuropa und des US-Immobilienmarktes instabil.

#### Ausblick

Vor allem die Sorge um die US-Immobilienmärkte hat die Zinserwartungen in den USA verändert.<sup>15</sup> Kommt die Rezession in den USA – was der nun Ex-Fed-Vorsitzende Alan Greenspan jüngst als möglich bezeichnet hat –, dann könnte der Leitzins wieder sinken. Auch in Japan könnten die marginalen Zinserhöhungen bereits ihren Höhepunkt erreicht haben, da der politische Widerstand aufgrund der Fragilität der japanischen Wirtschaft wächst. Je expansiver die Geldpolitik in Japan und den USA, desto schwie-

riger wird es auch für die Europäische Zentralbank, den Zins hoch zu halten, da bei steigenden Zinsdifferenzen der Aufwertungsdruck auf den Euro steigt. Dies könnte bedeuten, dass das weltweite Zinsniveau weiter sinkt.

Obwohl damit das Wachstum in den großen Volkswirtschaften stabilisiert würde, wären die langfristigen Perspektiven im Wesentlichen aus drei Gründen ungewiss. Erstens führt die Politik des billigen Geldes in Reaktion auf platzende Spekulationsblasen zu Moral Hazard und einem größeren Anreiz zur Spekulation. Dies bedeutet höhere Volatilität. Zweitens dürfte die erneute Liquiditätszufuhr zu neuen Blasen führen, die wie die Inflation mit höherer Unsicherheit und Umverteilung verbunden sind. Es liegt die Vermutung nahe, dass aufgrund von asymmetrischer Information im Aufschwung insbesondere Hedgefonds profitieren, während im Abschwung überwiegend die kleinen Anleger Verluste realisieren.

Drittens muss nach Hayek den spekulativen Verwerfungen im Aufschwung die strukturelle Bereinigung im Abschwung folgen, um die Wirtschaft nachhaltig zurück auf den Wachstumspfad zu bringen. Werden Zinsen gesenkt, um Anpassungslasten zu verhindern, dann kann zwar eine Rezession vermieden werden, doch werden – wie in Japan – strukturelle Verkrustungen zementiert.

Langfristig ist eine Welt von fast kostenloser Liquidität und negativer Realzinsen nur schwer vorstellbar. Eine restriktivere Geldpolitik vor allem der Bank of Japan, aber auch der Federal Reserve scheint deshalb auf die lange Frist unumgänglich. Spätestens dann treten die strukturellen Verzerrungen zu Tage, die das derzeit sehr niedrige Weltzinsniveau mit sich gebracht haben dürfte.

<sup>14</sup> Vgl. Ronald McKinnon, Gunther Schnabl, a.a.O.

<sup>15</sup> Vgl. o.V.: The Trouble with the Housing Market, in: Economist vom 24.3.2007, S. 11.