

CDU/CSU-Fraktion des Deutschen Bundestages – Platz der Republik 1 – 11011 Berlin

An die  
Mitglieder der  
Arbeitsgruppe  
**Globalisierung der Finanzmärkte**  
in der  
Enquete-Kommission  
**Globalisierung der Weltwirtschaft**

CDU/CSU-Arbeitsgruppe  
**"GLOBALISIERUNG"**

- Vorsitzender und Sprecher -  
**HARTMUT SCHAUERTE MdB**

- Referent -  
**DIPL. KFM. STEFAN NEUBAUER**

Berlin, 29. November 2001

## **Thema 1**

### **Finanzkrisen und ihre Ursachen**

Stellungnahme der CDU/CSU-Bundestagsfraktion

CDU/CSU-Bundestagsfraktion in der Enquete-Kommission  
„Globalisierung der Weltwirtschaft“

### **Finanzkrisen und ihre Ursachen**

Das äußere Erscheinungsbild von Finanzkrisen ist gekennzeichnet durch eine ausgeprägte Kehrtwende im Verhalten von Investoren und Kreditgebern, verbunden mit einer dramatischen Verschiebung von grenzüberschreitenden Kapitalbewegungen.

Zu einem massiven Umschwung in der Einschätzung eines Landes durch die Teilnehmer an den Finanzmärkten kommt es dann, wenn sie die Fähigkeit eines Landes, den Schuldendienst zu leisten, in Zweifel ziehen oder wenn sie mit einem deutlichen Wertverlust seiner Währung rechnen. Die Tatsache, dass Krisen sich aus Stimmungsumschwüngen an den Finanzmärkten entwickeln, hat mancherorts zu dem Schluss geführt, dass die Akteure an den Märkten die Turbulenzen selbst verursachen. Diese Betrachtungsweise ist aber oberflächlich. Anleger, Kreditgeber und Kreditnehmer treffen Finanzierungs- und Anlageentscheidungen auf der Grundlage von Entwicklungen, die sie für wichtig halten und die sie aus ihrem Blickwinkel bewerten. Diese Einflussfaktoren setzen Anreize für Investitionen in bestimmten Regionen und Währungen, oder sie bieten Argumente dafür, Geld dort nicht zu investieren beziehungsweise aus dem betreffenden Land abzuziehen. Im Vordergrund steht die Frage nach den Konsequenzen bestimmter gesamtwirtschaftlicher Entwicklungen oder wirtschaftspolitischer Entscheidungen für die eigene Vermögensposition.

### a) Gesamtwirtschaftliche und wirtschaftspolitische Krisenursachen

Die Zahlungsfähigkeit von Kreditnehmern eines Landes wird stets dann vorsichtiger eingeschätzt, wenn sich die **internationale Wettbewerbsfähigkeit** seiner Unternehmen deutlich verschlechtert hat oder anzunehmen ist, dass sie sich verschlechtern wird, etwa als Folge des Wegbrechens wichtiger Exportmärkte, eines massiven Preisrückgangs bei wichtigen Exportgütern oder eines starken Preisanstiegs bei lebensnotwendigen Einfuhrgütern. Die Zahlungsfähigkeit eines Landes kann ferner durch einen massiven **Anstieg des internationalen Zinsniveaus** beeinträchtigt werden. In allen diesen Fällen verringern sich die Nettoeinnahmen der Kreditnehmer, und der Betrag, der für den Schuldendienst zur Verfügung steht, wird kleiner. Wenn dies in größerem Umfang geschieht, werden die Gläubiger ihre Kreditlinien überprüfen und mit Neuvergaben von Krediten vorsichtiger sein.

Makroökonomische Schocks verursachen aber erst dann einen massiven Abzug von Kapital, wenn die Gläubiger den Eindruck haben, dass die laufenden Erträge der Kreditnehmer nicht mehr ausreichen, um Zinszahlungen und Tilgungen leisten zu können. Dieser Eindruck kommt um so eher auf, je ungünstiger die Schuldenstruktur ist. So hat die überwiegende Zahl der Finanzkrisen in den achtziger und neunziger Jahren Länder mit einer **hohen kurzfristigen Auslandsverschuldung in fremder Währung** getroffen. Diese Kombination ist besonders krisenanfällig. Denn um den Schuldendienst leisten zu können, muss das Land ausreichende Deviseneinnahmen erzielen. Je höher das Niveau von Fremdwährungsverbindlichkeiten ist, um so mehr hängt die Zahlungsfähigkeit des Landes von der Sicherung seiner internationalen Wettbewerbsfähigkeit ab. Entwicklungsländer haben häufig eine einseitige Exportstruktur. Außerdem benötigen sie für die Finanzierung ihrer Leistungsbilanzdefizite konvertible, international stark gehandelte Währungen.

