

Wie Finanzmärkte mit Schocks fertig werden

Mehr Regulierung bringt nicht unbedingt mehr Stabilität

An der diesjährigen Jahrestagung der Schweizerischen Gesellschaft für Volkswirtschaft und Statistik haben Fragen um die Stabilität der internationalen Finanzmärkte einen breiten Raum eingenommen. Forschungsergebnisse zeigen, dass Diversifikationsstrategien gerade in Krisensituationen versagen können. Auf einige Kritik stiess das Projekt «Basel II» – sein Beitrag zu einer Stabilisierung der Finanzmärkte ist umstritten.

ti. Basel, 19. März

Wie resistent sind Finanzmärkte gegenüber externen Schocks? Wie werden die Schockwellen von einem Markt zum anderen übertragen, und wie stabil sind diese Transmissionskanäle? Lässt sich die Stabilität des Finanzsystems durch regulatorische Grosseprojekte wie die vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht initiierte Revision der Eigenmittelvereinbarung («Basel II») erhöhen? Diese und andere Fragen standen im Mittelpunkt einer Reihe von Workshops und Paneldiskussionen, die im Rahmen der diesjährigen Jahrestagung der Schweizerischen Gesellschaft für Volkswirtschaft und Statistik (SGVS) abgehalten wurden. Vor allem junge Ökonomen, aber auch einige etablierte Standesvertreter nahmen die Gelegenheit wahr, um ihre Forschungsergebnisse einem mehrheitlich aus Akademikern und Regulatoren bestehenden Publikum zu präsentieren.

Wenn die Diversifikation versagt

Für Portfolio-Manager etwa dürften die Erkenntnisse des Genfer Ökonomen Sébastien Wälti von einigem Interesse sein. In einer Untersuchung zur Asien-Krise 1997/1998 hat er festgestellt, dass zuvor voneinander unabhängige Märkte in der um sich greifenden Krise gleichsam gleichgeschaltet wurden – die Korrelation zwischen den Börsenplätzen nahm dramatisch zu. Dies kann bedeuten, dass Diversifikationsstrategien gerade dann versagen, wenn man am dringlichsten auf sie angewiesen wäre. Die Arbeit Wältis deckt zudem eine Asymmetrie auf: «Negative» Schocks in einem Markt haben stets Abwärtsbewegungen an anderen Finanzplätzen zur Folge, «positive» Schocks dagegen lösen anderswo unterschiedliche Kursentwicklungen aus. Intuitiv schliesst der Autor daraus, dass Investoren bei positiven Überraschungen durchaus zwischen einzelnen Märkten differenzieren können, bei Hiobsbotschaften aber im grossen Strom mitschwimmen und den Ausstieg suchen.

Mit der Asien-Krise hat sich auch Guillermo A. Calvo, Ökonom der Interamerikanischen Entwicklungsbank (IDB) und Professor an der Maryland University, auseinandergesetzt. Aus seiner Sicht lässt sich die Krise in den asiatischen Ländern, anders als in Lateinamerika, nicht (nur) mit einem aus den Fugen geratenen makroökonomischen Datenkranz erklären. 1997 geriet Südkorea in den Sog der Turbulenzen, obwohl seine Staatsschuld lediglich 10% des Bruttoinlandsprodukts ausmachte. Calvo bringt als zusätzliche Erklärungsvariable plötzlich eintretende, unerwartete Abbrüche von Kapitalzuflüssen («Sudden Stopps») ins Spiel. Diese externen Schocks wer-

den laut Calvo in der Regel von massiven realen Wechselkursveränderungen, einem markanten Anstieg der Zinssätze, Verschiebungen in der Leistungsbilanz und einem Abbau von Devisenreserven begleitet. Besonders schwer sind die Folgen für Länder mit fixen Wechselkursregimen und einer ausgeprägten «Dollarisierung» ihrer Aussenverpflichtungen. Mit diesem Ansatz stemmt sich Calvo implizit gegen harte Therapien, wie sie vom Internationalen Währungsfonds (IMF) verschrieben werden – aufstrebende Länder geraten, so suggeriert er, nicht immer und nicht nur aus eigenem Verschulden in die Bredouille.

Harsche Kritik an «Basel II»

Harte Kritik mussten sich in der abschliessenden Paneldiskussion die Befürworter von «Basel II» gefallen lassen. Avinash Persaud, ein Manager

von GAM London Ltd., liess kein gutes Haar an diesem nun schon seit sechs Jahren laufenden Projekt. Der blendende Rhetoriker stemmte sich gegen die Absicht der Regulatoren und Notenbankvertreter, allgemein gültige Standards in der Beurteilung von Markt-, Kredit- und operationellen Risiken zu schaffen. Aus seiner Sicht kann es auf keinen Fall die Aufgabe von Regulatoren sein, Konkurse von Banken auszuschliessen – diese müssen selbst um ihre wirtschaftliche Prosperität bemüht sein.

Standards führen zudem zu einer uniformen Einstellung gegenüber Risiken. Weil alle gleichsam auf derselben Seite stehen, droht der Markt an Liquidität und an Tiefe zu verlieren, die Volatilitäten nehmen eher zu statt ab. Ein Finanzplatz lebt aber davon, dass Akteure Risiken übernehmen, die andere Marktteilnehmer nicht tragen wollen. Eine Standardisierung verhindert gemäss Persaud nicht nur eine effiziente Allokation von Risiken; sie führt, weil sie mit komplizierten Risikomessverfahren einhergeht, auch zu höheren Eintrittsbarrieren für potenzielle Mitbewerber. Die Banken, die sich die millionenschweren Investitionen leisten können, bleiben auf längere Zeit vor unliebsamen Konkurrenten verschönt. So einleuchtend die Kritik Persauds sein mag – sie kommt zu spät. Das Projekt «Basel II» ist zu weit fortgeschritten, um es noch zu stoppen.