

Frühjahrskonferenz der Deutschen Bundesbank 2010 – Internationale Risikoteilung und globale Ungleichgewichte

Die diesjährige Frühjahrskonferenz der Bundesbank zur internationalen Risikoteilung und den globalen Leistungsbilanzungleichgewichten stand unter dem Eindruck der derzeitigen Finanzkrise. Ziel der Frühjahrskonferenz war es, ein besseres Verständnis dafür zu bekommen, wie weit die stetig gewachsene internationale Finanzmarktintegration sowie globale Ungleichgewichte zur heutigen Krisensituation beigetragen haben. Unter anderem haben die Konferenzbeiträge verdeutlicht, wie das Zusammenspiel aus einer zunehmenden internationalen Finanzintegration und eines unvollkommenen Verständnisses der Innovationen des Finanzsystems einen Beitrag zur gegenwärtigen Finanzkrise geleistet haben. Vor diesem Hintergrund wurde auch über Wege einer verbesserten Regulierung der Finanzsysteme diskutiert, die es ermöglicht, die Vorteile der internationalen Finanzmarktintegration und die damit einhergehende internationale Risikoteilung zu nutzen, ohne in die Gefahr zu kommen, die Finanzkrise zu verstärken.

Unsicherheit ist ein prägendes Merkmal an den Finanzmärkten. Die Notwendigkeit, Entscheidungen unter Unsicherheit über die zukünftige Wirtschaftsentwicklung treffen zu müssen, spielt dabei eine wichtige Rolle. Neue Informationen über die Wirtschaftslage können zur Revision der zuvor getroffenen Entscheidungen führen und dabei auch Aktienpreisschwankungen und Vermögensanpassungen hervorrufen, die Einflüsse auf die Entwicklung der Leistungsbilanzen haben und krisenhafte Entwicklungen an den Finanzmärkten begünstigen können.

Andere Beiträge zeigten, dass die Bedeutung der internationalen Finanzintegration in der jetzigen Krise besser zu verstehen ist, wenn nicht nur Konjunkturzyklen, sondern auch ihr Zusammenwirken mit Finanzmarktschwankungen vertieft analysiert werden. Es wurde deutlich, dass Notenbanken eine wichtige Rolle bei der Fortentwicklung und Anwendung eines regulatorischen Rahmens des internationalen Finanzsystems spielen sollten. Jedoch wurde auch hervorgehoben, dass die Geldwertstabilität als primäres Ziel der Notenbanken anzusehen ist, das durch andere Aufgaben nicht beeinträchtigt werden darf. Die Konferenz bemühte sich schließlich auch darum, ein tieferes Verständnis der Rolle der Geld- und Fiskalpolitik bei der Bewältigung der Krise zu fördern.

Einleitung

Integrierte Finanzmärkte erlauben Diversifizierung des Einkommensrisikos der Haushalte

Die Globalisierung und zunehmende Integration der internationalen Finanzmärkte sowie die mit diesem Prozess einhergehenden Entwicklungen in den nationalen Leistungsbilanzen haben bedeutende wirtschaftliche Vorteile. Eine erhöhte, länderübergreifende Finanzmarktintegration ermöglicht es beispielsweise Inländern, ausländische Finanzanlagen zu halten und sich gegen mögliche Einkommensrisiken aufgrund landesspezifischer Konjunkturschwankungen abzusichern. Des Weiteren können Inländer Ersparnisse in ausländischen Wertpapieren aufbauen, wenn das etwa die demographische Entwicklung ihres Landes nahelegt. Folglich unterstützt eine erhöhte internationale Finanzmarktintegration die Diversifizierung des Einkommensrisikos der Haushalte.

Integrierte Finanzmärkte ermöglichen zudem eine Streuung des Unternehmensrisikos ...

Auf der Seite der Unternehmen ermöglicht eine internationale Diversifizierung eine breitere Streuung des Gewinnrisikos der Unternehmen. Sie versetzt Firmen somit in die Lage, sich trotz höherer Unsicherheiten bezüglich ihrer Nachfrage, Kosten und Gewinne auf bestimmte Projekte zu spezialisieren.

