

Crashgefahr auf den internationalen Finanzmärkten

Der IWF, die Weltbank und die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) weisen in jüngster Zeit verstärkt darauf hin, dass sich an den internationalen Finanzmärkten in verschiedenen Marktsegmenten neue Ungleichgewichte aufbauen und die Gefahr eines neuen Zusammenbruchs wächst (IMF 2014a; IMF 2014b; IMF 2015; BIZ 2014; World Bank 2015). Auf allen relevanten Anlagemärkten (Aktien, Anleihen, Kredite, Immobilien) nehmen die Instabilitäten teils global, teils regional deutlich zu. Hinzu kommt, dass die bevorstehende Zinserhöhung in den USA die Märkte unter Stress setzt und vor allem in einigen Schwellenländer Finanzkrisen auslösen kann. Aufgrund des starken Preisverfalls auf den Öl- und Rohstoffmärkten sowie einer gleichzeitigen starken Aufwertung des US-Dollars hat sich dieses Risiko seit Herbst 2014 noch verschärft. Im folgenden Artikel sollen diese Instabilitäten detaillierter analysiert werden. In einem Fazit wird am Ende des Beitrags die Gefahr eines neuen globalen Crash' erörtert.

Instabilitäten an den internationalen Finanzmärkten

Die Ursachen für Krisenentwicklungen an den Finanzmärkten sind komplex, jedoch sind vier Punkte wesentlich:

1. Die Vermögensverteilung ist global sehr ungleich, und diese Ungleichheit ist aufgrund der Finanzkrise 2008/2009 nicht geringer, sondern grösser geworden. Wenige Prozent der Privathaushalte verfügen über mehr als 90 Prozent der Vermögen. Diese Vermögen wollen verwaltet werden und sollen dabei Renditen abwerfen. Insbesondere in einer Phase der realwirtschaftlichen Wachstumsschwäche, wie seit 2010 in der Eurozone sowie in Japan, und in einer Phase schwächeren Wachstums in den Schwellenländern wird ein grosser Teil dieser Vermögen an den internationalen Aktien- und Anleihenmärkten angelegt.
2. Obwohl die Industrieländer nach der Grossen Finanzkrise versprochen haben, jeden Markt, jeden Akteur und jedes Produkt auf den Finanzmärkten einer Kontrolle zu unterwerfen, ist die Regulierung dieser Märkte immer noch unzureichend. Zwar werden den Banken sukzessiv höhere Eigenkapitalquoten vorgeschrieben (Dullien 2013; IMK 2014), diese können aber angesichts des Problemdrucks immer noch als zu gering betrachtet werden (Hellwig 2010; Admati/Hellwig

2013). Auch die Frage der Konzentration im Bankensektor („too-big-to-fail“) ist nicht gelöst, ja, aufgrund der Konsolidierungsprozesse während der Krise sind die führenden Banken noch grösser geworden. Mit der Regulierung des Bankensektors nimmt darüber hinaus der Sektor der bislang nur schwach regulierten Schattenbanken immer grössere Ausmasse an (IMF 2014b). In Reaktion auf die „Volcker-Regel“ haben US-Grossbanken ihre Investmentabteilungen aufgelöst und sich verstärkt an Private Equity Fonds, Hedgefonds und Geldmarktfonds beteiligt. Diese kontrollieren heute bereits ein Vermögen, das einen Wert von 50 Prozent des von den regulierten Banken verwalteten Vermögens erreicht. Der Derivatemarkt hat heute ein Volumen von ca. 650 Billionen Dollar und ist grösser als vor der Krise. Er ist neunmal grösser als das BIP der Welt. 70 Prozent der Aktivitäten des Bankensektors sind reine Interbankengeschäfte. Schon diese Zahlen dokumentieren, dass heute auf den internationalen Finanzmärkten im selben Stile spekuliert wird wie vor der Krise.

