

Dorine Boumans

Sonderfrage im World Economic Survey im dritten Quartal 2018

Wie gut wären Volkswirtschaften weltweit gegen eine neue Finanzkrise gewappnet?

Als Reaktion auf die Finanzkrise änderten viele Länder ihre Politik und die Regulierung ihres Finanzsektors. Um zu prüfen, ob diese Reformen zu einer höheren Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft dieser Länder führten, wurden im Rahmen des World Economic Survey (WES) III/2018 die an der Umfrage teilnehmenden Experten nach ihrer Einschätzung dazu befragt.

Fast zehn Jahre nach dem Ausbruch der Finanzkrise 2008/2009 sind die Folgen in vielen entwickelten Ländern immer noch deutlich spürbar. Die durch das Platzen der US-amerikanischen Immobilienblase ausgelöste Krise erreichte ein globales Ausmaß, und die Länder waren unterschiedlich stark davon betroffen. Das Wirtschaftswachstum verlangsamte sich merklich, und 2009 befanden sich alle bedeutenden Regionen der Welt in einer Rezession. Zehn Jahre später haben sich zwar Beschäftigung, private Investitionen und Produktivität erholt, aber die Wachstumsraten in vielen Ländern – mit einigen Ausnahmen, wie zum Beispiel in den USA, in Deutschland und in Großbritannien – sind noch immer geringer als vor der Finanzkrise. Auf viele Schwellen- und Entwicklungsländer hatte die Finanzkrise indirekte Auswirkungen: Produktion, Exporte, Transaktionen und Kapitalströme fielen niedriger als erwartet aus (vgl. Dolphin und Chappell 2010). Der Finanzkrise war ein außerordentlicher Anstieg des Kreditvolumens und Fremdkapitalanteils im Finanzsystem vorausgegangen. Historisch niedrige Zinssätze und reichlich vorhandene Liquidität erhöhten die Risikobereitschaft und bei Kreditnehmern, Investoren und Intermediären die Bereitschaft zur Fremdkapitalaufnahme. Hinzu kam, dass eine Reihe von Innovationen im Finanzsektor die Menge an Kreditforderungen und Fremdkapital im System so stark ansteigen ließ, dass die assoziierten Risiken nicht mehr zu bewältigen waren. Dies war der Grund, warum die Autoren des EEAG Report 2009 den Schluss zogen: »At the root of the crisis lies a fundamental inconsistency between financial globalisation – the process of liberalization and deregulation

driving the impressive growth of world financial markets – and existing public rules and policies at both domestic and international levels«. (Corsetti et al. 2009)

Die Sonderfrage des WES orientierte sich im dritten Quartal 2018 an den vom Finanzstabilitätsforum (FSF) vorgeschlagenen Politikreformen. Das Forum wurde 1999 gegründet und soll zur internationalen Stabilität der Finanzmärkte beitragen. Auf die Finanzkrise 2008/2009 reagierte das Forum mit einem Bericht, der eine umfassende Reihe an international anerkannten Vorschlägen beinhaltete, welche Maßnahmen zur Behebung der fundamentalen und krisenauslösenden Schwächen und zur Stärkung des Finanzsystems ergriffen werden müssten.¹ Der Bericht enthielt Empfehlungen zu fünf verschiedenen Themenbereichen, in denen Länder Verbesserungen vornehmen könnten, um bei einer erneuten Finanzkrise besser gewappnet zu sein. Zu diesen Empfehlungen wurden in der WES-Umfrage zwei weitere Politikvorschläge hinzugefügt, die der IWF in sei-

¹ Vgl. hierzu: Financial Stability Forum (2008, S. 74): »A comprehensive set of recommendation reflecting a consensus, both internationally and cross-sectorally, on the actions needed to address the fundamental weaknesses that have been at the root of the present turmoil and build a more reliant financial system«.