... und eine effizientere Investitionstätigkeit

Vorteile auf der Unternehmensebene ergeben sich auch daraus, dass insbesondere in weniger entwickelten Ländern bestimmte Formen von Kapitalflüssen (z. B. ausländische Direktinvestitionen) und damit Produktivitätszuwächse generiert werden können. Des Weiteren können internationale Kapitalflüsse dazu beitragen, dass sich vor allem in den aufstrebenden Ländern der heimische Finanzsektor schneller entwickeln kann. Viele Stu-

dien haben Indizien dafür gefunden, dass dies eine effizientere Investitionstätigkeit fördert. Die aus den oben genannten Szenarien resultierenden Leistungsbilanzentwicklungen verbessern also die Allokation knapper Kapitalgüter, die langfristigen Einkommensperspektiven und folglich die Rückzahlungsfähigkeit der Kapitalnehmenden Länder und damit weltweit den Wohlstand.¹⁾

Schließlich ist mit einer erhöhten internationalen Finanzmarktintegration grundsätzlich auch die Hoffnung auf eine größere Disziplin und Stabilität der Wirtschaftspolitik eines Landes verbunden, da zum Beispiel hohe Haushaltsdefizite oder Inflationsraten durch internationale Kapitalabflüsse „bestraft“ werden können.

Integrierte Finanzmärkte fördern die Disziplinierung der Wirtschaftspolitik

Unter dem Eindruck der Finanz- und Wirtschaftskrise rücken jedoch auch die Risiken und die möglichen wirtschaftlichen Kosten globalisierter und integrierter Finanzmärkte sowie divergierender Leistungsbilanzentwicklungen verstärkt in den Blickpunkt. Dieses Thema ist im Nachklang zu Währungs- und Finanzkrisen nicht neu. So wurde auch nach der Asienkrise Ende der neunziger Jahre die Frage nach den Nachteilen liberalisierter Kapitalmärkte aufgeworfen. Neu an der jüngsten Krise ist jedoch, dass sie mit aller Macht die Kapitalmärkte und Volkswirtschaften der Industrieländer in Mitleidenschaft zog. Die transatlantischen Ansteckungseffekte, die

¹ Die Wohlfahrtsgewinne sind jedoch nur schwer zu quantifizieren; die errechneten Ergebnisse hängen von den modelltheoretischen Annahmen ab (siehe z. B.: K. K. Lewis (1999), Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption, Journal of Economic Literature, 37, S. 571–608).

insbesondere vom amerikanischen Immobilienmarkt ausgegangen sind, haben weltweit tiefe Spuren hinterlassen.

Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass diese Fragen gegenwärtig auch in der wissenschaftlichen Diskussion eine zentrale Rolle einnehmen. Die Bundesbank hat deshalb ihre diesjährige Frühjahrskonferenz den Themenkomplexen Finanzmarktintegration und Leistungsbilanzungleichgewichte gewidmet.²⁾

Der vorliegende Artikel fasst die entsprechenden Beiträge der Konferenz anhand der folgenden zentralen Fragestellungen zusammen:

- Welche Bedeutung hatte das internationale Finanzsystem und die Finanzintegration für die derzeitige Finanzkrise?
- Welche Rolle spielten die globalen Ungleichgewichte in der jetzigen Finanzkrise?
- Welche Lehren soll die Geld- und Fiskalpolitik aus der internationalen Dimension der Finanzkrise ziehen?
- Wie kann das internationale Finanzsystem besser reguliert werden, ohne dass die Vorteile der internationalen Finanzintegration verloren gehen?

Die Rolle der Finanzmarktintegration in der Finanzkrise

Neue Einblicke bezüglich der ersten Frage zur Bedeutung der internationalen Finanzintegration und des Finanzsystems für die derzeitige Finanzkrise haben Konferenzbeiträge von Boz und Mendoza³⁾ sowie Bacchetta, Tille und van Wincoop⁴⁾ gegeben.

