

VII. Zyklen und das Finanzsystem

Schwerpunkte

Die Liberalisierung der Finanzsysteme hat in den letzten Jahrzehnten das Angebot von Finanzdienstleistungen und die Allokation von Mitteln verbessert. Sie hat jedoch wohl auch mehr Raum für ausgeprägte Finanzzyklen geschaffen. Diese Zyklen können ihrerseits zur Verstärkung des gesamtwirtschaftlichen Konjunkturverlaufs beitragen und haben in der Vergangenheit nur allzu oft zu kostspieligen Krisen im Bankensystem geführt. Davon waren sowohl die Industrieländer als auch die aufstrebenden Volkswirtschaften betroffen, aber in den letzteren waren die Schäden, die durch Instabilitäten im Finanzsystem verursacht wurden, besonders schwerwiegend.

Ihren Ursprung haben Finanzzyklen in der Regel in einer Woge von Optimismus, die von günstigen Entwicklungen in der Realwirtschaft ausgelöst wird. Folgen dieser optimistischen Erwartungshaltung sind die Unterschätzung von Risiken, eine überhöhte Kreditgewährung, ein übermäßiger Anstieg der Preise von Vermögenswerten, Überinvestitionen in Sachanlagen und in einigen Fällen ein allzu ausgabefreudiges Verbraucherverhalten. Wenn sich dann schließlich realistischere Erwartungen durchsetzen, müssen die während des Booms entstandenen Ungleichgewichte wieder korrigiert werden, was manchmal sowohl im Finanzsystem als auch in der Realwirtschaft zu erheblichen Störungen führt.

Die im Zusammenhang mit Finanzzyklen entstehenden Probleme stellen die Aufsichtsinstanzen und Zentralbanken vor überaus schwierige und doch zunehmend wichtige Herausforderungen. Im Prinzip können die Entscheidungsträger die Widerstandskraft der Volkswirtschaft gegenüber diesen Zyklen stärken und auch unmittelbar auf das Entstehen finanzieller Ungleichgewichte reagieren. In der Praxis ist eine solche Reaktionsweise jedoch nicht so einfach und wirft eine Reihe von konzeptionellen Fragen sowie Probleme in der Umsetzung auf. Die Lösung dieser Probleme ist für die Zukunft wichtig, um die Stabilität und die Vorteile der liberalisierten Finanzsysteme dauerhaft zu wahren.

Finanzzyklen

Einfluß finanzieller Faktoren auf Konjunkturzyklen stärker ...

Die Finanzsphäre hat seit jeher die Ausprägung der Konjunkturzyklen beeinflusst. Mit der Liberalisierung der inländischen Finanzsysteme und der internationalen Kapitalströme ist dieser Einfluß jedoch noch gestiegen. Die Entwicklungen an den Kredit- und Vermögenmärkten haben tiefgreifendere Auswirkungen auf die Dynamik des typischen Konjunkturzyklus, als dies noch vor einigen Jahrzehnten der Fall war, und sie haben auch dazu beigetragen, daß Krisen im Bankensystem häufiger auftraten.

Dies gilt sowohl für Industrieländer als auch für aufstrebende Volkswirtschaften. In vielen Industrieländern kam es Ende der achtziger Jahre zu finanziellen Auswüchsen. Sie unterstützten das Wirtschaftswachstum, waren aber auch der Keim für den Einbruch und die finanziellen Anspannungen Anfang der neunziger Jahre. Ab Mitte der neunziger Jahre wurde das Wirtschaftswachstum dann wieder von haussierenden Märkten für Vermögenswerte und einem robusten Kreditwachstum getragen. In jüngerer Zeit hat sich der Finanzzyklus in einigen Ländern anscheinend erneut gedreht (Kapitel VI), und die Entwicklung im Finanzsektor trägt zu einer Verlangsamung des Wachstums bei.

In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften waren die Finanzzyklen besonders ausgeprägt, denn sie wurden in der Regel durch starke Schwankungen der internationalen Kapitalströme verstärkt. Diese Zyklen verursachten hohe Kosten, wobei die direkten Kosten für die Überwindung von Banken Krisen häufig mehr als 10% des BIP betrugten. Die indirekten Kosten – in Form von Einbußen bei der Wertschöpfung – lagen noch höher. Die Turbulenzen in einer Reihe asiatischer Volkswirtschaften Ende der neunziger Jahre sind nur ein Beispiel hierfür.

Als die Finanzsysteme streng reguliert waren und die Zentralbanken den Schwerpunkt auf die Kontrolle der Geldmengen- oder Kreditaggregate legten, bestand für Finanzzyklen, die Schäden hätten anrichten können, nur wenig Raum. Einer raschen Geldmengenausweitung wurde zumeist mit einer schärferen direkten Beschränkung der Bankkreditvergabe oder mit höheren Zinssätzen begegnet. Auf diese Weise wurden die Zunahme des Verschuldungsgrads und das Risiko, das Ungleichgewichte an den Vermögensmärkten für die regulierten Finanzinstitute darstellten, begrenzt. So regulierte Systeme führten zwar zu potentiell schwerwiegenden Fehllenkungen in der Kreditvergabe, doch sie waren weniger anfällig gegenüber großen zyklischen Schwankungen, wie sie im derzeitigen stärker liberalisierten Umfeld auftreten.

Mit der Liberalisierung im Finanzsektor gingen erhebliche Bilanzverlängerungen im privaten Sektor einher; dabei stieg die Verschuldung im Verhältnis zum BIP deutlich an, und die Bestände an marktbezogenen Finanzaktiva wurden aufgestockt. Außerdem reagiert das Kreditwachstum mittlerweile empfindlicher auf die zugrundeliegenden wirtschaftlichen Bedingungen und ebenso auf die Wahrnehmung von Risiken, und die Verknüpfungen zwischen den Märkten für Vermögenswerte und dem Kreditwachstum sind enger geworden. Auch die Ausgaben des privaten Sektors sind gegenüber der Vermögenspreisentwicklung zunehmend reagibel. Insgesamt ist die Verflechtung zwischen der gesamtwirtschaftlichen Lage und der Stabilität des Finanzsystems sehr viel enger geworden.

Die Wahrung der Stabilität des Finanzsystems ist somit ein wichtiges Ziel vieler Entscheidungsträger. In den letzten Jahrzehnten lagen die Ursachen für zahlreiche Instabilitäten in einer mangelhaften Wirtschaftspolitik, begleitet u.a. von hohen Inflationsraten, und in einem unzureichenden Risikomanagement durch die Finanzinstitute. Die Erfahrung zeigt jedoch, daß finanzielle Ungleichgewichte auch in einem Umfeld niedriger Inflationsraten entstehen können.

... seit der Liberalisierung im Finanzsektor ...

... mit neuen Herausforderungen für Entscheidungsträger

Denn trotz der kürzlich erzielten Fortschritte bei den Risikomanagement-Praktiken kann der Fall eintreten, daß eine anhaltend niedrige Inflation, insbesondere in Verbindung mit einer hohen Glaubwürdigkeit der Zentralbank und einem robusten Wirtschaftswachstum, eben den Optimismus weckt, der zu einem steilen Anstieg der Kreditvergabe und unhaltbaren Preissteigerungen bei Vermögenswerten führt. In einem derartigen Umfeld kann der Konjunkturaufschwung mit einer Überbeanspruchung der Kreditmärkte und einer übermäßigen Kapitalakkumulation einhergehen, während die anschließende Abschwungphase diese Ungleichgewichte wieder behebt. Der Umgang mit diesen Zyklen kann die Währungsbehörden ebenso wie die Aufsichtsinstanzen vor erhebliche Herausforderungen stellen.

Kredite und Vermögenspreise

Aufstieg und Fall an den Märkten für Vermögenswerte ...