Tab. 1

Empfehlungen des FSF und des IWF

FSF-Empfehlungen

1. Eigenmittel- und Liquiditätsregulierung sowie Risikomanagement
2. Erhöhung der Transparenz bei der Bewertung von Finanzinstrumenten
3. Änderungen in der Funktion und Verwendung von Bonitätsbewertungen
4. Die Stärkung der Reaktionsfähigkeit von Finanzbehörden auf Marktrisiken und die Wirkungsweise ihrer Kommunikation mit Marktteilnehmern
5. Die Einführung von stabilen, grenzübergreifenden Vereinbarungen, die den Umgang mit Liquiditätsproblemen erleichtern sollen, wenn das Finanzsystem unter Anspannung steht

IWF-Empfehlungen

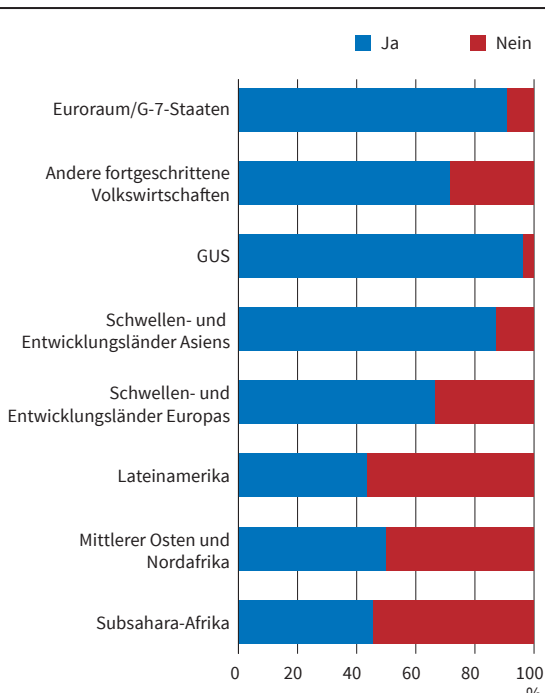
6. Strengere Regulierung und Auflösung von grenzübergreifenden Finanzinstituten
7. Stärkung der Kompetenz der Zentralbanken zur Bereitstellung von Liquidität

Quelle: Financial Stability Forum 2008; IWF 2009; ifo World Economic Survey (WES) III/2018.

nem Strategiepapier 2009 erarbeitet hatte (vgl. Tab. 1) (vgl. IWF 2009).

Die erste Frage, die die WES-Experten beantworten sollten, war, ob sie Reformen des Finanzsektors in ihrem Land für nötig hielten. Die Finanzkrise entstand am US-amerikanischen Immobilienmarkt und verbreitete sich schnell auf der ganzen Welt, da die Ökonomien von fortgeschrittenen Ländern und Entwicklungsländern stark miteinander verflochten sind. Aufgrund dessen gab es nicht nur in den entwickelten Ländern einigen Reformbedarf. Abbildung 1 zeigt, dass in fortgeschrittenen Volkswirtschaften sehr viele Experten Reformen für nötig hielten: 86,2% der Befragungsteilnehmer aus dem Euroraum und den G-7-Staaten waren dieser Meinung. Doch auch in einigen Schwellen- und Entwicklungsländern fanden die Befragten, dass in ihrem Land Korrekturen nötig seien. Zum Beispiel waren in der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS) 94,0% der Experten der Meinung, dass Reformen des Finanzsektors nötig seien. Auch in den Schwellen- und Entwicklungsländern Asiens war eine große Anzahl der Experten derselben Ansicht. In Lateinamerika war die Anzahl der Teilnehmer, die auf diese Frage positiv antworteten, mit 45,2% dagegen eher gering. Dort waren in den 1990er Jahren bereits umfassende Reformen durchgeführt worden, die die Region in Bezug auf die Glaubwürdigkeit und Stabilität des Finanzsektors scheinbar gut vorbereitet hatten. Deshalb folgerte Luisa Blanco (2010), dass Lateinamerika in einer guten Verfassung sei, als es mit der Krise konfrontiert wurde. Im Mittleren Osten und Nordafrika sowie Subsahara-Afrika gehen die Meinungen der Experten weiter auseinander.

Abb. 1 Reformbedarf nach der Finanzkrise

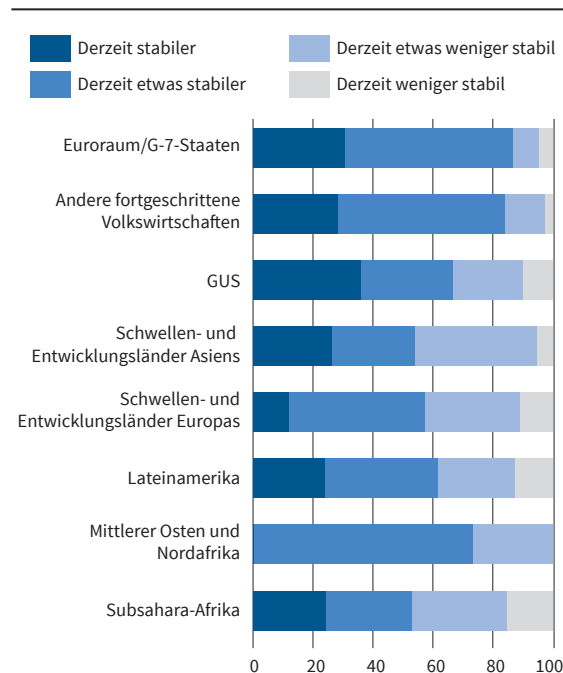


Quelle: ifo World Economic Survey (WES) III/2018.