3. Das Verhalten der Akteure auf den Finanzmärkten ist von Renditestreben bestimmt, es wird insbesondere in Zeiten des Booms häufig auch von Gier und vom Herdeninstinkt geleitet. (Eine hervorragende Analyse dieser „animal spirits“ ist zu finden in Akerlof/Shiller 2009). Steigen die Kurse an den Aktien- und Anleihenmärkten sowie die Preise an den Immobilienmärkten, verlieren viele Akteure das Gefühl für die Risiken der Investments, denn es scheint ja immer nur nach oben zu gehen, und jeder will teilhaben am Reichtum, den auch andere scheinbar mühelos erwerben können. Allein diese Verhaltensdispositionen der Marktteilnehmer verlangen scharfe Kontrollen und strikte Einschränkungen der Produkte, mit denen „gewettet“ werden kann, sollen Exzesse an den Märkten verhindert werden.

4. Um die verschiedenen Krise zu überwinden, betreiben die Zentralbanken der USA, der Eurozone, Grossbritanniens, Japans und der VR China seit dem Crash von 2008/2009 aus reiner Not eine ultralockere Geldpolitik. Die kurz- und langfristigen Zinsen sind global sehr stark gesunken. Da jedoch die realwirtschaftlichen Wachstumsbedingungen selbst 2015, sechs Jahre nach der Grossen Krise, immer noch schlechter sind als vor 2008, stehen den Finanzmärkten zu günstigsten Konditionen immer grössere Volumina an Mitteln für Spekulationen zur Verfügung.

Unter diesen vier Faktoren sind die „animal spirits“ und das Ausmass der Regulierung die primären. Die Vermögensverteilung und die Geldpolitik kommen nur ins Spiel, wenn die staatlichen Regulierungen der kapitalistischen Instinkte unzureichend sind. Dann entscheiden sie

über das Volumen des anlagesuchenden Kapitals und den Umfang an Krediten, der für Spekulationszwecke in Anspruch genommen werden kann.

Da zurzeit die Regulierungen der Märkte unzureichend sind, die Vermögensverteilung global immer ungleicher wird und die Geldpolitik sehr locker ist, wäre es – rational betrachtet – eher ein Wunder, sollte es an den internationalen Finanzmärkten nicht zu einem neuen Crash kommen.

Im Folgenden wird anhand empirischer Daten gezeigt werden, dass das Risiko von Instabilitäten auf den Märkten in jüngster Zeit sehr stark zugenommen hat. Die neuen Ungleichgewichte an den internationalen Finanzmärkten betreffen alle wichtigen Anlagebereiche: die Aktienmärkte, die Anleihemärkte, die Kreditmärkte und die Immobilienmärkte.

Aktien- und die Anleihemärkte

Ausgangspunkt ist die lockere Geldpolitik der Zentralbanken der führenden Industrieländer, aber auch Chinas, welche die Leitzinsen und die Anleiherenditen am kurzen und am langen Ende nach unten gedrückt hat. Da die Realinvestitionen in den entwickelten Ländern auf die Geldpolitik nur sehr schwach reagiert haben, sind sehr viele Geldmittel in die Aktienmärkte und in höher rentierende, teilweise riskante Anleihemärkte geflossen.

Die Aktienkurse sind selbst dann gestiegen, wenn – wie in der Eurozone – die Gewinne der Unternehmen rückläufig waren. Die Kurs-Gewinn-Relationen (KGV) bewegen sich im historischen Massstab in überdurchschnittlich hohen Sphären, so z. B. beim S&P 500 der USA (BIZ 2014; 43; IMF 2014b; 21). Auch das Langzeit-KGV, das über einen Zeitraum von fünf Jahren gemessen wird, liegt bei den US-Aktien derzeit bei 26. Teurer waren die Aktien zuletzt nur in den beiden Jahren 2000 und 2007, unmittelbar vor den damaligen Börseneinbrüchen. Ebenso hat Tobin's Q, das Verhältnis von Marktwert eines Unternehmens zu seinem Substanzwert, bereits wieder überdurchschnittliche Ausmasse erreicht (BIZ 2014; 43). In dieselbe Richtung verweist schliesslich auch der sogenannte Buffet-Indikator, benannt nach dem US-amerikanischen Grossinvestor. Dieser besteht aus dem Quotienten aus Marktkapitalisierung der Aktienunternehmen und dem BIP der USA. Liegt dieser Wert über 100 besteht das Risiko einer Blase. Dieser Indikator hat die Dotcom-Blase aus dem Jahr 2000 und die Immobilienblase von 2008 richtig prognostiziert und befindet sich aktuell mit 125 Punkten wieder in der oberen Gefahrenzone (Stoppel 2015).