Unter anderem deshalb führen bei ihnen makroökonomische Schocks weit eher zu Finanzkrisen als etwa in Industrieländern. So weisen auch die USA beträchtliche Auslandsschulden auf. Diese lauten jedoch zu einem großen Teil auf US-Dollar. Außerdem stehen ihnen erhebliche Vermögenswerte und die Leistungsfähigkeit der erfolgreichsten Industrienation der Welt gegenüber.

Besonders empfindlich gegenüber abrupten Schwankungen des Zuflusses von Auslandskapital sind Schuldnerländer, wenn ein großer Teil der Auslandsschulden kurze Laufzeiten aufweist. Denn um so schneller können sich die Kreditgeber zurückziehen. Das zeigte sich beispielsweise in Südostasien.

Die **Wirtschaftspolitik** eines Landes bestimmt ebenfalls entscheidend die internationale Wettbewerbsposition eines Landes. Wenn wirtschaftspolitische Maßnahmen die heimischen Unternehmen gegenüber ausländische Konkurrenten schlechter stellen, oder dazu führen, dass das betreffende Land in Zeiten einer Verschlechterung des makroökonomischen Umfeldes nicht in der Lage ist, rasch und flexibel hierauf zu reagieren, werden ausländische Gläubiger mit der Vergabe neuer Darlehen vorsichtiger.

Eine besondere Rolle mit Blick auf wirtschaftspolitische Fehlsteuerungen spielt die **Wechselkurspolitik**.

Auch bei der Schuldenkrise in Südostasien spielte die unsachgemäße Handhabung des Wechselkurs-Regimes eine wesentliche Rolle. In den Krisenländern war die heimische Währung an den amerikanischen Dollar gebunden. Die deutliche Aufwertung des Dollar gegenüber dem Yen nach 1995 führte zu einer massiven Beeinträchtigung der Wettbewerbsfähigkeit der südostasiatischen Volkswirtschaften. Die Kursbindung an den Dollar verstärkte zudem den Anreiz für inländische Kreditnehmer, Darlehen in der amerikanischen Währung aufzunehmen. Denn diese waren günstiger als Kredite in heimischer Währung. Die Auslandsverschuldung in Dollar erhöhte

die Anfälligkeit inländischer Unternehmen und Banken gegenüber einer möglichen Änderung der Wechselkurspolitik.

Ganz allgemein ist die Wahrscheinlichkeit, dass es als Folge makroökonomischer Schocks und wirtschafts- und währungspolitischer Fehlentscheidungen zu Turbulenzen kommt, um so größer, je labiler das **nationale Finanzsystem** ist. Die Asienkrise hat deutlich gemacht, dass auf diesem Gebiet in vielen Ländern der Dritten Welt ein beträchtlicher Nachholbedarf besteht.

In diesem Zusammenhang spielt der Grad der **Offenheit für ausländisches Kapital** eine wichtige Rolle. Private Kapitalzuflüsse aus entwickelten Industrieländern sind die entscheidende Quelle für Wachstum, Entwicklung und die Steigerung des Lebensstandards in Entwicklungsländern. Deshalb haben viele Länder der Dritten Welt in den neunziger Jahren die Beschränkungen für den Kapitalverkehr mit dem Ausland gelockert.

Den erwünschten Effekt haben Kapitalzuflüsse aus dem Ausland aber nur dann, wenn sie in produktive Verwendungszwecke gelenkt werden. Hierfür benötigt das Empfängerland ein funktionierendes Finanzsystem ohne dirigistische Eingriffe des Staates und mit einem angemessenen Risikomanagement bei Banken und Bankkunden. Dies wurde nicht ausreichend beachtet. Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs in diesen Ländern erfolgte ohne eine gleichzeitige entsprechende Anpassung der heimischen Finanzsysteme an die durch eine erhöhte Kapitalzufuhr veränderten Bedingungen.

## **b) Die Rolle der Finanzmärkte**

Auch wenn Finanzkrisen hauptsächlich durch gesamtwirtschaftliche Entwicklungen, wirtschaftspolitische Fehlsteuerung und mangelhafte Finanzstrukturen verursacht werden, lassen sich nicht alle Erscheinungen im Zuge von Finanzmarkturbulenzen hierdurch erklären. Bestimmte Verhaltens- und

Reaktionsmuster an den Finanzmärkten können zu schwierigen Situationen beitragen oder sie verschärfen.