© ifo Institut

Abb. 2

Gegenwärtige Stabilität des Landes im Vergleich zur Zeit vor 2007



Quelle: ifo World Economic Survey (WES) III/2018.

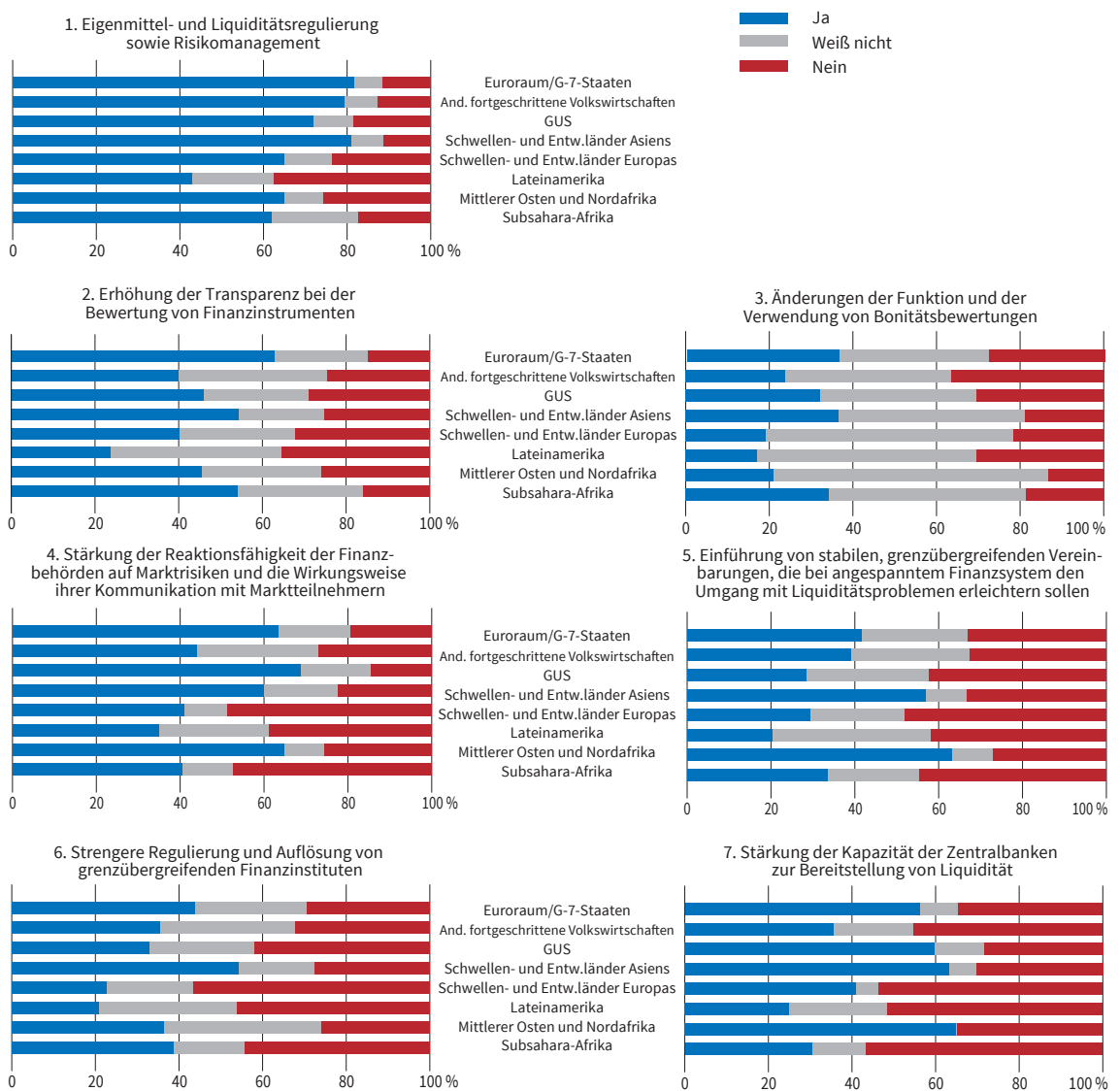
© ifo Institut

der. Hier war nur eine kleine Mehrheit der Ansicht, dass Reformen des Finanzsektors nötig seien. Da Niedriglohnländer weniger in das Finanzmarktssystem eingebunden sind als fortgeschrittene Länder, waren sie auch nicht so stark von der Kreditkrise betroffen. Deshalb wurde eine Reform des Finanzsektors in den Ländern Afrikas als weniger wichtig erachtet (vgl. Ocampo und Griffith-Jones 2009).

Um zu beurteilen, wo die Empfehlungen des FSF umgesetzt wurden und ob dies, den WES-Experten zufolge, in ausreichendem Maße erfüllt wurde, wurden verschiedene Regionen der Welt genauer betrachtet (vgl. Abb. 3 und 4). Die Experten sind sich mehrheitlich einig, dass die meisten Verbesserungen im Bereich **Eigenmittel- und Liquiditätsregulierung sowie Risikomanagement** erreicht wurden. Vor der Krise verwendeten Banken ein »*Originate-and-Distribute*«-Geschäftsmodell. Anstatt Kredite in der Bilanz aufzuführen, bündelten die Banken bei diesem Modell die Forderungen zu unterschiedlich zusammengestellten Portfolios, gaben