Zyklen bei Krediten und Vermögenspreisen treten in der Regel gemeinsam auf und verstärken sich oft gegenseitig. Steigende Vermögenspreise können der Konjunktur Auftrieb geben, und indem sie für Wertsteigerungen von Sicherheiten sorgen, können sie die Kreditkosten senken und die Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln sowohl für die Unternehmen als auch für die privaten

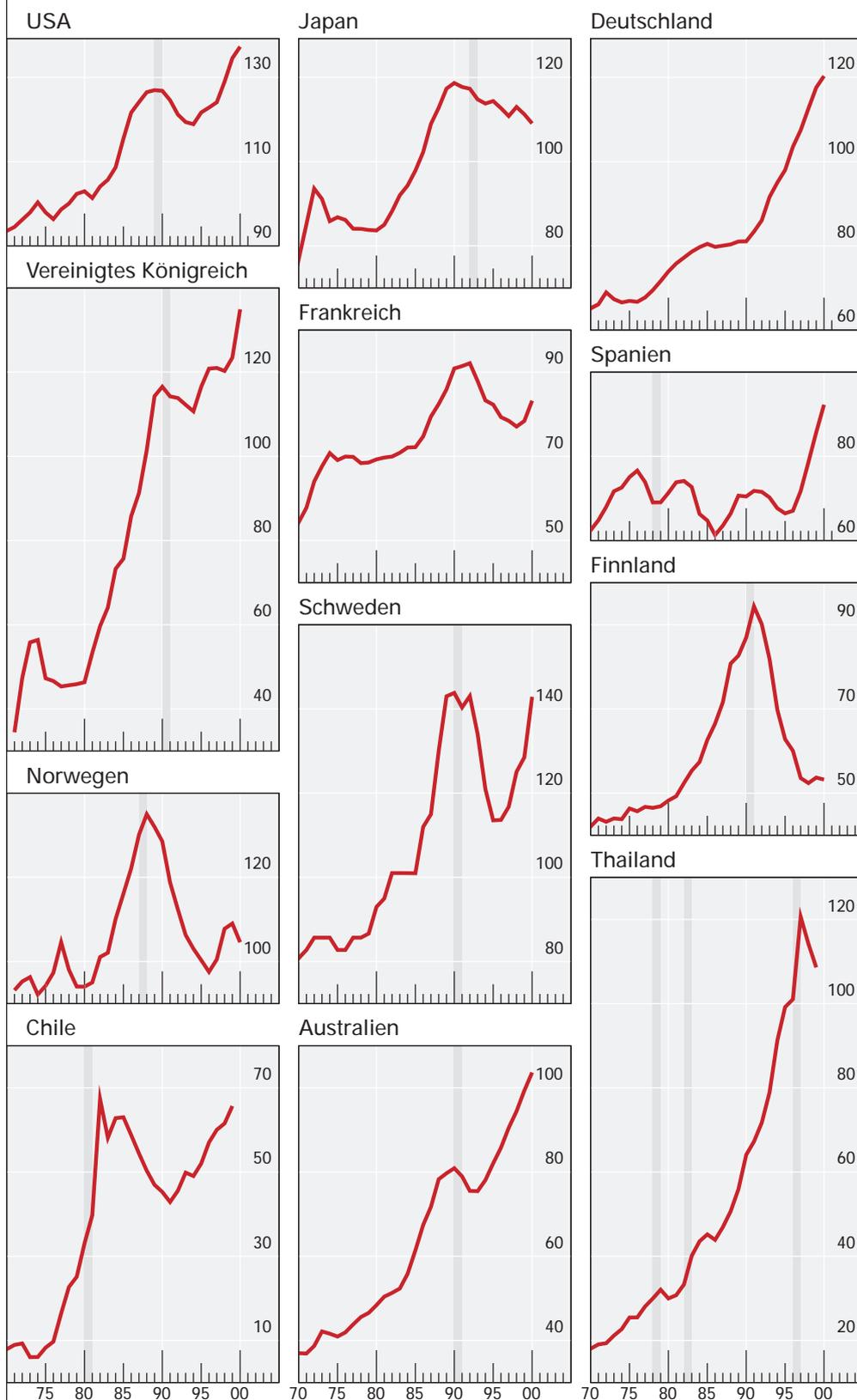
Kredit- und Vermögenspreiszyklen ¹									
	Verhältnis Kredite/BIP ²			Preise für Wohneigentum ³			Preise für gewerbliche Immobilien ^{3, 4}		
	Tief zu Hoch	Hoch zu Tief	4. Q. 1995–	Tief zu Hoch	Hoch zu Tief	4. Q. 1995–	Tief zu Hoch	Hoch zu Tief	4. Q. 1995–
	Anfang 80er – Ende 90er Jahre		4. Q. 2000	Anfang 80er – Ende 90er Jahre		4. Q. 2000	Anfang 80er – Ende 90er Jahre		4. Q. 2000
USA	25	- 7	16	.	.	30	39	-50	35
Japan ⁵	36	-11 ⁶	- 5	115	-22 ⁶	-12	132	-51 ⁶	-35
Deutschland	.	.	23	59	-17 ⁶	-16	233	-43	51
Frankreich	22	-14	2	87	- 8	24	407	-52	88
Italien	18	- 8	11	102	-11	9	194	-54	70
Vereinigtes Königreich	72	- 8	19	215	-12	68	125	-27	22
Kanada	28	- 1	11	102	- 3	10	54	-53	33
Spanien	11	- 5	26	230	- 6	43	601	-70	210
Australien	28	- 5	22	86	.	34	578	-49	25
Niederlande	.	.	46	.	.	88	113	-20	69
Belgien	22	- 4	2	.	.	22	136	-26	32
Schweden	53	-30	27	121	-16	49	1027	-83	123
Schweiz	45	.	- 3	101	-25	- 6	131	-31	1
Dänemark	12	-14	12	87	-19	46	277	-35	43
Norwegen	40	-37	4	175	-26	68	245	-44	12
Finnland	48	-42	-10	286	-58	57	912	-49	24
Irland	.	.	40	.	.	124	48	-17	153

¹ Zyklen definiert durch Hochs und Tiefs des Verhältnisses der Kredite zum BIP bzw. der Immobilienpreise. ² Veränderung im jeweiligen Zeitraum in Prozentpunkten. ³ Veränderung im jeweiligen Zeitraum in Prozent. ⁴ Daten beziehen sich in der Regel auf die größten Städte. ⁵ Nur Grundstückspreise. ⁶ Kein Tief feststellbar; berechnet bis Ende 2000.

Quellen: Frank Russell Canada Limited; Investment Property Databank Ltd.; Jones Lang LaSalle; Ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF); Nomisma; OPAK; Ring Deutscher Makler; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; weitere private Immobilienverbände; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle VII.1

Kreditzyklen und Anspannungen im Finanzsektor¹



¹ Kredite an den privaten Sektor (Definition je nach Land unterschiedlich) in Prozent des BIP; Schattierung: Beginn von Anspannungen im Finanzsektor.

Quellen: G. Kaminsky und C. Reinhart, „The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems“, *American Economic Review*, Juni 1999; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Grafik VII.1

Haushalte verbessern. Beschleunigtes Wirtschaftswachstum und zusätzliche Kreditaufnahmen können dann ihrerseits die Vermögenspreise weiter in die Höhe treiben. Die Wechselwirkung zwischen den Kredit- und den Vermögensmärkten kann sich sogar noch verstärken, wenn die Vermögenspreise sinken und sich die Konjunkturlage verschlechtert. Rückläufige Preise verringern insbesondere den Wert der von den Finanzinstituten gehaltenen Sicherheiten und können diesen Instituten somit erhebliche Verluste einbringen sowie letztendlich dazu führen, daß das Kreditangebot schrumpft.

... vor allem am
Immobilienmarkt ...

In den am stärksten ausgeprägten Finanzzyklen der letzten Jahrzehnte war die Entwicklung der Immobilienpreise, insbesondere der Preise gewerblicher Immobilien, von zentraler Bedeutung. Dies liegt zum Teil an der wichtigen Rolle, die Grundstücke und Gebäude bei der Besicherung von Bankkrediten spielen. Zudem scheint der Markt für gewerbliche Immobilien gegenüber starken Schwankungen der Preise wie auch der neuen Bauvorhaben besonders anfällig zu sein. Stürmisch verlaufende Zyklen an diesem Markt lagen vielen der Probleme zugrunde, mit denen Banken in Australien, Finnland, Japan, Norwegen, Schweden, den USA und dem Vereinigten Königreich Ende der achtziger und Anfang der neunziger Jahre sowie in jüngster Zeit in mehreren asiatischen Ländern zu kämpfen hatten.

