

Die Globalisierung erhöht die Ansteckungsgefahr*

Von Gerhard Aschinger

Nachdem sich die amerikanischen und europäischen Aktienmärkte vom Börsenkrach 1987 erstaunlich schnell erholt hatten und als ab Mitte 1988 erneut eine Hausse einsetzte, entstand der Eindruck, dass eine längere Periode wirtschaftlichen Wachstums bevorstehe. Regulatorische Vorkehrungen - in den USA z. B. die Einführung von Circuit breakers, die den Handel im Fall starker kurzfristiger Kursausschläge automatisch unterbrechen - sollten die Finanzmärkte robuster machen. Der Mini-Crash, der 1989 vom US-Aktienmarkt ausging, zeigte nur vorübergehend Wirkung. Trotz der sich seit 1992 abzeichnenden weltweiten Rezession, die besonders in Europa zu hoher Arbeitslosigkeit führte, verzeichneten die Aktienbörsen - mit Ausnahme Japans - hohe Kurssteigerungen.

Der Einbruch der japanischen Aktienmärkte zu Beginn 1990 könnte als verspätete Reaktion auf den Börsenkrach von 1987 gewertet werden. Der Nikkei-225-Index hatte seit Beginn der achtziger Jahre die höchsten Steigerungsraten aufgewiesen. Im Oktober 1987 büßte er jedoch nur 12% seines Werts ein, obwohl er stark überbewertet war. Während die meisten anderen Börsen danach haussierten, verharrte die Tokioter Börse in einer Baisse. Japan wurde 1991 von einer tiefgreifenden Bankenkrise erfaßt, welche die rezessiven Tendenzen verschärfte und die Arbeitslosigkeit steigen ließ.

Lokale Krisen weiten sich aus

Mexiko wurde 1995 von einer Währungskrise getroffen. Sie entwickelte sich aus einer Bankenkrise in einem Klima politischer Unruhen, obwohl die Wirtschaft anfänglich ein vorteilhaftes Bild zeigte. Der Staatshaushalt war ausgeglichen, die Inflation wurde stark reduziert, und das Wachstum war hoch.

Die Bankenkrise und die Rezession in Japan wirkten sich auf Südostasien aus, das ab 1997 von Währungskrisen erschüttert wurde. Zuerst wurde Thailand von einer Währungskrise getroffen, die sich dann auf Indonesien, Malaysia, die Philippinen und Südkorea ausweitete. Nach einer langen Hausse nahm auch an den Aktien- und Derivatmärkten die Unsicherheit zu, die sich in einer hohen Volatilität der Preise spiegelte.

Der Präsident der US-Notenbank, Alan Greenspan, hatte bereits im Herbst 1996 auf die starke Überbewertung der Aktienkurse und die destabilisierende Spekulation hingewiesen. Im Oktober 1997 kam es zum Kurssturz in Hongkong, der durch die Ereignisse in Ostasien mitverursacht wurde und auch auf andere Börsen in den USA und Europa übergriff. Seit August 1998 wird Russland von einer Währungskrise gebeutelt, die sich auf Brasilien und andere Länder übertragen könnte. Worin liegen die Ursachen für die rasche Ausweitung der zuerst immer lokal auftretenden Krisen?

Im letzten Jahrzehnt hat sich die Globalisierung der Finanzmärkte enorm verstärkt. Diese Entwicklung wurde durch verschiedene Einflussfaktoren gefördert (vgl. Abbildung 1). Mit der Globalisierung haben die Verflechtungen und gegenseitigen Abhängigkeiten in der

* Quelle: Finanz & Wirtschaft, 1998, Nr. 91

Weltwirtschaft stark zugenommen. Seit dem Uebergang zu flexiblen Wechselkursen Anfang der siebziger Jahre hat sich die internationale Kapitalmobilitaet wesentlich erhoehrt. In vielen Laendern wurden die Finanzmaerkte dereguliert, d. h., den Auslaendern wurde der Zugang zu den Boersen erleichtert, und Behinderungen des internationalen Kapitalverkehrs, insbesondere Kapital- und Devisenkontrollen, wurden aufgehoben. Da immer mehr auslaendische Finanztitel an den internationalen Boersenplaetzen kotiert wurden, dehnte sich der Handel mit Finanzaktiven stark aus.

Die rasante Technologieentwicklung im Computer- und Telekommunikationsbereich reduzierte die Kosten internationaler Finanztransaktionen dank steigender Skalen- und Komplementaerertraege - eine diversifizierte Produktion senkt die Gesamtkosten - erheblich. Dies trug zur enormen Steigerung des Handelsvolumens bei. Dadurch wurde ein weltweiter Handel rund um die Uhr moeglich, was die Integration der Finanzmarktsegmente in den verschiedenen Laendern zu einem Weltmarkt beschleunigte.