sie an verschiedene Investoren am Finanzmarkt weiter und erreichten somit einen Risikotransfer. Außerdem finanzierten Banken ihre Kapitalanlagen vermehrt durch kürzere Laufzeiten. Der FSF-Report hatte hierzu drei konkrete Vorschläge: 1) eine Erhöhung der Basel-II-Eigenkapitalanforderungen für bestimmte komplex strukturierte Kreditprodukte, 2) zusätzliche Kapitalanforderungen für Ausfall- und Eventrisiken im Wertpapierhandel von Investmentbanken und Wertpapierfirmen und 3) strengere Standards auf Liquiditätsfazilitäten für außerbilanzielle Anlagevehikel (vgl. Financial Stability Forum 2008). In fast allen Regionen waren mehr

Abb. 3

Bereiche, in denen Reformen umgesetzt wurden



Quelle: ifo World Economic Survey (WES) III/2018.

© ifo Institut

als 60% der Experten der Meinung, dass Reformen in diesem Bereich umgesetzt worden seien. In Lateinamerika war der Anteil derer, die damit übereinstimmen, mit 40% deutlich geringer. Trotzdem zeigt Abbildung 4, dass die meisten Teilnehmer aus Lateinamerika mit den aktuellen Praktiken der Banken zufrieden sind. Aber vor allem die Experten aus den Schwellen- und Entwicklungsländern Asiens (55,2%) wünschten sich strengere Reformen in diesem Bereich.²