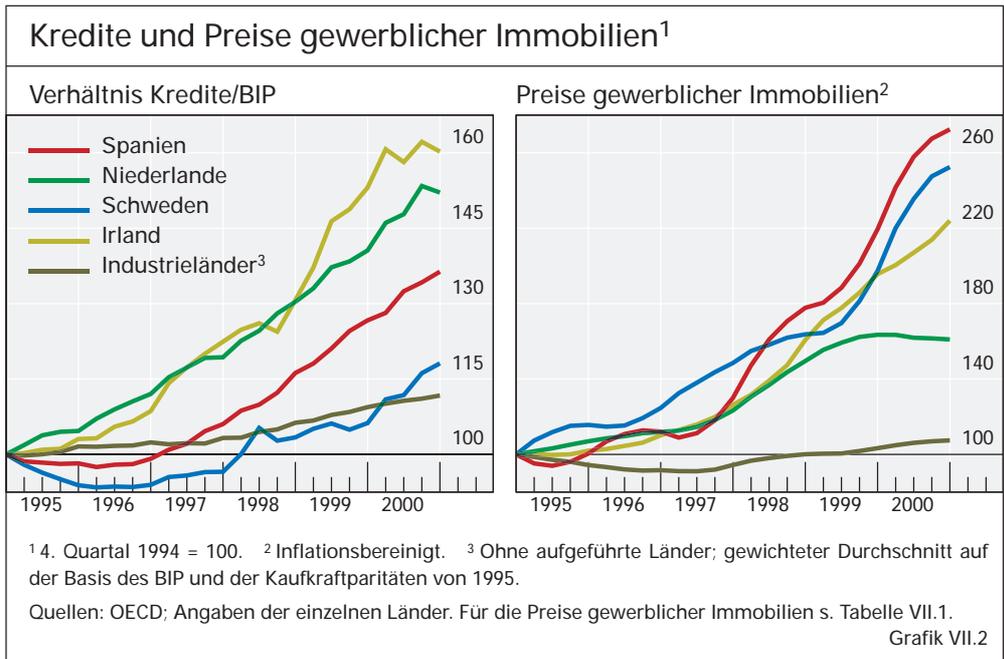
... seit jeher
Auslöser von
Finanzmarkt-
instabilität

Die Entwicklungen an den Märkten für Wohneigentum haben die Finanzzyklen ebenfalls geprägt, auch wenn sie in der Regel nicht die wichtigste unmittelbare Ursache für Instabilitäten an den Finanzmärkten waren. Vielmehr verringerten die rückläufigen Preise für Wohneigentum den Finanzierungsspielraum und dämpften die Konsumausgaben, wodurch sich die Konjunkturerholung verlangsamte. Die tendenziell steigende Verschuldung der privaten Haushalte, die in den letzten Jahren in vielen Ländern zu verzeichnen war, hat vermutlich das künftige Potential für ähnliche konjunkturerhemmende Einflüsse erhöht.

Preise für gewerbliche Immobilien in den meisten Industrieländern weiter unterhalb Höchstständen

Seit Mitte der neunziger Jahre wiesen die Industrieländer mit dem stärksten Kreditwachstum meistens auch den größten Preisanstieg bei gewerblichen Immobilien auf. Beispielsweise weitete sich das Kreditvolumen in Irland, den Niederlanden, Schweden und Spanien besonders rasch aus, und die Preise für gewerbliche Immobilien in den größten Städten dieser Länder stiegen deutlich. Insgesamt hat sich der derzeitige Aufschwung an den Märkten für gewerbliche Immobilien jedoch nicht zu einem ähnlich breit abgestützten Boom ausgeweitet wie in den achtziger Jahren, auch wenn es in einigen Städten gewisse Anzeichen der Überhitzung gab. In den meisten Industrieländern, darunter in Deutschland, Frankreich, Italien, den USA und dem Vereinigten Königreich, liegen die Preise für gewerbliche Immobilien trotz der jüngsten Preissteigerungen real nach wie vor deutlich unter den vorherigen Höchstwerten. In Japan, das noch immer unter den Folgen des Zusammenbruchs des Immobilienpreisbooms der achtziger Jahre leidet, sind die Preise seit 11 Jahren rückläufig.

Im gegenwärtigen Finanzzyklus sind die Hypothekenkredite für den Wohnbau in einer Reihe von Ländern rasch gewachsen, und es wurden hohe Immobilienpreissteigerungen verzeichnet. Dabei stiegen z.B. die Preise für Wohneigentum in Australien, Norwegen, Schweden und dem Vereinigten



Königreich auf diese Weise sowohl nominal als auch real über die Höchstwerte hinaus, die Ende der achtziger Jahre erreicht worden waren.

Kreditzyklen sind meistens auch mit Zyklen am Aktienmarkt verbunden, obwohl der Zusammenhang hier weniger eng ist als zwischen Kreditvolumen und Immobilienpreisen. Der Aufschwung im Finanzzyklus der zweiten Hälfte der neunziger Jahre war dennoch ganz wesentlich von einer außergewöhnlichen Aktienhausse, insbesondere im Technologie- und Kommunikationsbereich, gekennzeichnet. Eine Zeitlang schienen diese Wertsteigerungen eine Eigendynamik zu entwickeln, d.h. die höheren Aktienkurse trugen wiederum zu einem stärkeren Wirtschaftswachstum, einem noch größeren Vertrauen in die Zukunft und einer höheren Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe, insbesondere an Unternehmen aus Branchen mit rasch steigenden Aktienkursen, bei.

Aufschwung in den neunziger Jahren geprägt durch außergewöhnliche Aktienhausse

Obwohl die Ende der neunziger Jahre erzielten Aktienkursgewinne im Laufe des letzten Jahres zum Teil wieder verloren gingen, scheint die Stabilität der meisten Bankensysteme hiervon bislang weitgehend unberührt geblieben zu sein. Trotz dieser allgemeinen Widerstandsfähigkeit hat sich die Abhängigkeit von der Entwicklung am Aktienmarkt bei vielen Banken im letzten Jahrzehnt jedoch erhöht, und zwar infolge der Ausweitung des Eigenhandels, der gestiegenen Kreditvergabe an private Haushalte zur Finanzierung von Aktienkäufen sowie einer größeren Abhängigkeit von Gebühreneinkünften aus der Vermögensverwaltung und der Maklertätigkeit. Zudem sind die privaten Haushalte der Entwicklung der Aktienkurse stärker ausgesetzt, was zunehmend sichtbar wird, insbesondere in Rentenversicherungssystemen mit Beitragsprimat. Dies läßt allgemein auf größere Vermögenseffekte schließen, ganz besonders aber in den USA.

Banken und private Haushalte immer stärker am Aktienmarkt engagiert

Zyklisches Verhalten der Institute und der Märkte

Charakteristisch für Finanzzyklen ist auch die zyklische Entwicklung des Risikoverhaltens sowie der Einschätzung und preislichen Bewertung von Risiken

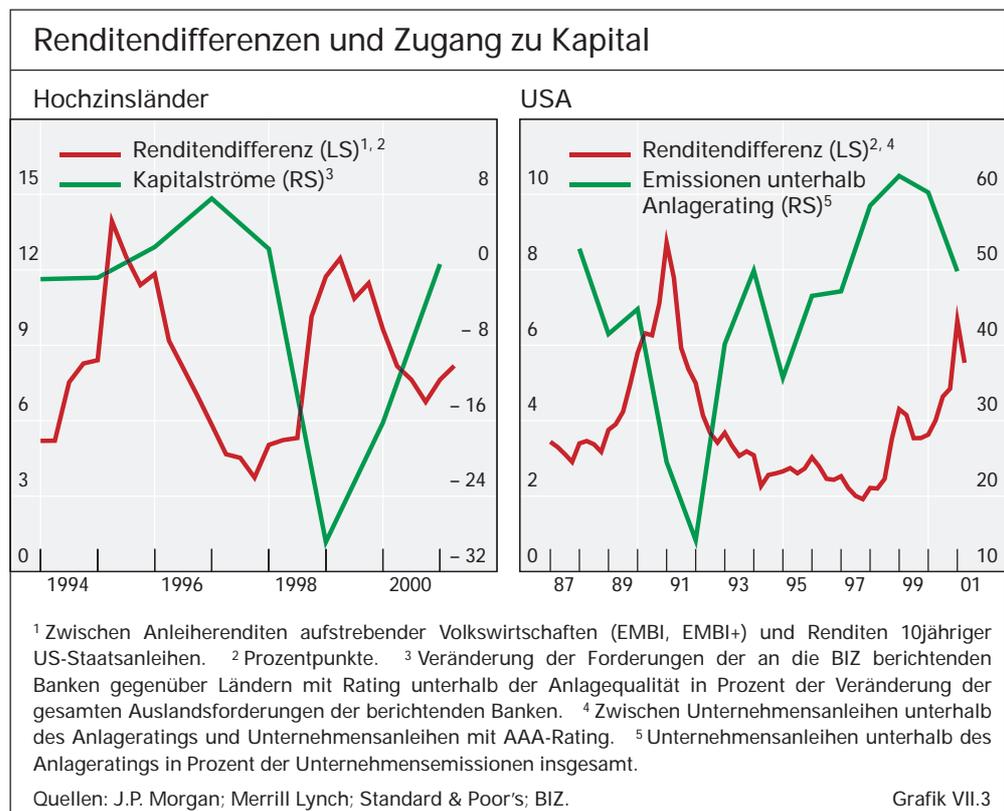
In der Hochkonjunktur üblicherweise:
 – Lockerung der Kreditvergabebedingungen