Auf der Suche nach höherer Rendite ist das Kapital auch in riskantere Staatsanleihen und Unternehmensanleihen geströmt. Nach der Ankündigung Draghis im Sommer 2012, den Euro in jedem Fall zu verteidigen, haben die Anleger den Mittelmeer-Euro-Staaten die Anleihen geradezu aus den Händen gerissen und akzeptieren jetzt historisch niedrige Prämien selbst von hoch verschuldeten Staaten. In den USA sind die Renditen für 10-jährige Staatsanleihen auf historischen Tiefständen. Die sogenannte Ten Years Premium – der Renditeaufschlag für 10-jährige Anleihen gegenüber Anleihen mit kürzerer Laufzeit – liegt gemessen an verschiedenen Vergleichszeiträumen auf einem äusserst niedrigen Niveau, und zwar knapp über der Null-Prozent-Linie (IMF 2014b; 4).

Im Unternehmenssektor ist der leverage – das Verhältnis der Schulden zum cash flow – in den letzten Jahren wieder gestiegen und gleichzeitig der spread (die Zinsdifferenz) für Anleihen mit geringer Bonität (B-rated corporate bond spreads) gesunken. Auch hier befinden sich die Werte weit unter historischen Vergleichswerten. Der Anteil von riskanten Unternehmenskrediten am gesamten Kreditvolumen ist seit 2010 kontinuierlich gestiegen und erreichte 2014 circa 30 Prozent (IMF 2014b; 14).

Ein guter Indikator für die Übertreibungen in beiden Marktbereichen ist auch der Rückgang der Volatilität der Kurse. Bei steigenden Assetpreisen von Aktien und Anleihen sinkt parallel die Volatilität (IMF 2014b; 12; BIZ 2014; 43). Alles strebt nur noch in eine Richtung: nach oben. Warnzeichen werden übersehen und rote Ampeln überfahren.

Wachsende Bedeutung von Schattenbanken

Neben diesen Risiken in der generellen Entwicklung der Aktien- und Anleihenmärkte kommen aufgrund der wachsenden Bedeutung des Schattenbankensektors bei der Finanzierung von Unternehmen weitere Belastungsfaktoren hinzu. Bei der Kreditfinanzierung des Unternehmenssektors in den USA und dem Erwerb von Unternehmensanleihen hat in den letzten Jahren das Gewicht von Mutual Funds (MFs) und Exchange-Traded Funds (ETFs) stark zugenommen (IMF 2014a; 15) Auch beim Kauf von Staatsanleihen und Unternehmensanleihen in den Schwellenländern spielen die MFs und die ETFs eine wachsende Rolle.

Durch diesen Strukturwandel in der Finanzierung von Staaten und Unternehmen ist auf den Märkten das Liquiditätsrisiko gestiegen (IMF 2014b; 36): In Zeiten des Stress' an den Märkten können Investoren innerhalb von sieben Tagen ihre Mittel aus den MFs und den ETFs zurückziehen, diese brauchen aber 35 bis 50 Tage, um durch Verkäufe

vollkommen liquide zu werden.

Als weiterer Risikofaktor ist zu betrachten, dass in diesem Segment der Finanzmärkte eine hohe Unternehmenskonzentration vorherrscht. Wenige grosse MFs und ETFs dominieren grosse Teile des Marktes. Am Verhalten dieser Marktteilnehmer orientieren sich viele andere Marktakteure, die Marktoperationen der „leader“ fungieren als „benchmark“. Sie üben damit aber gleichzeitig die Rolle des Marktverstärkers aus und tragen so zu Marktübertreibungen nach oben und nach unten bei.