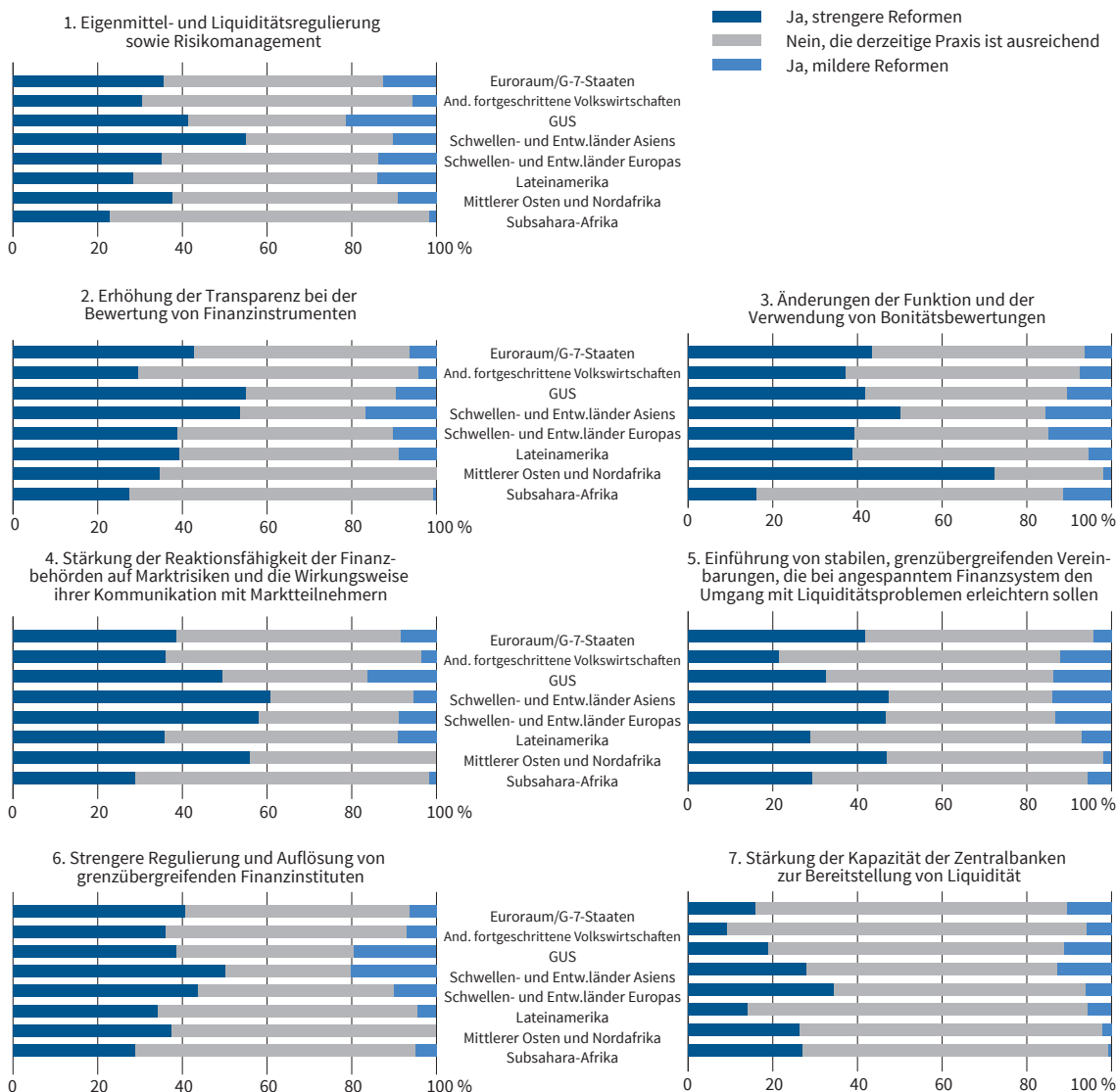
Ein weiterer Politikbereich, zu dem das FSF Empfehlungen abgab, war die **Erhöhung der Transparenz bei der Bewertung von Finanzinstrumenten**. Banken erzeugen typischerweise sogenannte *Collateralised Debt Obligations* (CDOs) – strukturierte Finanzprodukte, die dem Risikotransfer dienen. Sie werden

in zwei Schritten erstellt. Zuerst wird ein diversifiziertes Portfolio zusammengestellt, das Kreditforderungen wie Hypotheken und andere Darlehen, Unternehmensanleihen und weitere Vermögenswerte wie Kreditkartenforderungen enthält. In einem zweiten Schritt werden die CDOs in mehrere Klassen, sogenannte Tranchen unterteilt. Diese Tranchen tragen unterschiedliche Risiken und werden an verschiedene Investoren verkauft (vgl. Brunnermeier 2009). Ein Faktor, der zur Entstehung der Finanzkrise beigetragen hatte, war die Unterschätzung des Risikos dieser konstruierten Finanzinstrumente. Die Experten aus dem Euroraum und den G-7-Staaten gaben am häufigsten an, dass dieser Bereich reformiert wurde. Auch in den Schwellen- und Entwicklungsländern Asiens war eine große Zahl der Experten dieser Meinung, hier jedoch verknüpft mit der Forderung nach weiteren Reformen. In den GUS-Staaten gaben 40%

² Für eine detaillierte Analyse der Entwicklungen in den Schwellen und Entwicklungsländern Asiens vgl. Ocampo und Griffith-Jones (2009).

Abb. 4

Bereiche, in denen weitere Reformen notwendig sind



Quelle: ifo World Economic Survey (WES) III/2018.

© ifo Institut

an, es seien Reformen durchgeführt worden, doch 50% waren der Meinung, dass weitere Korrekturen in der Region nötig seien.