durch die Märkte und die Finanzinstitute. In Zeiten starken wirtschaftlichen Wachstums scheint die Risikobereitschaft im Gleichlauf mit dem Optimismus über die künftige Entwicklung zuzunehmen. Ein Anzeichen hierfür ist die Lockerung der Kreditvergabebedingungen, die sich u.a. in weniger strengen Auflagen und Besicherungserfordernissen äußert. Außerdem erhalten Kreditnehmer, die als verhältnismäßig risikoreich gelten, sowohl bei den Banken als auch an den Kapitalmärkten leichter Zugang zu Finanzierungen.

Diese Verlaufsmuster waren in den letzten Jahren deutlich erkennbar. Das starke Wachstum der asiatischen Volkswirtschaften Anfang und Mitte der neunziger Jahre führte zu einem außergewöhnlich hohen Zufluß von ausländischem Kapital, mit dem schließlich hochriskante Investitionen finanziert wurden. Auch in den USA bewirkte eine Lockerung der Kreditvergabebedingungen insbesondere im Zeitraum 1996–98 eine rasche Zunahme der Konsortialkredite an Unternehmen mit einem Rating unterhalb der Anlagequalität sowie der Ausleihungen an private Haushalte ohne erstklassige Bonität. Ebenso stieg der Absatz relativ riskanter Unternehmensanleihen in diesem Zeitraum deutlich an. In Europa wurden die Kreditvergabebedingungen in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre ebenfalls gelockert, wie aus den höheren Beleihungsquoten bei Wohnbauhypotheken in einigen Ländern zu ersehen ist.

– engere Kreditzinsspannen

Die Kreditrisikoprämie bewegt sich ebenfalls prozyklisch, d.h. sie sinkt im Konjunkturaufschwung und steigt im Konjunkturabschwung. In Zeiten raschen Kreditwachstums sind viele Banken bereit, die Kreditzinsspannen zu kürzen, um Marktanteile zu wahren oder sogar auszubauen. Beispielsweise reichten die Margen in Japan Ende der achtziger Jahre und in ganz Asien Mitte der

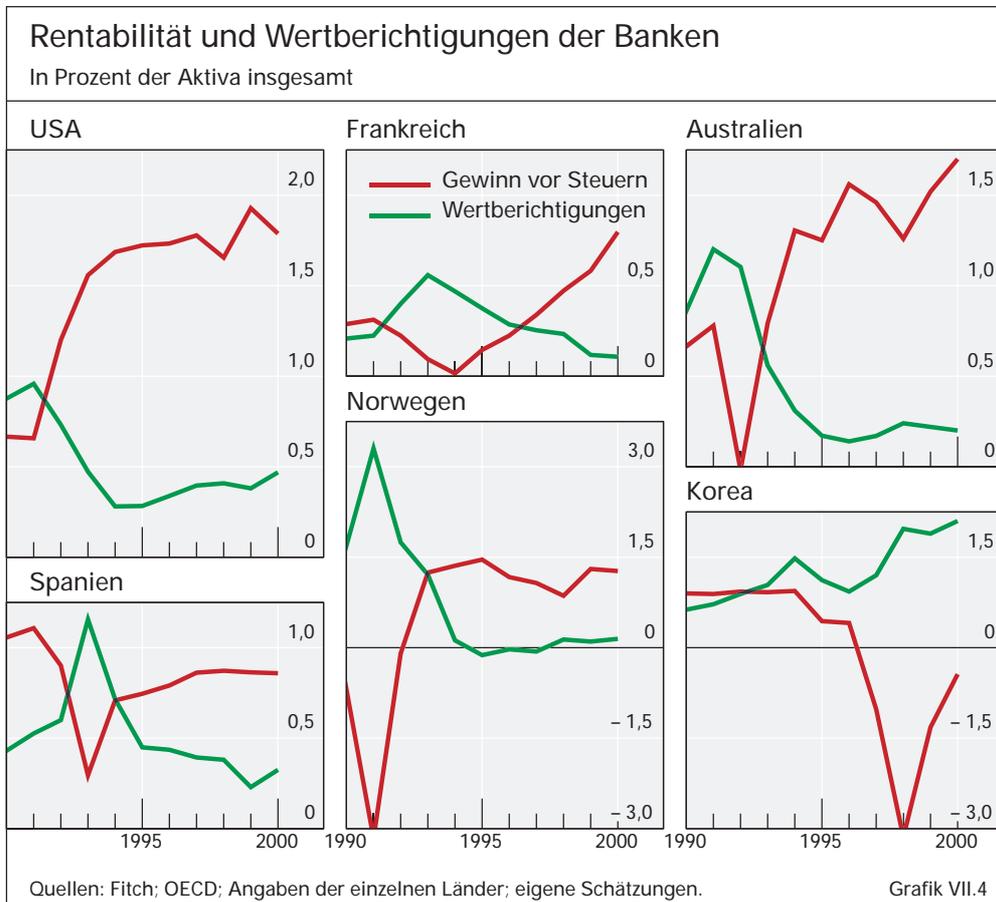


neunziger Jahre kaum zur Deckung der betrieblichen Aufwendungen. In den USA verringerten sich die Kreditzinsspannen der Banken für Handels- und Industriekredite nahezu während der gesamten neunziger Jahre, bevor sie 1998, vor allem für die risikoreichsten Kreditnehmer, wieder stiegen. Auch in mehreren europäischen Ländern gerieten die Kreditzinsspannen unter Druck, was zum Teil durch den verschärften Wettbewerb bedingt war. Der zyklische Verlauf der Kreditrisikoprämien ist auch bei den Renditenabständen von Anleihen unterschiedlicher Bonität zu erkennen, wobei sich die Spannen in Zeiten starken Wachstums tendenziell verengen und in Rezessionen ausweiten.

Ein wichtiges Element, das diesen Verlaufsmustern zugrunde liegt, ist die Tendenz der Bankgewinne, im Konjunkturaufschwung zu steigen und im Konjunkturabschwung – oft deutlich – zu fallen. Der Rückgang der Rentabilität während eines Konjunkturabschwungs führt häufig zu geringerer Risikotoleranz und in einigen Fällen zu einem merklich geringeren Kreditangebot, wobei die Banken in der Regel entweder ihre Portfolios zugunsten verhältnismäßig sicherer Anlagen umschichten oder höhere Zinsmargen verlangen.

– höhere Rentabilität der Banken ...

Der wichtigste Faktor für die zyklischen Schwankungen der Rentabilität der Banken ist der zyklische Charakter des Volumens der Kreditausfälle und insbesondere der Rückstellungen für diese Ausfälle. Aus Gründen, die weiter unten erläutert werden, steigen die Zuweisungen zu den Rückstellungen erst, nachdem eine erhebliche Verschlechterung der Kreditqualität eingetreten ist. Dies bedeutet, daß Rückstellungen meist nur im Konjunkturabschwung erhöht werden, und zwar oft innerhalb sehr kurzer Zeit.