Schluessselrolle der Derivate

Seit Beginn der achtziger Jahre entstand eine Vielzahl neuer Finanzmarktinstrumente (Derivate), die gegenueber herkoemmlichen Anlageformen erhebliche Vorteile, z. B. geringere Margen und Transaktionskosten, aufweisen. Mit Hilfe von Derivaten koennen Positionen in bestimmten Portefeuilles (z. B. Aktienindizes) direkt eingegangen werden, ohne sie in Einzelauftraege aufzuspalten. Der Handel verlagerte sich von Basistiteln auf Derivate. Die bahnbrechenden Arbeiten der US-Professoren Fischer Black und Myron Scholes Anfang der siebziger Jahre ermoeglichten erstmals eine theoretisch einwandfreie Bestimmung von Optionspreisen. Das beguenstigte eine weite Verbreitung und die Vielfalt derivativer Produkte.

Die Globalisierung verstaerkte die Dominanz der Finanzmaerkte gegenueber den Guetermaerkten (Realwirtschaft). Finanzmaerkte leiten infolge ihrer schnellen Reaktion oft Veraenderungen ein, die erhebliche realwirtschaftliche Konsequenzen nach sich ziehen. Wechselkurse werden kurzfristig durch Kapitalbewegungen bestimmt, was zur Verzerrung der internationalen Wettbewerbsfaehigkeit beitraegt. Die Integration der nationalen Finanzmaerkte hat die internationale Uebertragung von Informationen und Stoerungen verstaerkt.

Die Globalisierung wirkt sich auch auf einzelne Unternehmen aus. Seit Mitte der neunziger Jahre ereigneten sich in verschiedenen Laendern Zusammenbrueche bzw. Beinahezusammenbrueche von Banken, Wertpapierhaeusern und Unternehmen, die mit den Namen Barings, Daiwa, Sumitomo, Metallgesellschaft, Schneider, Sanyo, Hokkaido Takushoku Bank, Yamaichi, Long-Term Capital Management (LTCM) etc. verbunden sind.

Typologie der Finanzkrisen

Finanzielle Krisen koennen sich auf Unternehmen, Branchen oder auf eine Volkswirtschaft als Ganzes beziehen. Wie koennen diese Krisen typologisiert werden? Zunaechst ist zwischen einzelwirtschaftlichen und gesamtwirtschaftlichen Krisen zu unterscheiden. Waehrend eine einzelwirtschaftliche Krise ein bestimmtes Unternehmen oder gewisse Teile einer Branche betrifft, bezieht sich eine gesamtwirtschaftliche Krise auf eine Volkswirtschaft, auf mehrere Laender oder sogar auf die Weltwirtschaft. Allerdings kann sich eine einzelwirtschaftliche zu einer gesamtwirtschaftlichen Krise ausweiten. Dieser Tatbestand wird als Systemrisiko bezeichnet. Nimmt das Systemrisiko zu, erhoehrt sich die Wahrscheinlichkeit, dass eine einzelwirtschaftliche Krise die Volkswirtschaft in Mitleidenschaft zieht.

Weiter kann zwischen informationsbedingten und spekulativen Krisen differenziert werden. In einer informationsbedingten Krise treten neue, negativ interpretierte Informationen - z. B. der Ausbruch eines Kriegs, politische Unruhen, Angebots- und Nachfrageschocks - auf, welche die Fundamentalvariablen veraendern und sich sofort in den Marktpreisen niederschlagen (Effizienzhypothese). Als Beispiel seien die chinesischen Studentenunruhen im Jahr 1989 erwaeht, die den Hang-Seng-Index an einem Tag um 25% einbrechen liessen. Eine spekulative Krise ist dagegen durch das Auftreten von Irrationalitaet gekennzeichnet. Waehrend Spekulanten im Normalfall durch Uebernahme von Risiken die Preise stabilisieren, handelt es sich hier um eine destabilisierende Spekulation, die von massenpsychologischen Phaenomenen dominiert wird.

Eine gesamtwirtschaftliche, spekulative Krise kann durch ein Phasenschema charakterisiert werden, mit dem die Oekonomen Hyman Minsky und Charles Kindleberger zahlreiche Finanzkrisen der Vergangenheit analysiert haben (vgl. Charles Kindleberger: "Manias, Panics and Crashes"; Basic Books, New York 1978, und Gerhard Aschinger: "Boersenkrah und Spekulation - eine oekonomische Analyse"; Vahlen-Verlag, Muenchen 1995).

Mit der Ausloesung eines Booms setzt zunaechst eine preisstabilisierende Spekulation ein. Bald mutiert diese zu einer destabilisierenden Spekulation. Immer mehr Mitlaeferspekulanten werden durch hohe Renditen angezogen - es entsteht eine spekulative Blase. Eine Euphorie setzt ein, die von massenpsychologischen Verhaltensweisen und Irrationalitaet bestimmt wird. Doch dann kippen die Erwartungen, es entsteht eine Panik, die Preise fallen stark. Der Crash ist Ausdruck einer fundamentalen Korrektur.