Der Bereich, der seit der Finanzkrise 2008 am wenigsten reformiert wurde, sind die **Funktion und die Verwendung von Bonitätsbewertungen**. Kredit-Ratingagenturen sind unabhängige Unternehmen, die das Risiko bestimmter Schuldtitel und Institutionen bewerten. Die drei größten Agenturen sind Standard and Poor's, Fitch Rating und Moody's. Nach der Finanzkrise wurde vor allem kritisiert, dass diese Kreditagenturen von den Emittenten der Finanzprodukte beschäftigt und bezahlt werden, nicht von Investoren. Infolgedessen haben die Agenturen einen Anreiz, die Bonität eines Produkts überzubewerten, um die Geschäftsbeziehungen zum Kunden zu stärken. Einer der Vorschläge des FSF war, die Transparenz der Kreditratings zu erhöhen. Dies könnte zu einer

vorsichtigeren Risikobewertung von Finanzprodukten beitragen (vgl. Corsetti et al. 2009). In allen Regionen gaben weniger als 40% der Experten an, dass dieser Bereich reformiert wurde. Besonders im Mittleren Osten und in Nordafrika meldeten die Befragten, es seien mehr Reformen nötig. In allen anderen Ländern zeigten sich die meisten Teilnehmer mit der aktuellen Politik zufrieden.

Die **Stärkung der Reaktionsfähigkeit von Finanzbehörden auf Marktrisiken und die Wirkungsweise ihrer Kommunikation mit Marktteilnehmern** war ein Bereich, in dem bereits vor Ausbruch der Krise Schwächen bei den Finanzunternehmen erkennbar waren. Auf internationaler Ebene konnte man sich jedoch nicht rechtzeitig auf behördliche und aufsichtsrechtliche Maßnahmen einigen, nicht zuletzt aufgrund der enormen Innovationsgeschwindigkeit am Finanzmarkt (vgl. Financial Stability Forum 2008). Das FSF

schlug ein Aufsichtsorgan vor – basierend auf den Verfahren, die bereits bei Basel II und in der Europäischen Union festgelegt worden waren –, das so weit ausgebaut werden sollte, dass Aufsichtskollegien für alle wichtigen grenzübergreifenden Finanzinstitute existieren. In diesem Politikbereich gaben die Experten aus dem Euroraum und/oder der G-7-Staaten am häufigsten an, es seien Reformen durchgeführt worden (mehr als 60%), aber auch Teilnehmer aus den GUS-Staaten, den Schwellen- und Entwicklungsländern Asiens sowie aus dem Nahen Osten und Nordafrika wählten häufig diesen Bereich. In den Schwellen- und Entwicklungsländern Asiens und Europas sowie dem Nahen Osten und Nordafrika wünschten sich viele Experten zusätzlich weitere Reformen in diesem Bereich.

Einführung von stabilen, grenzübergreifenden Vereinbarungen, die den Umgang mit Liquiditätsproblemen erleichtern sollen, wenn das Finanzsystem unter Anspannung steht: Vor der Krise haben sich die Aufsichtsbehörden untereinander möglicherweise nicht ausreichend informiert, um die zunehmende Anfälligkeit der wichtigen, weltweit agierenden Finanzinstitute frühzeitig zu erkennen. Im Falle des Scheiterns eines internationalen Unternehmens fehlte ein rechtlicher Rahmen als Basis für eine faire Lösung. Die Regulierung von internationalen Firmen ist ein Gebiet, in dem Verbesserungen notwendig sind (vgl. IWF 2009). Im Euroraum/G 7 waren etwas mehr als 40% der Meinung, dass hierzu bereits Reformen durchgeführt wurden. Neben der Bonitätsbewertungsrichtlinie erhielt diese Richtlinie somit die niedrigste Beachtung in der Umsetzung laut den Euroraum-/G-7-Experten. Die Teilnehmer in den Schwellen- und Entwicklungsländern Asiens zeigten sich dagegen deutlich zuversichtlicher, dass bei ihnen dieser Bereich bereits reformiert wurde. Trotzdem waren mehr als 40% von ihnen der Meinung, dass diese Reformen noch nicht ausreichten und weitere nötig seien. Im Nahen Osten und in Nordafrika gaben mehr als 60% der Experten an, es seien Reformen durchgeführt worden. Obwohl sich die Mehrzahl der Befragten mit der aktuellen Politik zufrieden zeigt, forderten mehr als 40% strengere Reformen. Auch in den Schwellen- und Entwicklungsländern Europas, wo nur wenige Experten bereits umgesetzte Reformen feststellten, wünschen sich mehr als 40% weitere Reformen in diesem Bereich.