Rentabilität großer Banken 1999 und 2000									
	Anzahl Banken	Gewinn vor Steuern		Wertberichtigungen		Nettozinsspanne		Betriebskosten	
		1999	2000	1999	2000	1999	2000	1999	2000
		in Prozent der durchschnittlichen Aktiva insgesamt							
USA	12	2,17	1,79	0,44	0,63	3,34	3,22	3,84	4,10
Japan ¹	16	0,42	0,37	0,90	0,52	1,14	1,07	0,89	1,01
Deutschland	4	0,43	0,55	0,28	0,18	0,95	0,82	1,65	1,74
Frankreich	4	0,69	0,83	0,20	0,18	1,14	0,94	1,85	1,91
Vereinigtes Königreich	4	1,43	1,53	0,33	0,21	2,30	2,21	2,40	2,39
Kanada	6	1,17	1,31	0,24	0,29	1,94	1,93	2,59	2,74
Spanien	4	1,21	1,33	0,33	0,35	2,62	2,63	2,65	2,62
Australien	4	1,72	1,85	0,24	0,20	2,72	2,43	2,55	2,39
Schweden	3	0,84	1,09	0,01	0,07	1,27	1,39	1,50	1,66
Schweiz	2	0,82	0,96	0,12	0,04	0,70	0,73	2,55	2,90

¹ Angaben für 1999 beziehen sich auf das am 31. März 2000 abgeschlossene Geschäftsjahr; Angaben für 2000: Daten für das erste Halbjahr auf das Geschäftsjahr 2000 hochgerechnet.
Quelle: Fitch. Tabelle VII.2

... u.a. aufgrund geringerer Wertberichtigungen für notleidende Kredite

Der enge Zusammenhang zwischen Gewinnen und Rückstellungen zeigt sich im derzeitigen Zyklus deutlich. Im Verlauf der zweiten Hälfte der neunziger Jahre war die Eigenkapitalrendite der Geschäftsbanken in den USA ständig so hoch wie seit mindestens 20 Jahren nicht mehr. Gleichzeitig sanken die Wertberichtigungen der US-Banken erheblich. Ähnlich nahm auch die Eigenkapitalrendite der Banken im Euro-Raum – wenngleich wesentlich niedriger als in den USA – im Verlauf der neunziger Jahre stetig zu, wobei sich die Wertberichtigungen gleichzeitig verringerten. In letzter Zeit wurde die hohe Rentabilität der Banken auch in Australien, Schweden und dem Vereinigten Königreich von niedrigen Wertberichtigungen begünstigt.

Verstärkungsmechanismen im Finanzsektor

Erklärungen dafür, weshalb die Bewegungen im Finanzsystem als übermäßig prozyklisch anzusehen seien, stützen sich vor allem darauf, daß die Finanzmarktteilnehmer auf die sich im Zeitverlauf ergebenden Risikoveränderungen unangemessen reagieren. Ein solches Verhalten kann eine Vielzahl von Ursachen haben, u.a. die Methoden der Risikobewertung, die Anreize, die sich für die einzelnen Personen bei einer gegebenen Bewertung bieten, und die Art der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen. Der wichtigste dieser drei Faktoren ist wohl die Risikobewertung im Zeitverlauf.

Risikobewertung im Zeitverlauf

Günstige Wirtschaftsentwicklung ...

Finanzzyklen haben ihren Ursprung häufig in günstigen Entwicklungen auf der Angebotsseite. Die Geschichte bietet zahlreiche Beispiele, wie eine wirtschaftliche Liberalisierung, die Entdeckung neuer Ressourcen oder die Entwicklung neuer Technologien die Antriebskraft für ein dynamisches Wirtschaftswachstum waren und einen gewaltigen Optimismus weckten. Oft wird dieser Optimismus dadurch verstärkt, daß solche Entwicklungen nicht nur das

Wirtschaftswachstum beschleunigen, sondern auch die Inflation verringern sowie den Gewinnanteil am Volkseinkommen erhöhen.

Unter derart günstigen Voraussetzungen sind erhebliche Steigerungen der Vermögenspreise gerechtfertigt. Das Problem besteht darin, daß es für das Ausmaß dieser Preissteigerungen keine zuverlässige Bezugsgröße gibt, da es von ungewissen Zukunftsaussichten abhängt. In vielen Aufschwungsphasen scheinen sich die Erwartungen zu optimistisch zu entwickeln, und entsprechend werden die Risiken dann offenbar unterschätzt. So können die Vermögenspreise auf ein nicht haltbares Niveau getrieben werden, und das Kreditwachstum kann das Wachstum des nominalen BIP bei weitem übertreffen.

... rechtfertigt
höhere Vermögens-
preise ...

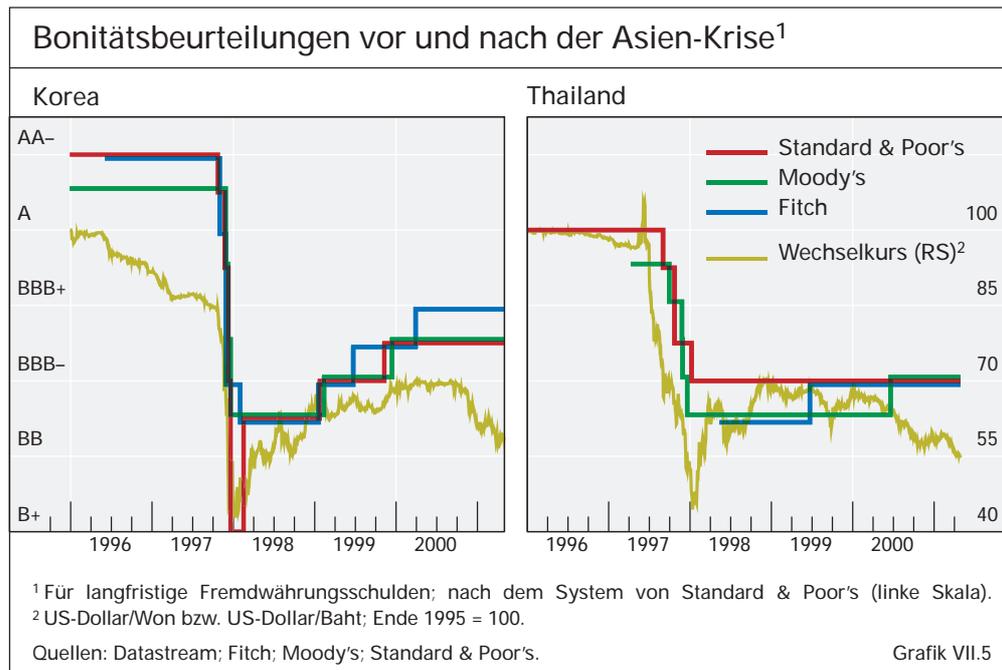
Die Neigung von Investoren, Unternehmern und Finanzinstituten zu übermäßigem Optimismus in Zeiten des Aufschwungs läßt sich durch mehrere Faktoren erklären, die zum Teil auf einer selektiven Wahrnehmung beruhen. Psychologische Versuche zeigen, daß die Menschen ungünstigen Ereignissen von geringer Wahrscheinlichkeit in ihrer Erwartungshaltung ein zu geringes Gewicht beimessen. Auch legen sie im Falle sogenannter kognitiver Dissonanzen Informationen routinemäßig so aus, daß die herrschenden Überzeugungen bestätigt werden. Daher werden Informationen in einer Zeit starken Wachstums, niedriger Inflation und hoher Rentabilität häufig so verstanden, daß sie die Fortdauer günstiger Bedingungen bestätigen, während die sich mehrenden Anzeichen möglicher künftiger Probleme vernachlässigt werden. Doch wenn sich das Wachstum unter der Last von finanziellen Ungleichgewichten und Überinvestitionen in Sachanlagen verlangsamt oder wenn die Rentabilität infolge des verschärften Wettbewerbs und eines rascheren Lohnanstiegs sinkt, können sich diese Meinungen plötzlich ändern, und spätere Informationen werden viel negativer ausgelegt. Dem kann sehr schnell eine Woge des Pessimismus folgen.

... aber
übermäßiger
Optimismus ...