Diese Liquiditäts- und Benchmarkrisiken im Bereich der MFs und ETFs, die aufgrund des steigenden Gewichts dieses Marktsegments die Instabilität der Finanzmärkte erhöht haben, machen vor den Toren des regulären Banken- und Versicherungssektors nicht halt. Banken und Versicherungen haben sich aus Gründen der Regulierungsarbitrage in wachsender Masse an den Schattenbanken beteiligt. Insbesondere die MFs der Bondmärkte tragen in den USA zunehmend zur potentiellen finanziellen Verletzbarkeit (vulnerability) von Banken und Versicherungen bei (IMF 2014b; 36).

Kredit- und Immobilienmärkte

Neben dem Boom der Aktienmärkte in den Industrieländern und der Kompression der Risikoprämien bei Staatsanleihen in der Eurozone sowie bei Unternehmensanleihen in den Schwellenländern sind als weitere Indikatoren für Ungleichgewichte auf den globalen Anlagemärkten das generelle Kreditwachstum in Relation zum BIP sowie die Preisentwicklung im Immobiliensektor in verschiedenen aufstrebenden Volkswirtschaften zu berücksichtigen.

Die niedrigen Renditen in den Industrieländern haben Kapital in die Schwellenländer geleitet und dort neben inländischen Faktoren zu einem starken Wachstum der Kredite in Relation zum BIP beigetragen.

„Die kräftige Lockerung der Geldpolitik in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften nach der Krise hat zu einem sprunghaften Anstieg der globalen Liquidität geführt. Leitzinsen nahe der Nullzinsgrenze und umfangreiche Wertpapierankäufe der Federal Reserve und anderer wichtiger Zentralbanken verliehen den Vermögenspreisen weltweit Auftrieb und steigerten die Risikobereitschaft der Anleger („risk-taking channel“). Hohe Kapitalzuflüsse aus dem Ausland haben die Finanzexpansion in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften noch verstärkt. Seit 2008 haben Gebietsansässige aufstrebender Volkswirtschaften Schulden in Höhe von mehr als zwei Billionen USD aufgenommen. Dies entspricht 2,2 Prozent des jährlichen BIP dieser Länder, was gemessen am

Leistungsbilanzsaldo nicht viel zu sein scheint. Auf den fraglichen Zeitraum bezogen stellt dieser Betrag aber einen beträchtlichen Zuwachs der Auslandsschulden dar.“ (BIZ Jahresbericht 2014; 81)

Während die Kreditvergabe der Banken an Privathaushalte und Unternehmen in der Eurozone seit der Grossen Krise stagniert und in den USA nur die Bankkredite an Unternehmen wieder steigen, sind in den aufstrebenden Volkswirtschaften beide Aggregate bis 2014 sehr dynamisch gewachsen.

Die BIZ hat Frühwarnindikatoren für Bankenrisiken entwickelt (BIZ 2014; 84). Dazu zählen neben den Schuldendienstquoten eine sogenannte Kreditquotenlücke und eine Preislücke bei den Immobilien. Die Kreditquotenlücke misst das Verhältnis von Kreditvolumen zum BIP. Diese Lücke wird dann als Vorbote einer Bankenkrise betrachtet, wenn ihr Wert im Vergleich zu historischen Langzeitgrössen um mehr als 10 Prozent nach oben abweicht. Der Preisindikator bei den Immobilien misst die reale Entwicklung der Preise von Wohnimmobilien. Auch hier wird eine Abweichung vom historischen Langzeitwert von mehr als 10 Prozent als Anzeichen für eine mögliche Bankenkrise gewertet. Nach den Berechnungen der BIZ waren 2013/2014 beim Indikator Kreditlücke folgende Staaten Asiens in einer bedrohlichen Lage: China, Hongkong, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur und Thailand. Darüber hinaus Brasilien, die Türkei und die Schweiz.