Strengere Regulierung und Auflösung von grenzübergreifenden Finanzinstituten: Die Finanzkrise hat die Notwendigkeit einer internationalen Kooperation in Krisenzeiten deutlich gemacht. Da viele Länder und unterschiedliche Arten von Institutionen betroffen waren, scheint eine innenpolitische Lösung nicht ausreichend. Deshalb sollten nationale Behörden ihre rechtlichen Rahmenbedingungen überprüfen und dafür sorgen, dass sie über ausreichend Instrumente verfügen, um mit den Problemen der Banken umgehen zu können. Internationale Behörden sollten den Informationsaustausch bezüglich nationaler Vereinbarungen beschleunigen

und erkennen, welche Angelegenheiten auf internationaler Ebene angegangen werden müssen. Der Report des FSF schlägt die Einrichtung eines effektiven *Einlagensicherungssystems* vor. Solch ein System kann das öffentliche Vertrauen fördern, helfen, die Kosten für die Auflösung gescheiterter Institute einzudämmen und Ländern Hilfestellung beim korrekten Umgang mit einem Bankenzusammenbruch bieten. Hierbei muss eine Reihe internationaler Prinzipien eingehalten werden. Zu diesem Themenbereich haben die Befragungsteilnehmer aus den Schwellen- und Entwicklungsländern Asiens am häufigsten angegeben, dass Reformen durchgeführt worden seien; gleichzeitig aber hielt aus dieser Gruppe die Hälfte weitere Maßnahmen für nötig. Mehr Reformen fordern auch die Experten aus Schwellen- und Entwicklungsländern Europas, sie waren jedoch der Meinung, dass in diesem Politikfeld seit der Finanzkrise noch nicht viel getan worden sei.

Stärkung der Kompetenz der Zentralbanken zur Bereitstellung von Liquidität: Liquiditätsrisiken im aktuellen Bankensystem resultieren hauptsächlich aus der Belastung durch Finanzierungsvereinbarungen im Kreditwesen und zwischen Banken³, und weniger von Sparern, die das Vertrauen in ihre Banken verlieren und ihr Geld zurückziehen. Während der Finanzkrise, als eine große Anzahl von Banken, Hedgefonds und anderen Finanzinstitutionen große Verluste erlitten, ging das Vertrauen zum Interbankenmarkt verloren. Auch die Bereitstellung von Liquidität durch die Europäische Zentralbank und die US Federal Reserve konnte das Vertrauen nur schwer wiederherstellen. Die Banken zögerten, am Interbankenmarkt Finanzinstrumente zum Tagesgeldsatz auszutauschen, da ihnen dies als Mangel an Kreditwürdigkeit ausgelegt werden können (vgl. Brunnermeier 2009). Das FSF-Papier schlägt hierzu vor, die Flexibilität der verfügbaren Mechanismen der Zentralbank zu erhöhen, um Kredite ohne ein damit verbundenes Stigma bereitstellen zu können. Der WES-Umfrage zufolge haben im Euroraum und in den G-7-Ländern Reformen zu diesem Bereich stattgefunden. Auch in den GUS-Staaten, den Schwellen- und Entwicklungsländern Asiens sowie im Nahen Osten und in Nordafrika sind die meisten Experten der Meinung, dass Reformen in diesem Bereich umgesetzt worden sind. Obwohl insgesamt die meisten Befragten die Regulierung auf diesem Gebiet als zufriedenstellend bezeichneten, ist im Vergleich dazu ein Drittel der WES-Experten aus den Schwellen- und Entwicklungsländern Europas der Meinung, es brauche weitere Reformen.

Abschließend wurden die WES-Experten aufgefordert einzuschätzen, ob das Wirtschaftssystem ihres Landes im Moment gegen eine erneute Finanzkrise gewappnet wäre. Unter allen Experten sind nur

³ Hierzu zählen nicht in Anspruch genommene Kreditzusagen, Rückkaufverpflichtungen für verbrieftete Forderungen, Margin-Forderungen am Terminmarkt und die Zurückziehung von Mitteln aus seiner kurzfristigen Finanzierung.