Eine weitere, damit zusammenhängende Erklärung für die Risiko-unterschätzung während der letzten Konjunkturaufschwünge ist, daß viele der derzeitigen Ansätze zur Risikobewertung dazu neigen, implizit die gegenwärtigen Verhältnisse in die Zukunft zu extrapolieren. Beispielsweise lassen Methoden zur Messung des Kreditrisikos anhand der Aktienkurse in Zeiten eines Konjunkturaufschwungs eher auf ein niedrigeres Ausfallrisiko für Unternehmensschuldner schließen, da die Aktienkurse steigen und die Volatilität abnimmt. Ebenso ergeben die internen Rating-Systeme, die die Banken für die Risikomessung verwenden, eher sinkende Risiken, wenn die aktuellen Ausfallquoten niedrig sind. Hierin spiegelt sich zum Teil der kurze Zeithorizont wider, der häufig für die Risikomessung in diesen Systemen herangezogen wird. Zudem werden externe Bonitätseinstufungen oftmals erst nach dem Eintreten ungünstiger Ereignisse angepaßt und nicht schon während des Entstehens der Risiken. Ein Beispiel hierfür ist, daß während der Asien-Krise Rückstufungen von Ratings meist erst nach den massiven Währungsabwertungen erfolgten, wobei die Ratings mit dem Ende der Krise wieder angehoben wurden.

... und
Extrapolation
gegenwärtiger
Verhältnisse ...

Eine solche Fortschreibung der aktuellen Situation kann angemessen sein, wenn die gesamtwirtschaftlichen Bedingungen sehr beständig sind. In diesem Fall liefert die jeweilige Wirtschaftslage die besten, wenn auch ungenaue Richtwerte für die Zukunft. Ist diese Sichtweise korrekt, dann bedeutet



dies, daß die Risiken während eines Konjunkturaufschwungs möglicherweise nicht steigen, da es keinen Grund zu der Annahme gibt, daß ein Abschwung in nächster Zukunft nur deswegen wahrscheinlicher ist, weil die Wirtschaft eine Periode starken Wachstums zu verzeichnen hatte. Wenn dagegen die hinter der Hochkonjunktur stehenden Kräfte bereits den Keim für den Abschwung bergen, wie dies offensichtlich häufig der Fall ist, dann beginnen ab einem gewissen Zeitpunkt im Aufschwung die Risiken größer zu werden. Die während des Abschwungs steigende Zahl von Kreditausfällen sollte somit eher als das Ergebnis der während des Aufschwungs entstandenen Risiken verstanden werden und nicht als Zunahme der Risiken während des Abschwungs.

In der Praxis läßt sich nur schwer feststellen, ob und wann sich die Risiken während eines Aufschwungs tatsächlich zu erhöhen beginnen. Es gibt keine eindeutige Antwort. Die Geschichte lehrt jedoch, daß auf Phasen raschen Kreditwachstums, hoher Preissteigerungen bei Vermögenswerten, enger Kreditzinsspannen und eines hohen Investitionsniveaus meist Anspannungen im Finanzsystem folgen. In solchen Phasen ist das Risikoniveau demnach überdurchschnittlich hoch, auch wenn sich die Wirtschaft gerade in einer guten Verfassung befindet. Werden diese Risiken nicht erkannt, kann dies für die Verstärkung des Aufschwungs in einem Finanzzyklus eine wichtige Rolle spielen.

Anreize

Die Anreize, die sich Gläubigern in ihren Entscheidungen auf eine gegebene Risikobewertung hin bieten, können den Gang von Finanzzyklen ebenfalls beeinflussen. Das deutlichste Beispiel hierfür ist vielleicht der Anreiz für eine einzelne Bank, die Kreditvergabebedingungen während eines Abschwungs zu verschärfen. Jede Bank könnte zwar mit gutem Grund annehmen, daß ihre eigenen Maßnahmen die Wirtschaftslage nicht verändern werden, doch ist dies insofern ein Trugschluß, als die Wirtschaftslage mit ziemlicher Sicherheit

... als zusätzliche
potentielle
Antriebskräfte des
Aufschwungs

Infolge
unterschiedlicher
Anreize auf
Instituts- und
Systemebene ...

beeinträchtigt würde, wenn sich alle Banken gleich verhielten. Selbst wenn sich eine Bank dessen bewußt wäre, hätte sie während eines Abschwungs noch immer einen Anreiz zur Verschärfung der Kreditvergabebedingungen. Durch eine institutsübergreifende Koordinierung könnte dieser Anreiz ausgeschaltet werden, doch ein solcher Ansatz ist in durch Wettbewerb geprägten Bankensystemen problematisch.

Anreize können auch durch unangemessen konzipierte finanzielle Sicherheitsnetze und verschiedene Formen von Haftungsbeschränkungen verzerrt werden. Diese Vorkehrungen können dazu führen, daß Kreditgeber den Abschwungsszenarien mit Blick auf die Gesamtgesellschaft nicht genügend Gewicht beimessen, da einige der unter solchen Szenarien eintretenden Verluste wahrscheinlich von anderen, darunter den Steuerzahlern, übernommen werden müssen. Ferner können Vergütungsvereinbarungen, bei denen der Schwerpunkt auf kurzfristige Ergebnisse und auf eine relative statt eine absolute Performance gelegt wird, einer langfristigen Perspektive sowie der Bewertung des Gesamtrisikos im Wege stehen.

... möglicherweise stärkere prozyklische Ausrichtung des Finanzsystems

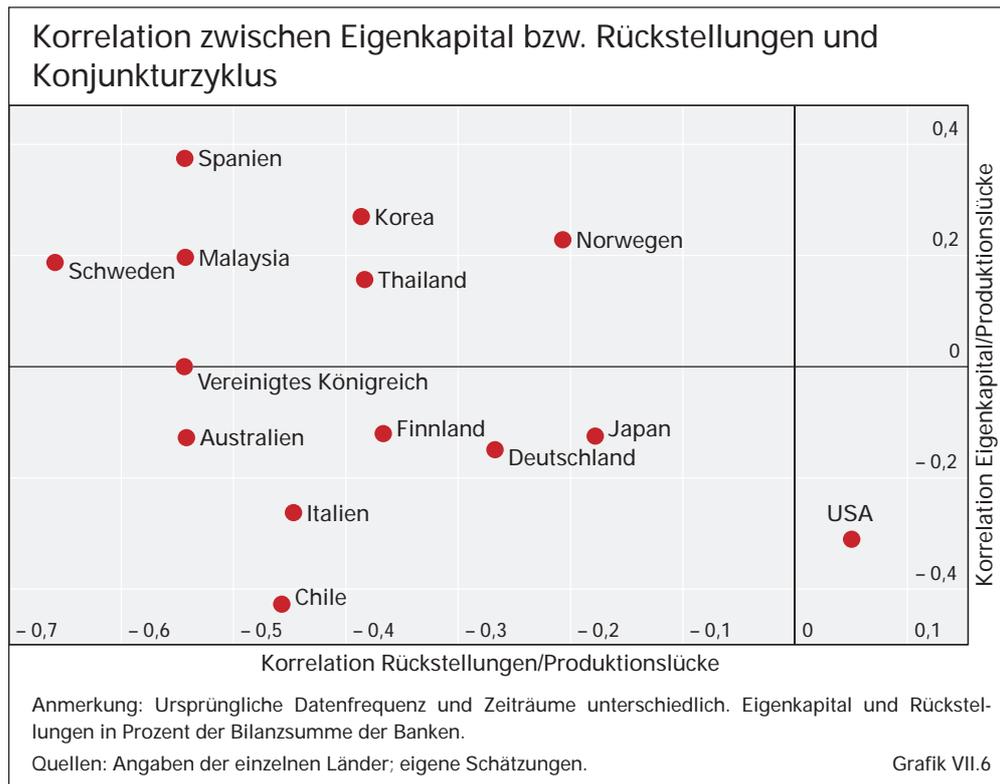
Bilanzierungsmethoden und aufsichtsrechtliche Grundsätze

Die Gestaltung von Bilanzierungs- und Aufsichtsvorschriften kann die Reaktionsweise von Finanzinstituten bei Veränderungen der Risikoeinschätzungen ebenfalls beeinflussen. Daß es in der Geschichte immer wieder zu Finanzzyklen gekommen ist, deutet allerdings darauf hin, daß die Struktur der Aufsicht nicht die wichtigste Ursache dieser Zyklen ist.