Beide Beiträge verwenden allgemeine Gleichgewichtsmodelle, bei denen die Entscheidungen der Anleger wesentlich von den Erwartungen über die unsichere Zukunft abhängen und auch die Welt von heute nur unvollständig verstanden wird. Dementsprechend müssen Anleger versuchen, aus neuen Erfahrungen und Informationen zu lernen. Neue Informationen führen in diesem Rahmen unter Umständen zu merklichen Revisionen der zuvor getroffenen Entscheidungen, die dann gravierende Folgen für die Finanzmärkte und auch die reale Wirtschaft haben können. Auch bei anderen auf der Konferenz vorgestellten Arbeiten haben Entscheidungen unter Unsicherheit und unvollständiger Information und die Möglichkeit zu lernen eine wichtige Rolle gespielt. Diese neue Generation von theoretischen Modellen ist besser in der Lage Krisen zu erklären als frühere Gleichgewichtsmodelle, die von vollständiger Information ausgegangen sind.

² Ein vollständiges Programm der Konferenz und die einzelnen Beiträge sind auf der Internetseite der Bundesbank verfügbar unter http://bundesbank.de/vfz/vfz_konferenzen_2010.php.

³ E. Boz und E. Mendoza (2010): Financial Innovation, the Discovery of Risk, and the US Credit Crisis.

⁴ P. Bacchetta, C. Tille und E. van Wincoop (2010): Rational Risk Panics.

Unvollkommenes Verständnis der Innovationen im Finanzsystem

Boz und Mendoza analysieren in ihrer Arbeit die Bedeutung der neuen Finanzprodukte für die US-amerikanische Finanzkrise. Die Autoren zeigen, dass unzureichende Kenntnis über die tatsächlichen Ausfallwahrscheinlichkeiten der neuen Finanzderivate dazu geführt hat, dass deren Risiko unterbewertet wurde. Boz und Mendoza illustrieren, wie dies zu einem Überoptimismus auf den Finanzmärkten führen kann. Die Folge ist eine teilweise, unbewusste Vernachlässigung der wirtschaftlichen Fundamentaldaten bei der Urteilsfindung und eine übermäßige Kreditaufnahme. Der im weiteren Verlauf einsetzende Lernprozess und die folgende Anpassung führten zu einer Kreditklemme, einem starken Anstieg der Ersparnisse und einem Einbruch im Konsum.

Eigenkapitalquote und Finanzmarktschwankungen

Bacchetta, Tille und van Wincoop heben die Bedeutung von Finanzinstituten mit geringem Eigenkapital für die Finanzstabilität hervor, indem sie zeigen, dass solche Institute die Risikowahrnehmung der Investoren über den Zustand des Finanzsystems entscheidend beeinflussen können. Eine Reduzierung des Eigenkapitals dieser Institute vermindert die Liquidität und erhöht die Volatilität an den Finanzmärkten. Zudem wird die Wahrscheinlichkeit einer Finanzkrise unter diesen Umständen als höher eingeschätzt, was dann zu Panikreaktionen an den Finanzmärkten führt. Interessant ist, dass in diesem Rahmen eine Krise als unerwünschtes Gleichgewicht der modellierten Volkswirtschaft – und nicht etwa als exogenes Ereignis – erklärt werden kann.

Die beiden Konferenzbeiträge legen nahe, dass die internationale Finanzintegration im

Zusammenwirken mit Innovationen des Finanzsystems, wie wir sie in den letzten Jahren beobachtet haben, die gegenwärtige Finanzkrise gefördert haben. Insbesondere das unvollkommene Verständnis der Beschaffenheit neuer Finanzinstrumente und eine geringe Ausstattung von Banken mit Eigenkapital waren demnach wichtige Faktoren. Eine Erhöhung der Eigenkapitalquote von Finanzinstituten sowie die Anhebung der Liquiditätserfordernisse, wie sie zurzeit diskutiert werden, sind mögliche Konsequenzen, die aus den beiden Forschungsbeiträgen abgeleitet werden können.

Um die Rolle der internationalen Finanzintegration in der jetzigen Krise besser bewerten zu können, ist auch ein tieferes Verständnis des Zusammenspiels von Konjunkturzyklen und Finanzmarktschwankungen notwendig. Die Forschungsarbeiten von Claessens, Kose und Terrones⁵⁾ sowie Kumar, Pavlova und Rigobon⁶⁾ haben hierzu einen wichtigen Beitrag geleistet.