5% der Meinung, die jeweilige Volkswirtschaft sei sehr gut vorbereitet, 61,5% antworteten »ein wenig«. 25,7% schätzten die Widerstandsfähigkeit ihres Landes gering ein, und 3,2% befanden, ihr Land wäre für eine erneute Krise überhaupt nicht gewappnet.

Obwohl diese Auswertung zeigt, dass noch viel Raum für Verbesserung bleibt, legt sie doch dar, dass die meisten Experten ihrer nationalen Volkswirtschaft zutrauen, einer Krise – zumindest bis zu einem gewissen Grad – die Stirn bieten zu können. Die Frage, ob die Länder nun besser auf eine Finanzkrise vorbereitet seien als vor 2007, bejahten 22,5% der Experten, 38,7% sagten, sie seien inzwischen etwas besser dagegen gerüstet. 24,6% der Teilnehmer waren der Meinung, sie seien nun sogar schlechter aufgestellt als vor 2007.⁴ Innerhalb der einzelnen Länderaggregate gaben jeweils die meisten Experten an, die Wirtschaft sei einigermaßen gegen eine erneute Finanzkrise gerüstet (vgl. Abb 2). Es zeigt sich deutlich, dass die Länder, die schwer von der Krise oder den Nachwirkungen betroffen waren, auch bei dieser Frage weniger optimistisch sind. Die Experten in den GUS-Staaten, den Schwellen- und Entwicklungsländern Europas und in Lateinamerika sind in Bezug auf die Stabilität ihrer Wirtschaft am pessimistischsten eingestellt. Im Vergleich zu der Situation vor 2007 bezeichnen die Experten in den GUS-Staaten die zugehörigen Länder jedoch als widerstandsfähiger. Die Teilnehmer in den Schwellen- und Entwicklungsländern Asiens sowie Subsahara-Afrika sahen die geringste Verbesserung im Vergleich zur Situation vor 2007. Trotzdem gaben über 70% der Befragten in diesen Aggregaten an, die Volkswirtschaften dieser Region seien zumindest einigermaßen gegen eine neue Finanzkrise gerüstet.

Obwohl die Reformen laut den WES-Experten meistens in einem ausreichenden Maß durchgeführt

wurden, sind besonders die Befragten aus den Entwicklungsländern der Meinung, dass ihre Wirtschaftssysteme noch nicht ausreichend für eine erneute Finanzkrise gewappnet seien. Dies mag aber auch an der Art und Weise liegen, wie die Schwellen- und Entwicklungsländer von der Krise betroffen waren. Da die meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften in eine Rezession gerieten, nahmen ausländische Direktinvestitionen, Konsum, Entwicklungshilfe und Handel ab, was Langzeiteffekte auf die Wachstumsraten von Schwellen- und Entwicklungsländern nach sich zog. Zwar waren die meisten dieser Länder nicht so eng mit dem Finanzsektor der entwickelten Länder verknüpft, mit Ausnahme der Schwellen- und Entwicklungsländer Asiens, trotzdem verbreitete sich die Finanzkrise von den USA und der Europäischen Union aus auch in diese Länder weiter.

LITERATUR

Blanco, L. (2010), »The Financial Crisis of 2008 and Latin American Countries – What Did We Learn from the Region«, Intercollegiate Studies Institute, 15. Juni, verfügbar unter: <https://faculty.isi.org/blog/post/view/id/381/>.

Brunnermeier, M. K. (2009), »Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008«, *Journal of Economic Perspectives* 23(1), 77–100.

Corsetti, G., M. P. Devereux, J. Hassler, T. Jenkinson, G. Saint-Paul, H.-W. Sinn, J.-E. Sturm und X. Vives (2009), *EEAG Report on the European Economy 2009*, CESifo-Gruppe, München.

Dolphin, T. und L. Chappell (2010), *The Effect of the Global Financial Crisis on Emerging and Developing Economies*, Institute for Public Policy Research, London.

Financial Stability Forum (2008), *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7. April, verfügbar unter: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_0804.pdf?page_moved=1.

IWF – Internationaler Währungsfonds (2009), *Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management*, Washington DC, verfügbar unter: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Lessons-of-the-Financial-Crisis-for-Future-Regulation-of-Financial-Institutions-and-Markets-PP4316>.

Ocampo, J. A. und S. Griffith-Jones (2009), »The Financial Crisis And Its Impact On Developing Countries«, International Policy Centre for Inclusive Growth, Working Paper Nr. 53.

⁴ Hier wurden die Kategorien »etwas weniger gut« und »weniger gut« zusammengefasst.