Mit der Entwicklung einer solchen Krise wird die Instabilitaet verstaerkt. Auch wenn zunaechst noch kontinuierliche Anpassungen moeglich sind, erfolgt zu einem bestimmten Zeitpunkt eine abrupte Korrektur. Dabei verursachen nicht neue Informationen den Preiszusammenbruch. Die Ereignisse unmittelbar vor den Crash stellen lediglich den Tropfen dar, der das Fass zum Ueberlaufen bringt.

Analoge Entwicklungsphasen, welche die Entstehung von Euphorie und Panik von Individuen beschreiben, koennen auch bei einzelwirtschaftlichen, spekulativen Krisen - sogenannten Gambling-Krisen - unterschieden werden. Allerdings ist es nicht immer leicht, die in den letzten Jahren aufgetretenen Finanz- und Waehrungskrisen eindeutig einem der vier Krisentypen zuzuordnen (vgl. Abbildung 2).

Ruinoese Spielermentalitaet

Die Barings-, die Daiwa- und die Sumitomo-Krise wurden durch Mitarbeiter verursacht, die nicht nur fuer die Durchfuehrung des Handels, sondern auch fuer die Berichterstattung verantwortlich waren. Waehrend im Fall Barings der Handel mit Nikkei-Futures zum Zusammenbruch fuehrte, waren bei Daiwa US-Treasury-bonds und bei Sumitomo Kupferkontrakte dafuer verantwortlich. In allen drei Faellen hatten die Verantwortlichen in diesen Maerkten ueber Jahre hinweg verlustreiche Operationen durchgefuehrt. Traten Verluste auf, wurde versucht, sie durch das Eingehen weiterer riskanter Positionen zu decken, was zu noch hoeheren Verlusten fuehrte. Die Missstaende ruehrten von einem Spielerverhalten her, das durch exzessive spekulative Verhaltensweisen gekennzeichnet war. Mangelhaftes Risikomanagement und fehlende interne Kontrolle machten diese Gambling-Krisen erst moeglich.

Im November 1997 erlebte Japan eine Reihe von Unternehmenszusammenbruechen. Der Kollaps des Brokerhauses Sanyo und der Zusammenbruch des Wertpapierhauses Yamaichi waren von hohen Buchverlusten und nicht bilanzierten Verbindlichkeiten sowie illegalen

Zahlungen gekennzeichnet. Auch die Hokkaido Takushoku Bank hatte umfangreiche Kredite an Unternehmen verschiedener Branchen zur Finanzierung spekulativer Entwicklungsprojekte vergeben. Die Bank wurde infolge nicht zurueckgezahlter Kredite in den Bankrott getrieben. In diesen drei Faellen handelte es sich ebenfalls um Gambling-Krisen. Eine Ausbreitung der Krisen konnte verhindert werden. Die unbeschraenkte Garantie der Bank of Japan fuer die Verbindlichkeiten der Hokkaido Takushoku Bank und der Yamaichi Securities schaltete das Systemrisiko aus.

Der Hedge fund LTCM spezialisierte sich auf die Zinsarbitrage von wenig liquiden Obligationen (u. a. von Russland, Brasilien, Daenemark) und wies eine im Vergleich zum Eigenkapital extrem hohe Fremdfinanzierung (Leverage 50:1) auf. Seit August 1998 musste LTCM wegen der Russlandkrise grosse Verluste hinnehmen. Ein Zusammenbruch konnte Ende September nur durch Vermittlung der US-Notenbank verhindert werden. Offenbar bestand ein grosses Systemrisiko. Aufgrund stark spekulativer Strategien ist das LTCM-Debakel als Gambling-Krise einzustufen.

Im Fall der Metallgesellschaft entstanden die Schwierigkeiten aufgrund der Absicherung langfristiger Oelliefervertraege durch kurzfristige Erdoel-Futures. Die hohen Verluste, die ab Mitte 1993 anfielen, wurden nicht durch spekulative Positionen ausgeloeset, sondern durch komplexe Marketing- und Absicherungsstrategien, deren Tragweite nicht korrekt eingeschaezt wurde. Hier handelt es sich um eine einzelwirtschaftliche, informationsbedingte Krise. In den beiden folgenden Teilen wird auf die Entwicklung aktueller Waehrungskrisen eingegangen. Dabei wird die in Abbildung 2 vorgenommene Einteilung naeher begruendet.

Grafik zum Artikel: http://www.finanzinfo.ch/upload/archiv/dossiers/artikel/dossier_pdfs/01-grafiken/01-01-S25-G1+2.pdf