Claessens, Kose und Terrones untersuchen den empirischen Zusammenhang zwischen Konjunktur- und Finanzmarktentwicklung. Die Autoren illustrieren im Detail anhand der Erfahrungen aus vielen Ländern, wie starke Auf- und Abschwünge im Konjunkturzyklus mit erheblichen Finanzmarktschwankungen und Aktienpreisveränderungen einhergehen. Unter anderem bestätigt sich der aus anderen Studien bekannte Befund, dass bei einem Zu-

Zusammenspiel von Konjunkturzyklen und Finanzmarktschwankungen

5 S. Claessens, A. Kose und M. Terrones (2010): How do Business and Financial Cycles Interact?

6 P. Kumar, A. Pavlova und R. Rigobon (2010): Structural Estimation of Systemic Risk.

sammentreffen von realen und finanziellen Problemen Konjunkturabschwünge häufig besonders tief und lang sind.

Systemisches Risiko auf dem internationalen Finanzmarkt

Kumar, Pavlova und Rigobon heben die Rolle des systemischen Risikos in Form erhöhter „Ansteckungsrisiken“ auf den international hoch integrierten Finanzmärkten hervor. Die Autoren entwickeln ein strukturelles Maß, um die Bedeutung des systemischen Risikos auf den globalen Finanzmärkten ermitteln zu können. Sie zeigen, dass die „Ansteckungsrisiken“ einen hohen Erklärungsbeitrag für das Ausmaß der US-Häusermarktkrise haben. In diesem Sinne hilft uns ein tieferes Verständnis über das Entstehen von „Ansteckungsrisiken“ in integrierten Finanzmärkten weiter, Risiken künftiger Krisen besser vorherzusehen und diese schneller und effektiv einzudämmen.

Die Rolle der Leistungsbilanzungleichgewichte in der Finanzkrise

Die Forschungsbeiträge von Fratzscher und Straub⁷⁾, Ghironi und Stebunovs⁸⁾ sowie Hoffmann, Krause und Laubach⁹⁾ haben neue Einsichten zur Frage der Bedeutung außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte in der jetzigen Finanzkrise erbracht.

Revision der Wachstumserwartungen und ihre Folgen

Hoffmann, Krause und Laubach heben die Bedeutung der Wachstumserwartungen für die Entwicklung der globalen Ungleichgewichte hervor und zeigen, wie Revisionen dieser Erwartungen zur derzeitigen Finanzkrise beigetragen haben. Die ungünstigeren Wachstumserwartungen in den USA nach

2005 führten danach zu substanziellen Anpassungen des Gegenwartswertes des Vermögens, einem Rückgang im Konsum, der Investitionen sowie des Produktionsniveaus und einer Verbesserung der Leistungsbilanz. Der vorherige Prozess eines sich bei günstigen Wachstumserwartungen aufbauenden Leistungsbilanzdefizits im Vorfeld der Krise kehrte sich damit abrupt um. Aus dieser Sicht war die gegenwärtige Krise zum Teil einer Revision des Gegenwartswertes des Vermögens geschuldet, und die hohen Leistungsbilanzungleichgewichte waren Vorboten dieser Entwicklung. Das schließt keineswegs aus, dass auch die internationalen Finanzmärkte wesentlich zur Krise beigetragen haben, unter anderem, weil sie nicht rechtzeitig Zweifel an übertriebenen Wachstumserwartungen signalisiert haben.

Ein komplementäres Ergebnis zeigt sich in der Forschungsarbeit Ghironis und Stebunovs. Danach können Fortentwicklungen im Finanzsystem zu Effizienzgewinnen und Produktivitätssteigerungen führen und somit internationale Kapitalzuflüsse fördern. Die Autoren zeigen insbesondere, dass ein effizienteres Bankensystem mehr Firmenneugründungen ermöglicht. Die Markteintritte neuer Unternehmen führen zu einer erhöhten Arbeitsnachfrage, höheren Arbeitskosten sowie einer realen Aufwertung und einem Leistungsbilanzdefizit. In dieser Interpretation ist der Anstieg des US-Leistungsbilanzdefizits in

Deregulierung des Bankensystems

7 M. Fratzscher und R. Straub (2010): Asset Prices, News Shocks and the Current Account.

8 F. Ghironi und V. Stebunovs (2010): The Domestic and International Effects of Interstate US Banking.

9 M. Hoffmann, M. Krause und T. Laubach (2010): Real Causes of the Global Economic Crisis.

den neunziger Jahren zum Teil auf eine Deregulierung des Bankensystems der Vereinigten Staaten zurückzuführen. In welchem Maße die Effizienzgewinne tatsächlich in nachhaltige Produktivitätssteigerungen umgewandelt wurden, ist aus heutiger Sicht freilich kritischer zu sehen als zur Zeit der beginnenden Deregulierung.