Vielfach wird schon der Umfang der weltweiten Kapitalbewegungen kritisch gesehen. Die grenzüberschreitenden Finanzgeschäfte sind in der Tat enorm ausgeweitet worden. Das Schwergewicht der Transaktionen liegt allerdings beim Geschäft zwischen Geschäftspartnern in den Industrieländern.

Die Finanzgeschäfte der Banken mit der Dritten Welt haben sich auf einige Länder konzentriert. Ein ähnliches Bild ergibt sich bei internationalen Anleihen. Auch hier nahm das Volumen ausstehender Emissionen von Emittenten aus Lateinamerika und Asien deutlich zu, dies allerdings erst in den neunziger Jahren.

Die Finanzierung von Ländern der Dritten Welt über Private konzentrierte sich in den achtziger Jahren vor allem auf syndizierte Bankkredite an öffentliche Schuldner. In den neunziger Jahren floss das private Kapital über eine größere Zahl von Kanälen in diese Länder, zum Beispiel über die Emission internationaler Anleihen oder den Erwerb von Inlandsanleihen und Aktien durch Ausländer. Außerdem nahmen längst nicht mehr nur öffentliche Stellen ausländische Finanzmittel in Anspruch, sondern auch Banken und Nichtbanken-Unternehmen.

Ferner spielen institutionelle Investoren, also Versicherungen, Investmentfonds und Pensionsfonds, eine immer wichtigere Rolle. Sie können anders als der normale Sparer die Chancen auf den Finanzmärkten aufspüren und nutzen. Der heutige Stand der Technik erlaubt es ihnen, weltweit zu operieren. Die derivativen Instrumente gestatten es, die Risiken für die Anleger zu begrenzen. Als Kapitalsammelstellen bewegen sie allerdings auch große Beträge innerhalb kurzer Zeiträume. Damit wächst auch das Risiko, dass es innerhalb kurzer Zeit zu massiven Verlagerungen von Anlagegeldern aus

einer Region in eine andere oder aus einer Währung in eine andere kommen kann.

Heute ist der internationale Kapitalverkehr zwischen Privaten ein konstitutives Element des Weltwährungssystems. Kosten und Verfügbarkeit von konvertiblen, international gehandelten Währungen hängen vor allem ab von der Kreditwürdigkeit der Kreditnehmer und der Geldpolitik der Hauptwährungsländer. Das ist ein Fortschritt. Denn die Verfügbarkeit über international handelbare Währungen folgt überwiegend kaufmännischen Regeln und wird von politischen Kategorien freigehalten. Entscheidende Faktoren sind die Rentabilität des eingesetzten Kapitals und die Fähigkeit des Kreditnehmers, den Schuldendienst zu leisten.

Auf der anderen Seite werden Kapitalströme von den spezifischen Verhaltensweisen und Reaktionsmustern an den Finanzmärkten mitbestimmt. Diese können zu Turbulenzen beitragen oder diese verschärfen. Die Kursbildung an den Finanzmärkten wird wesentlich von den **Erwartungen** der Marktteilnehmer hinsichtlich künftiger Entwicklungen von Unternehmen oder ganzen Volkswirtschaften sowie ihrer Einschätzung der Wirtschaftspolitik bestimmt. Der prognostische Charakter der Erwartungen macht sie unter dem Einfluss aktueller Informationen fast zwangsläufig instabil. Dies erklärt zum Teil die ausgeprägten Schwankungen von Preisen und Kapitalbewegungen.

Unter normalen Umständen ist die Erwartungslastigkeit der Marktteilnehmer nicht problematisch. Denn die Perspektiven der Anleger und Kreditnehmer sind sehr unterschiedlich und ändern sich mit den Preisbewegungen. Wenn beispielsweise der Kurs eines Wertpapiers oder einer Währung über einen längeren Zeitraum gestiegen ist, nimmt der Anteil derjenigen zu, die der Auffassung sind, dass weitere Kurssteigerungen unwahrscheinlich sind. Dann werden in zunehmendem Umfang Kursgewinne realisiert, und die Zahl der Käufer nimmt ab. Das führt dazu, dass in der Regel Kursbewegun-

gen in eine Richtung nach einer bestimmten Zeit aufhören und zum Teil wieder korrigiert werden.

Krisensituationen sind hingegen dadurch gekennzeichnet, dass die Erwartungen der Marktteilnehmer einheitlich in eine Richtung zeigen und sich nicht verändern. Das Risiko einer Vereinheitlichung der Markterwartungen nimmt bei makroökonomischen Schocks und wirtschaftspolitischer Fehlsteuerung deutlich zu. Ob und zu welchem Zeitpunkt es dann zu einer Krise kommt, lässt sich allerdings nicht eindeutig festlegen.