Beim Indikator Preislücke im Immobiliensektor drohen laut BIZ in den genannten Staaten Asiens sowie der Schweiz besondere Risiken.

Möglicher Zinsanstieges in den USA: die Marktturbulenzen der Jahre 2013 und 2014

Die oben beschriebenen Belastungsfaktoren und Risiken auf den internationalen Finanzmärkten werden so lange verdeckt bleiben, wie die Zentralbanken der USA, Europa, Japans und China eine Politik des billigen Geldes und der Niedrigzinsen betreiben. Dies ist seit der grossen Krise 2008/2009 der Fall, und bis vor kurzem schien das Risiko auf den Märkten gering und alles in bester Ordnung zu sein.

Aufgrund der guten makroökonomischen Entwicklung in den USA zeichnet sich jedoch in der Politik der US-amerikanischen Zentralbank FED ein Kurswechsel ab. Seit dem Jahre 2013 diskutiert die FED verstärkt, die Politik der Niedrigzinsen zu beenden und eine Phase restriktiverer Geldpolitik einzuleiten. Inzwischen liegt die Arbeitslosenrate in den USA nahe 5 Prozent und eine Zinserhöhung wird nun in der zweiten Hälfte des laufenden Jahres erwartet.

Dieser Politikwechsel der FED wird die Finanzmärkte weltweit stark

unter Druck setzen, denn ein Zinsanstieg in den USA führt auch zu steigenden Zinsen im Rest der Welt. Die Korrelation zwischen dem Zinsniveau für 10-jährige Bonds der USA und entsprechenden Anleihen anderer Länder liegt bei 89 Prozent (Kanada), 71 Prozent (Deutschland), 80 Prozent (Grossbritannien) und 50 Prozent (Japan) (IMF 2014a; 20). Dementsprechend wird erwartet, dass ein Zinsanstieg in den USA um 100 Basispunkte (1 Prozent) die Zinsen in Kanada um 50 - 70, in Grossbritannien um 45 - 60, in Deutschland um 35 - 55 und in Japan um 15 - 35 Basispunkte erhöhen wird (IMF 2014a; 19).

Aufgrund dieses Zinsanstiegs werden die weltweiten Finanzmärkte in eine Phase des erhöhten Stress' geraten. Wie instabil die Lage ist, war sehr gut zu erkennen, als im Sommer 2013 und Anfang 2014 die FED ankündigte, eine Änderung der Zinspolitik zu erwägen. Ohne auch nur einen Schritt in diese Richtung getan zu haben, löste allein die Erwartung eines Politikwechsels auf den Devisen-, Aktien- und Anleihemärkten vieler Schwellenländer erhebliche Turbulenzen aus. In die florierenden Schwellenländer, die hohe Zuwachsraten ihres BIP aufwiesen, waren zuvor angesichts der höheren Dividenden und Renditen sehr viele Anlagemittel aus den Industrieländern geflossen und hatten dort die Wechselkurse, die Aktien und die Anleihen nach oben getrieben und den Boom in diesen Ländern generell befördert. Doch die Erwägung der FED, ihre Politik der Anleihekäufe zu überdenken und diese zu reduzieren, führte im Sommer 2013 und Anfang 2014 in etlichen Schwellenländern zu einer Umkehr der Kapitalströme. Deren Währungen werteten plötzlich stark ab, die Aktienmärkte wiesen Kurseinbrüche auf und an den Anleihemärkten kam es zu einem markanten Renditeanstieg. Manche Schwellenländer reagierten mit Zinsanhebungen, um die Abwertung ihrer Währungen zu bremsen. Diese Turbulenzen, welche die FED durch beruhigende Erklärungen eindämmen konnte, dass ein Zinsanstieg noch nicht unmittelbar bevorstünde, bewirkten immerhin, dass sich die Aktienmärkte der Schwellenländer volatiler bewegen als diejenigen der Industrieländer und der Wachstumsprozess einiger Schwellenländer abgeschwächt wurde, z. B. der Brasiliens.