Aktienpreisentwicklung und antizipierte Produktivitätsänderung

Auch von Fratzscher und Straub wird die Bedeutung der erwarteten zukünftigen Produktivitätsentwicklungen für die Entwicklung der Leistungsbilanz hervorgehoben. Variationen in Preisen für Aktien und andere Finanzanlagen reflektieren antizipierte Veränderungen in der zukünftigen Produktivität eines Landes und können deshalb den Verlauf der Leistungsbilanz gut miterklären. Somit wird auch hier nochmals eine explizite Verbindung zwischen Finanzmärkten und Leistungsbilanzdynamiken deutlich. Wie eng dieser Zusammenhang ist, hängt aber stark vom Grad der internationalen Handels- und Finanzmarktintegration sowie von der geld- und fiskalpolitischen Ausrichtung eines Landes ab. Vor allem in den USA zeigt sich eine hohe Abhängigkeit der Leistungsbilanz von der Aktienpreisentwicklung.

Lehren für die Geld- und Fiskalpolitik und die Regulierung des internationalen Finanzsystems

Fiskalpolitik in der Liquiditätsfalle

Die dritte Frage, die auf der Frühjahrskonferenz erörtert wurde, bezieht sich auf die Lehren, welche die Geld- und Fiskalpolitik aus der Finanzkrise ziehen kann. Zur Stabilisierung der realwirtschaftlichen Einbrüche

wurde global die Ausrichtung der Geld- und Fiskalpolitik überaus expansiv. In den wichtigsten Währungsräumen erreichte das kurzfristige Zinsniveau historisch niedrige Werte und die diskretionäre fiskalische Stabilisierungspolitik erlebte eine Renaissance. Diesbezüglich auch für die politischen Entscheider relevante Fragen waren in den Jahrzehnten zuvor nicht prominent auf den zentralen Agenden der akademischen Diskussion vertreten gewesen. Vor diesem Hintergrund widmen sich eine Reihe von aktuellen Arbeiten Fragen der klassischen Stabilisierungspolitik. Cook und Devereux¹⁰⁾ beispielsweise untersuchen, wie hoch die fiskalischen Multiplikatoren sind, sowie die mit einer expansiven Fiskalpolitik verbundenen internationalen Ausstrahlungseffekte in einer Krise. Sie zeigen, dass die Fiskalpolitik, verglichen mit „normalen“ Zeiten, starke Nachfragewirkungen in einem Land haben kann, dessen Zinsen nahe null verharren und das sich in einer Liquiditätsfalle befindet, da die sonst anzunehmenden Zins- und Wechselkurseffekte, die die fiskalischen Nachfrageeffekte zumindest zum Teil konterkarieren, hier nur sehr gering sind. Andererseits profitieren andere Länder – im Gegensatz zum „Normalfall“ – wenig von dieser expansiven Fiskalpolitik. Eine wichtige Schlussfolgerung daraus ist, dass eine international koordinierte Geld- und Fiskalpolitik hier kaum zu Wohlfahrtsgewinnen führt. Trotz der prinzipiell starken heimischen Effekte ist aus Wohlfahrtsgesichtspunkten dem Staat aber nicht zu raten, eine konjunkturelle Produktionslücke vollständig zu kompensieren.

¹⁰ C. Cook und M. B. Devereux (2010): International Monetary and Fiscal Coordination in a Liquidity Trap.

Die oben beschriebenen Forschungsbeiträge der diesjährigen Frühjahrskonferenz boten eine gute Grundlage für die letzte Frage, die auf der Tagung aufgeworfen wurde und mit der man sich vom wissenschaftlichen stärker in den politischen Bereich des Themas bewegte: Wie kann das internationale Finanzsystem besser reguliert werden, ohne dass die Vorteile der internationalen Finanzintegration verloren gehen, und welche Aufgabe sollen die Zentralbanken dabei übernehmen? Die Podiumsdiskussion, der Vortrag von IWF-Direktor Vinals und das abschließende Referat von Bundesbankpräsident Weber haben hierzu Wege aufgezeigt.