Kritischer werden in der Diskussion Verhaltensmuster gesehen, die mit dem Begriff "**Herdenverhalten**" gekennzeichnet werden. Damit wird der Tatbestand beschrieben, dass Teilnehmer an den Finanzmärkten ihr Verhalten an dem anderer orientieren. Dahinter steht eine einfache Erklärung: Der Anlageerfolg von Investitionsentscheidungen wird nicht nur dadurch bestimmt, dass der Anleger auf Grund einer Analyse der fundamentalen Faktoren die richtige Währung oder das richtige Wertpapier ausgewählt hat, sondern dadurch, dass auch andere Investoren ähnliche Entscheidungen treffen. Denn nur dann entwickeln sich die Kurse in die erwartete Richtung.

Ähnliches gilt für die Kreditvergabe an Entwicklungsländer: Wenn wichtige Marktteilnehmer einem Land ein Darlehen gewähren, gilt dies als ein Zeichen für die Solidität des kreditnehmenden Landes. Das erhöht die Bereitschaft auch anderer Gläubiger, an dieses Land Kredite zu vergeben oder von Anlegern, Anleihen dieses Landes zu zeichnen.

Ein weiterer wichtiger Grund für die Orientierung am Verhalten anderer ist die ungleichmäßige Verteilung verfügbarer Informationen. Das kann damit zusammenhängen, dass einzelne Finanzmarktteilnehmer tatsächlich über bessere Informationen über bestimmte Schuldner oder Länder verfügen als andere. In vielen Fällen werden von den Marktteilnehmern aber auch die Kosten der Informationsbeschaffung und -verarbeitung höher eingeschätzt



als der zusätzliche Nutzen, den sie aus einer Verbesserung ihres Informationsstandes ziehen können. Angesichts der rasant wachsenden Anlagealternativen in der Welt sind permanent zusätzliche Informationen notwendig, wenn eine Bank oder ein institutioneller Anleger Entscheidungen ausschließlich auf der Grundlage eigener Datenbeschaffung und -auswertung treffen sollen. In dieser Situation verlässt man sich schon einmal auf die Entscheidungen anderer.

Schließlich werden Länder und eine wachsende Zahl von Unternehmen, die sich Finanzmittel über die Finanzmärkte beschaffen wollen, von Ratingagenturen bewertet. Das Rating von Ländern ist für den gesamten Markt eine Kennnummer für deren Bonität, an der sich viele Investoren und Banken orientieren. Rating vereinheitlicht somit in gewissem Umfang die Einschätzung von Kreditnehmern am Markt. Veränderungen in der Einstufung haben folglich auch marktübergreifende Konsequenzen für Kreditkonditionen. Bemerkenswerterweise hatten die Ratingagenturen vor dem Ausbruch der Asienkrise keine Abstufung der Schuldnerländer vorgenommen. Auch sie wurden überrascht. Das hat sicher mit dazu beigetragen, dass die Kapitalzufuhr in diese Länder nicht rechtzeitig und mit weniger massiven Folgen gestoppt wurde.

Der Herdentrieb ist ein Aspekt, der teilweise erklären kann, dass es im Vorfeld der Krisen in Mexiko und Südostasien zu einem außerordentlich hohen Zufluss von Kapital in diese Regionen gekommen ist. Er erklärt auch zum Teil den nachfolgenden kollektiven Rückzug. Auf der anderen Seite handelt es sich hierbei nicht um ein irrationales Verhalten von Märkten. Denn es gibt objektive Argumente dafür, sich am Verhalten anderer zu orientieren. Insofern ist bei der Bewertung des Herdentriebs im Zusammenhang mit Finanzkrisen Vorsicht geboten.

Eng verbunden mit dem Herdentrieb sind sogenannte **Ansteckungseffekte**. Turbulenzen können von einem Land auf andere Länder überspringen,

auch wenn diese objektiv betrachtet nicht die fundamentalen Voraussetzungen hierfür erfüllen. Ansteckungseffekte kommen dann zum Tragen, wenn nach dem Ausbruch einer Krise die Akteure an den Finanzmärkten andere Schuldnerländer als ähnlich risikobehaftet betrachten wie das Land, das in die Krise geraten ist, und sich folglich auch von dort zurückziehen.

Ansteckungseffekte und Herdentrieb können nicht losgelöst vom gesamtwirtschaftlichen und politischen Umfeld gesehen werden. Die Teilnehmer an den Finanzmärkten reagieren nicht grundlos in dieser Form.