Preisverfall auf den Rohstoffmärkten, Dollaraufwertung und die wachsenden Finanzrisiken in Schwellenländern

Der Preisverfall an den Weltrohstoffmärkten, der seit Herbst 2014 zu beobachten ist, hat in vielen Schwellenländern, die netto Rohstoffe importieren, zu positiven Effekten geführt. Bei etlichen Nettorohstoffexporteuren, insbesondere den Ölexporteuren, haben

diese Entwicklungen dagegen negative finanzielle Auswirkungen. Hierzu zählen vor allem Russland, Saudi-Arabien, die Vereinigten Emirate, Venezuela, Nigeria, Kolumbien, Argentinien und Brasilien. Die Öl- und Gasunternehmen dieser Länder verzeichnen sinkende Erträge und steigende Schuldenquoten. Ihre sinkenden Einnahmen stehen gleichbleibenden oder gar steigenden Zinsverpflichtungen gegenüber (IMF 2015; 39f). Da diese Unternehmen vielfach an den internationalen Anleihemärkten in Hartwährung Finanzmittel aufgenommen haben, die Währungen ihrer Länder aber gegenüber dem Dollar stark abgewertet worden sind, nehmen ihre finanziellen Belastungen auch währungsbedingt zu.

Die starke Aufwertung des USD seit Herbst 2014 hat generell in zahlreichen Schwellenländern zu wachsenden finanziellen Risiken geführt. Von 2007 bis 2014 ist die Verschuldung des privaten und des öffentlichen Sektors in vielen Schwellenländern deutlich angestiegen. In Hongkong, China, Singapur, Malaysia, Thailand, Brasilien, der Türkei, Polen, Russland und Mexiko betrug der Anstieg dieser Verschuldung im genannten Zeitraum mehr als 20 Prozentpunkte ihres BIP (IMF 2015; 42, Figure 1.26). Dabei haben sich viele Staaten und Unternehmen zunehmend in ausländischer Währung verschuldet. Mit der Abwertung ihrer Währungen gegenüber dem USD entstehen diesen Staaten und Unternehmen zusätzliche finanzielle Belastungen.

Es kommt hinzu, dass das Engagement ausländischer Investoren (in wachsender Masse auch MFs und ETFs) beim Erwerb staatlicher Schuldentitel von Schwellenländern, die in nationaler Währung begeben wurden, in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen hat. Die Abwertung der Währung dieser Länder kann zu einem abrupten Abzug dieser Kapitalien führen, was nicht nur die Währungen weiter belastet, sondern auch die Staaten vor das Problem stellt, neuer Käufer für ihre Anleihen zu finden („debt roll-over risk“)(IMF 2015; 43).

Die genannten finanziellen Risiken würden weiter ansteigen, wenn die Ende des Jahres zu erwartende Zinserhöhung der US-Zentralbank zu einer noch stärkeren Aufwertung des US-Dollars führt.

Wie gross ist das Risiko eines neuen globalen Crash’?

Instabilitäten sind der Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten inhärent. Gier und Herdentrieb führen immer wieder zu Übertreibungen, die schliesslich den Crash herbeiführen. Während in der Zeit der weitgehend strikten Regulierung der internationalen Kapitalströme, in den 1950er bis 1980er Jahren, das Phänomen der internationalen Finanzmarktkrisen unbekannt war, tritt es seit dem Beginn der Deregulierung der Märkte und der Liberalisierung der

internationalen Kapitalbeziehungen in den 1990er Jahren gehäuft auf, teilweise in Form von regionalen Krisen (Asien, Lateinamerika, Russland) und schliesslich in Form der Grossen Krise von 2008/2009. Es handelt sich hier keineswegs um einen sogenannten „Black Swan“, der unvorhersehbar und singulär ist. Die Ursachen dieser Instabilitäten (ungleiche Vermögensverteilung, mangelhafte Regulierung, ultraleichte Geldpolitik und „animal spirits“) sind identifizierbar, und Indikatoren für die Ungleichgewichte auf den verschiedenen Märkten können bestimmt und gemessen werden.