Eine wichtige Einflußgröße für den zyklischen Verlauf der Rentabilität von Banken sind, wie bereits gesagt, die Wertberichtigungsmethoden. In vielen Ländern dürfen nach den geltenden Bilanzierungsregeln erst dann Rückstellungen gebildet werden, wenn eine eindeutig nachweisbare Bonitätsverschlechterung eingetreten ist. Des weiteren ist die steuerliche Abzugsfähigkeit von Wertberichtigungen häufig beschränkt. Folglich kann es für eine Bank schwierig sein, während eines Wirtschaftsaufschwungs die Rückstellungen zu erhöhen, auch wenn ihre Beurteilung richtig ist, daß sich die künftige Rückzahlungsfähigkeit ihrer Kreditnehmer verschlechtert hat. Die zusätzlichen Gewinne der Bank, die sich aus zu geringen Rückstellungen ergeben, könnten zwar thesauriert statt als Dividendenzahlungen ausgeschüttet oder für Aktienrückkäufe verwendet werden. Da die Geschäftsleitung der Bank unter Druck steht, die Eigenkapitalrendite zu maximieren, ist dies jedoch nicht immer möglich.

Regeln für Rückstellungen gegenwärtig nur vergangenheitsbezogen ...

Die Struktur der Eigenkapitalregelung für Banken kann die Dynamik der Finanzzyklen ebenfalls beeinflussen. Ein aufsichtsrechtliches System, in dessen Mittelpunkt Mindesteigenkapitalquoten stehen, könnte zwar zur allgemeinen Stabilität des Finanzsystems beitragen, es könnte jedoch unter bestimmten Bedingungen auch Konjunkturabschwünge verschärfen. Der Grund hierfür ist, daß weitverbreitete Verluste eine Reihe von Banken veranlassen könnten, ihre Kreditvergabe wesentlich einzuschränken, um insbesondere die erheblichen Imageverluste und sonstigen Kosten zu vermeiden, die sich aus einer Nichteinhaltung der Mindesteigenkapitalquoten ergeben können. Auch jede Verschärfung der Kontrollen oder Kreditvergabebedingungen als Reaktion auf die Verluste könnte den Abschwung verstärken.

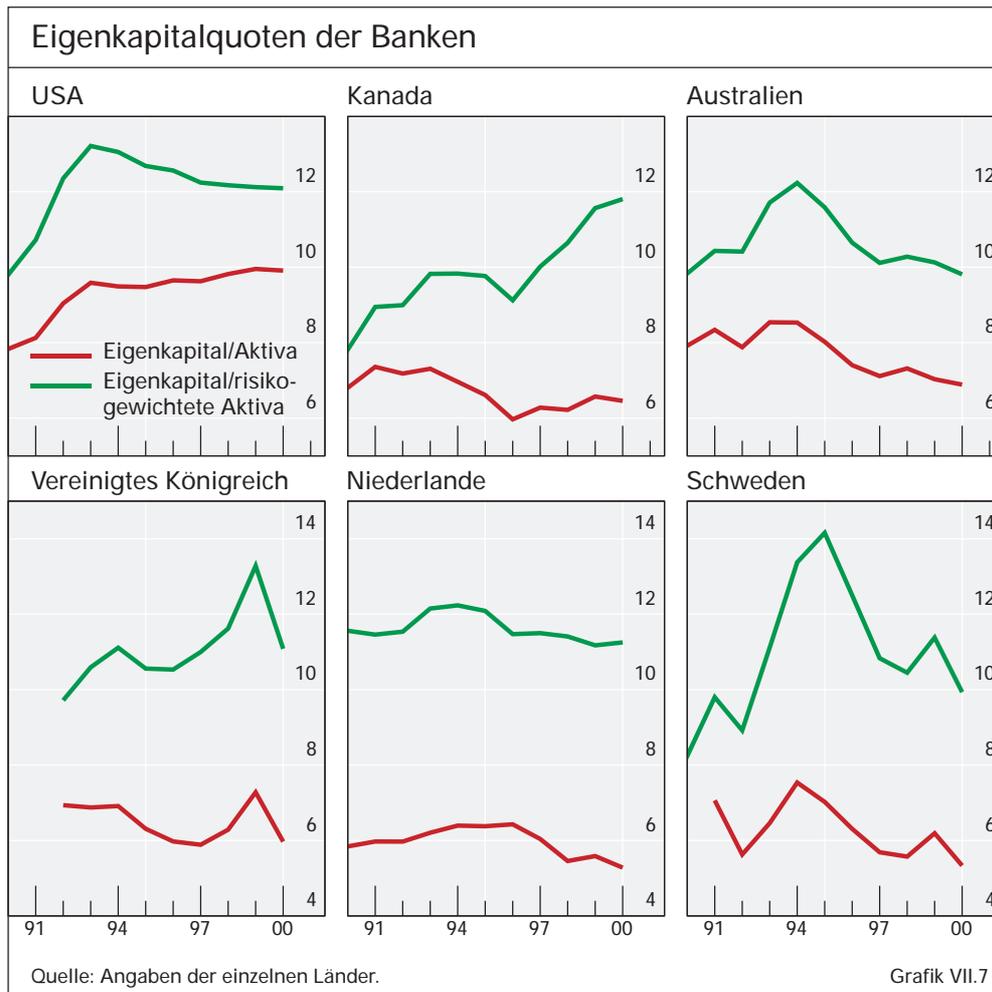


... und Mindestkapitalanforderungen nicht sehr risikoreagibel

Auch wenn der Einfluß solcher aufsichtsrechtlichen Bestimmungen nicht einheitlich nachweisbar ist, läßt sich wohl die Schlußfolgerung ziehen, daß die für einen Konjunkturabschwung typische Kreditkontraktion seitens der Banken milder ausfallen würde, wenn die Eigenkapitalquoten während des vorhergehenden Aufschwungs angehoben worden wären. Die derzeit gültigen Eigenkapitalvorschriften verlangen in einer Aufschwungsphase eine Anhebung des Eigenkapitalniveaus, wenn die Kreditvergabe ausgeweitet wird, nicht aber eine höhere Eigenkapitalquote in bezug auf die Ausleihungen. Nach den geltenden Vorschriften ändern sich die Eigenkapitalanforderungen für ein gegebenes Kreditportfolio im Zeitverlauf nicht mit dessen Risikograd. Weil in Aufschwungsphasen zudem möglicherweise zu geringe Rückstellungen gebildet werden, kann das im Bankensystem insgesamt zum Ausgleich von Verlusten vorhandene Polster in diesen Zeiten sogar schrumpfen.

Kein systematischer Zusammenhang der Eigenkapitalquoten über den Konjunkturzyklus

Bei einem Ländervergleich läßt sich kein deutlicher Zusammenhang zwischen den tatsächlichen Eigenkapitalquoten der Banken und dem Konjunkturzyklus erkennen. Seit Mitte der neunziger Jahre weisen einige Bankensysteme einen Anstieg, andere einen Rückgang der aggregierten Eigenkapitalquote auf. Bei länderübergreifenden Vergleichen zeigt sich vielleicht am deutlichsten, daß in denjenigen Ländern, in denen das Bankensystem Ende der achtziger und Anfang der neunziger Jahre mit Problemen zu kämpfen hatte, die Eigenkapitalquoten erst dann erheblich stiegen, als die Probleme bereits aufgetreten waren. Nachdem das Wirtschaftswachstum Tritt gefaßt hatte, gingen sie allmählich wieder zurück. In gewissem Umfang dürfte der Anstieg der Eigenkapitalquoten in den frühen neunziger Jahren auf den Druck der Aufsichtsinstanzen zurückzuführen gewesen sein. Ein weiterer wichtiger Faktor war jedoch, daß die zuvor in Schwierigkeiten geratenen Banken dem Markt



ihre wiedergewonnene Stärke beweisen mußten. Sobald dies geschehen war und sich das Wirtschaftswachstum erholt hatte, wurden die höheren Eigenkapitalquoten zunehmend als eine Beeinträchtigung für den Anteilseignerwert angesehen und gingen daher in der Folge wieder zurück.

Mögliche politische und regulatorische Maßnahmen

Grundsätzlich könnte den Problemen, die durch die wiederkehrenden Finanzzyklen entstehen, mit der Bankenaufsicht und der Geldpolitik begegnet werden. Eine wichtige Frage für die Entscheidungsträger ist jedoch, ob und gegebenenfalls wie dies tatsächlich geschehen sollte.