*Einführung
neuer
Liquiditäts-
vorschriften
und Anreiz-
strukturen*

Es wurde betont, dass es notwendig ist, die Regulierung des internationalen Finanzsystems auf zwei wesentliche Aspekte zu konzentrieren. Zum einen sollte eine Regulierung auf der individuellen Bankenebene im gleichen Maße greifen wie auf der Ebene des Finanzsystems als Ganzes. Im Rahmen der Reform der Regulierung individueller Banken ist es wichtig, das derzeitige BaselII-Reglement um verschiedene Aspekte zu erweitern. Zum einen sollte ein höheres Augenmerk auf striktere Eigenkapitalquoten der Finanzinstitute gelegt werden und zum anderen sollten die Anreize einer erhöhten Risikobereitschaft schon auf der Unternehmensebene intensiver hinterfragt werden. Ein weiterer Aspekt der besseren Regulierung von individuellen Banken beinhaltet die Einführung neuer Liquiditätsanforderungen, welche die Qualität des Eigenkapitals der Banken erhöhen soll. Dazu gehört es auch, dass über den angemessenen Grad der Fremdverschuldung von Banken neu nachgedacht wird.

Vor dem Hintergrund dieser Maßnahmen ist es aber auch erforderlich, die Aktivitäten individueller Banken auf den internationalen Kapitalmärkten nicht so stark einzuschränken, dass es für die Finanzinstitute unmöglich wird, den Nutzen der internationalen Finanzmarktintegration, wie zum Beispiel die Risiko-diversifizierung des Portfolios ihrer Kunden, in ausreichendem Maße wahrnehmen zu können. In diesem Sinne ist es bedeutsam, den optimalen Grad der Finanzmarktregulierung zu finden, um die oben beschriebenen Vorteile wettbewerblicher Märkte und der internationalen Finanzmarktintegration zu internalisieren.

Die globale Struktur des internationalen Finanzsystems macht es notwendig, nicht nur über die Regulierung individueller Banken nachzudenken, sondern auch die Widerstandsfähigkeit des globalen Finanzsystems zu erhöhen. Dies legt es nahe, systemisch relevante Finanzinstitute mit zusätzlichen Eigenkapitalanforderungen zu belegen. Des Weiteren muss eine bessere Finanzmarktinfrastruktur dafür sorgen, dass in Schieflage geratene systemische Banken durch ein besseres Sicherheitsnetz innerhalb des Finanzsystems aufgefangen werden können, ohne dass dadurch eine Gefahr für das gesamte Finanzsystem entsteht.

*Eigenkapital-
anforderungen
für systemisch
relevante
Finanzinstitute*

Bei all diesen Maßnahmen sollte aber auch immer an die Konsequenzen dieser Auflagen gedacht werden. Sollen die positiven Wohlfahrtseffekte der internationalen Risikoteilung und Leistungsbilanzdynamiken in einer globalisierten Welt bestehen bleiben, müssen die externen Effekte der individuellen Ban-

kenregulierung für das globale Finanzsystem berücksichtigt werden und vice versa.

*Die Rolle der
Notenbanken*

Notenbanken haben eine wichtige Rolle bei der Fortentwicklung und Anwendung des regulatorischen Rahmens und der Sicherung stabiler Finanzsysteme. Sie dürfen dabei aber nicht ihre wichtigste Aufgabe, die Sicherung der dauerhaften Geldwertstabilität, vernachlässigen. Die Ausrichtung der Notenbanken

auf Preisstabilität ist die zentrale geldpolitische Errungenschaft der letzten Jahrzehnte. Würde die Geldpolitik über Gebühr in den Dienst der Finanzstabilität gestellt, würde dies die geldpolitische Glaubwürdigkeit langfristig belasten. Deshalb kommt es darauf an, dass die Zentralbank als unabhängige Institution ihre geldpolitischen Ziele klar kommuniziert und verfolgt, um die Inflationserwartungen weiterhin fest zu verankern.