Nimmt man die oben beschriebenen aktuellen Instabilitäten auf den Aktien-, Anleihe-, Kredit-, Immobilien-, Rohstoff- und Devisenmärkten sowie die wachsende Bedeutung der Schattenbanken in einen Blick, ist die Gefahr eines neuen Crash' an den Märkten, auf den Eintritt eines „Minsky-Moments“ (Minsky 2011), sehr gross. Es kommt hinzu, dass seit der letzten Grossen Krise die Korrelation zwischen den verschiedenen Marktsegmenten des internationalen Finanzmarktes sowie die Korrelation zwischen den Märkten der Industrie- und der Schwellenländer stark zugenommen haben. Während die Korrelation zwischen den Aktien-, Anleihe- und Rohstoffmärkten vor 2008/2009 bei 30 bis 40 Prozent lag, erreicht sie seit 2010 Werte zwischen 60 und 70 Prozent (IMF 2015; 33f). Krisen auf Teilmärkten pflanzen sich demnach heute schneller auf andere Märkte fort, das Risiko der Ansteckung und einer globalen Krise ist gewachsen. Zusätzlich wirkt verschärfend, dass heute verschiedene Faktoren zu einer Vertiefung von Krisen beitragen. Hier sind zu nennen: die Automatisierung des Handels durch den computergesteuerten Hochfrequenzhandel, das wachsende Gewicht von nur schwach regulierten Schattenbanken, die zunehmende Bedeutung des Derivatehandels und der Exchange-Traded Funds, die grösser werdende Rolle der sogenannten Benchmarker auf den Märkten sowie der Rückzug der Banken von der Rolle der sogenannten „market maker“, die bereit waren, vorübergehende, erratische Marktungleichgewichte durch Käufe oder Verkäufe glatt zu bügeln (IMF 2015; 33).

Zwar ist Robert Shiller zuzustimmen, dass Zeitpunkt und Ausgangspunkt eines neuen Crash' nicht vorsehbar sind, dennoch wissen wir, dass der „Minsky -Moment“ kommen wird, solange die Ursachen der Instabilitäten nicht beseitigt werden. Auslöser der Krise können heute verschiedene ökonomische, aber auch politische Entwicklungen sein. Hier ist an eine Verschärfung von Griechenland- und Eurokrise, an Krisenprozesse in China (Immobilienkrise, Platzen der Aktien- und Kreditblase), an Finanzkrisen in ölexportierenden Staaten sowie an die Auswirkungen einer Zinserhöhung in den USA auf die globalen Aktien- und Anleihemärkte und/oder auf die

Finanzmärkte in Schwellenländern zu denken. Angesichts der zunehmenden geopolitischen Risiken können aber auch politische Faktoren eine globale Krise der Finanzmärkte hervorrufen. Hier ist an die Verschärfung des Ukraine-Russland-Konflikts, eine starke Ausdehnung der Macht des IS im Nahen und Mittleren Osten oder einen Krieg zwischen Saudi-Arabien und dem Iran zu denken.

Ausbleiben von Regulierungsschritten.

Um Finanzkrisen zu vermeiden, sind seit der Großen Krise 2008/2009 einige Reformen eingeleitet worden. Auf internationaler und europäischer Ebene sind verschiedene Überwachungsmechanismen für die Finanzmärkte (Banken, Versicherungen) eingeführt worden. Zu den wichtigsten Reformmaßnahmen zählt die schrittweise Erhöhung der Eigenkapitalquoten für das Bankengewerbe (Basel III). Zu erwähnen ist auch die Schaffung einer Bankenunion in der EU mit einem Abwicklungsmechanismus für Banken (Beteiligung der Gläubiger an der Restrukturierung) und einem Abwicklungsfonds, den die Banken selber finanzieren. Diese Maßnahmen sind jedoch nicht ausreichend, um den internationalen Finanzmärkten dauerhaft Stabilität zu verleihen. Um dieses Ziel zu erreichen, sind noch viele andere Reformschritte in der Diskussion. Die weitergehenden Vorschläge werden jedoch in ihrem Umfang und in der Ausgestaltung der einzelnen Maßnahmen kontrovers beurteilt. In der Diskussion sind hier:

- Eine internationale Wachstums- und Beschäftigungsstrategie, um realwirtschaftliche statt finanzwirtschaftliche Investitionen zu stärken.
- Eine internationale Steuerpolitik, die Steueroasen effektiv austrocknet, die höheren Vermögen und Einkommen wesentlich stärker belastet und die mit Hilfe der Tobinsteuer Spekulationsgeschäfte weniger attraktiv macht.
- Eine Reform der Ziele der Geldpolitik der Zentralbanken. Die Geldpolitik sollte auch der Sicherung der Finanzmarktstabilität verpflichtet sein.
- Eine weitere Erhöhung der Eigenkapitalquoten für die Banken über Basel III hinaus.
- Eine effektive Regulierung der Schattenbanken, unter anderem durch die Einführung von Eigenkapitalquoten.
- Eine wesentlich stärkere Regulierung des Derivatemarktes, u.a. durch die Einführung eines Finanzmarkt-TÜVs.
- Eine Dekonzentration des Bankensektors (Zerschlagung von Großbanken), um das Problem too-big-to-fail zu reduzieren.

- Stärkere Kapitalverkehrskontrollen, um unter anderem sicherzustellen, dass bei der Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten von Schwellenländern langfristige Kapitalimporte ein stärkeres Gewicht haben als kurzfristige.
- Die Wiedereinführung eines Systems fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse, um nachhaltige reale Über- und Unterbewertungen von Währungen zu vermeiden.

Zu einer Einführung auch nur einiger dieser weiteren Schritte ist es bislang auf internationaler oder europäischer Ebene nicht gekommen. Eine effektive Einhegung der „animal spirits“ durch umfassende Regulierungsschritte ist deshalb unterblieben.

Fazit: das Risiko eines neuen globalen Crash' an den Finanzmärkten ist sehr gross, Auslöser der Krise können verschiedene ökonomische und/oder politische Faktoren sein, der Zeitpunkt rückt näher.

Literatur

Admati, Anat/Hellwig, Martin, 2013: Des Bankers Neue Kleider – Was bei Banken wirklich schief läuft und was sich ändern muss, München

Akerlof, George A./Shiller, Robert J., 2009: Animal Spirits: Wie Wirtschaft wirklich funktioniert, Frankfurt a. M.

BIZ, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2014: 84. Jahresbericht, Basel

Busch, Klaus, 2014: Crash 2.0 – Europa vor der nächsten Krise, in: Blätter für deutsche und internationale Politik, Nr. 11, Berlin, 17 - 20

Dullien, Sebastian, 2013: Umbau der Finanzmärkte – Übermässiges Vertrauen in Marktrationalität hält an, in: Wirtschaftsdienst 2013, Sonderheft, Hamburg

Hellwig, Martin, 2010: Capital Regulation after the Crisis: Business as Usual?, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn 2010/31.

IMK, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung, 2014: Chancen und Risiken einer Europäischen Bankenunion, Policy Brief, Mai 2014, Düsseldorf

IMF, International Monetary Fund, 2014a: Global Financial Stability Report, Washington, DC, April 2014

IMF, International Monetary Fund, 2014b: Global Financial Stability Report, Washington, DC, October 2014

IMF, International Monetary Fund, 2014c: World Economic Outlook, Washington, DC, October 2014

IMF, International Monetary Fund, 2015: Global Financial Stability Report, Washington, DC, April 2015

Minsky, Hyman P., 2011: Instabilität und Kapitalismus, herausgegeben von Joseph Vogl, Zürich

Stoppel, Kai, 2015: Buffet-Indikator deutet auf Crash hin, in: N-TV 22. April 2015

World Bank, 2015: Global Economic Prospects – Having Fiscal Space and Using It,

Washington D.C., January 2015