Nach einer verbreiteten Ansicht besteht der beste Beitrag der Entscheidungsträger zur Stabilität des Finanzsystems und der Gesamtwirtschaft darin, dafür zu sorgen, daß die Inflation niedrig und stabil ist, daß die Finanzinfrastruktur den allgemein akzeptierten internationalen Standards entspricht und daß auf Störungen im Finanzbereich unverzüglich reagiert wird. Die Vertreter dieser Ansicht verweisen darauf, daß viele Zyklen, die zu ernsthaften Belastungen des Finanzsystems führten, in Ländern auftraten, in denen entweder die Inflation hoch oder die Bankenaufsicht schwach und die Offenlegung unzureichend war. Sie heben auch die (weiter unten erörterten)

Reaktion der Entscheidungsträger auf Finanzzyklen möglich ...

praktischen Probleme in der Ausgestaltung eines aktiveren politischen und regulatorischen Ansatzes hervor.

... dabei aber
umstritten ...

Einer anderen Sichtweise zufolge sind die vorstehend genannten Bedingungen zur Erhaltung der Finanzstabilität zwar erforderlich, aber nicht ausreichend. Insbesondere ist klar, daß selbst Länder mit niedriger Inflation anfällig bleiben für kostspielige Finanzzyklen, die aus übermäßigem Optimismus entstehen. Folglich ließe sich argumentieren, daß sich die Stabilität des Finanzsystems und der Gesamtwirtschaft erhöht, wenn die Behörden Maßnahmen ernsthafter in Betracht ziehen würden, die die Reagibilität der Wirtschaft auf diese Zyklen mindern oder die sogar deren Entstehung durch gezielte Veränderungen im aufsichtsrechtlichen Instrumentarium bzw. der Notenbankzinsen entgegenwirken.

... ob und wie zu
handeln ist

Diese unterschiedlichen Auffassungen – zumindest wenn es um die Frage geht, ob gezielte Veränderungen im politischen und regulatorischen Instrumentarium möglich und wünschenswert sind – spiegeln zum Teil unterschiedliche Einschätzungen darüber wider, ob die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger Ungleichgewichte im Finanzsystem zu erkennen vermögen. Im nachhinein sind nicht tragfähige Phasen von Kreditausweitungen und Fehlentwicklungen von Vermögenspreisen zwar leicht ersichtlich, im voraus sind sie jedoch viel schwerer auszumachen. Bisweilen wird argumentiert, es sei unwahrscheinlich, daß die öffentlichen Entscheidungsträger die Nachhaltigkeit der jeweiligen Trends in allen Fällen besser einschätzen können als private Institute. Daher sollten sie von Interventionen absehen, die eigens vorgenommen werden, um den Aufschwung eines Finanzzyklus zu bremsen. Ein Gegenargument lautet, daß ein politisches bzw. regulatorisches Vorgehen nicht unbedingt dadurch begründet sein muß, daß die Entscheidungsträger über größere Urteilskraft verfügen als der private Sektor. Vielmehr können diese auf die gleiche Einschätzung der jeweiligen Trends durchaus ganz anders reagieren, weil sie andere Verantwortlichkeiten und Anreize haben. Die politischen Entscheidungsträger dürften beispielsweise stärker wegen möglicher Abschwungsszenarien besorgt sein als der private Sektor, insbesondere wenn für alle Finanzinstitute gleichartige Risiken bestehen. Es ist auch anzunehmen, daß sie einen längeren Zeithorizont haben und ihre Anreizstruktur nicht durch das Bestehen finanzieller Absicherungsmechanismen verzerrt wird.

Aufsichtsmaßnahmen

Wenn die Entscheidungsträger auf das immer wiederkehrende Auftreten von Finanzzyklen reagieren sollen, bietet sich als Instrument hierfür als erstes die Bankenaufsicht an. Hierbei bestehen drei grundlegende Handlungsmöglichkeiten: das Verständnis der Öffentlichkeit für die gesamten Risiken zu vertiefen, Vorschriften zu schaffen, die das Finanzsystem und die Gesamtwirtschaft weniger anfällig gegenüber finanziellen Ungleichgewichten machen, und mit gezielten Veränderungen der aufsichtsrechtlichen Anforderungen unmittelbar auf Ungleichgewichte zu reagieren.

Sensibilisierung für
Risikoänderungen
im Zeitverlauf

Die erste Handlungsmöglichkeit betrifft das zentrale Problem der Risikomessung im Zeitverlauf. Die Aufsichtsinstanzen könnten, indem sie z.B. Berichte und Reden hochrangiger Vertreter veröffentlichen, der Allgemeinheit

die Einschätzung der gesamten Risiken erleichtern. Sie könnten die Finanzinstitute auch auffordern, Stresstests durchzuführen, um die Anfälligkeit gegenüber bestimmten Gefahren zu verdeutlichen und zu bewerten, und sie könnten zusätzliche Meldungen oder die Offenlegung von Risiken verlangen. Einige Aufsichtsinstanzen in Ländern, die ein rasches Kreditwachstum und einen starken Anstieg der Immobilienpreise verzeichnen, haben kürzlich Schritte in diese Richtung unternommen.

Die zweite Handlungsmöglichkeit sind aufsichtsrechtliche Vorkehrungen, die in der Art automatischer Stabilisatoren den prozyklischen Charakter des Finanzsystems begrenzen könnten. Besonders wichtig sind in dieser Hinsicht die Regeln über die Eigenkapitalausstattung und die Bildung von Rückstellungen der Banken. Eigenkapital und Rückstellungen bilden gemeinsam den wichtigsten Schutz der Banken vor ungünstigen Ereignissen, wobei grundsätzlich das Eigenkapital Schutz vor unerwarteten Verlusten bietet, während Rückstellungen latente bzw. erwartete Verluste abdecken.

Aufsichtsregelungen als automatische Stabilisatoren:

Mit der kürzlich vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht vorgeschlagenen Neufassung der Vorschriften über die Eigenkapitalausstattung der Banken wird ein sehr viel engerer Zusammenhang zwischen den *relativen* Eigenkapitalanforderungen und den Meßgrößen für *relative* Risiken hergestellt. Schon dies wird viele der unter der derzeit gültigen Eigenkapitalvereinbarung entstandenen Verzerrungen erheblich verringern und die Stabilität der Finanzinstitute erhöhen. Zudem dürften die weitere Differenzierung der relativen Eigenkapitalanforderungen sowie ein höherer Stellenwert der Überprüfung durch die Aufsichtsinstanzen und der Offenlegung (Säulen 2 und 3) zu einer früheren Problemerkennung seitens der Aufsichtsinstanzen, Banken und Märkte beitragen. Sofern dadurch die Nachsicht der Aufsichtsinstanzen verringert wird und Korrekturmaßnahmen früher einsetzen, könnten viele der schlimmsten Auswüchse der Finanzzyklen vermieden werden.

– Mindestkapitalanforderungen

Die geplante Neufassung bedeutet auch, daß sich die aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen für ein bestimmtes Portfolio im Einklang mit der Entwicklung der *gemessenen* Risiken im Zeitverlauf verändern werden. So kann die Stabilität der Banken weiter verbessert und die prozyklische Ausrichtung des Finanzsystems verringert werden. Inwieweit dieses Potential tatsächlich genutzt werden kann, hängt teilweise davon ab, wie genau die gemessenen Risiken die zugrundeliegenden Risiken abbilden. Wenn die Risiken in einem Aufschwung unterschätzt werden, dann können die aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen in dieser Phase leicht zu niedrig angesetzt sein, wodurch das Bankensystem bei einem späteren Wirtschaftsschwung sehr anfällig würde. Dagegen dürfte die Stabilität des Finanzsystems gestärkt werden, wenn die Entstehung von finanziellen Ungleichgewichten zur Berücksichtigung von gestiegenen Risiken und damit zu einem höheren Eigenkapitalniveau im Bankensystem führt.

Ein wichtiger Punkt bei der Risikomessung ist der Zeithorizont, für den die Bewertung erfolgt. In den vorgeschlagenen Änderungen der Eigenkapitalvereinbarung wird kein bestimmter Bewertungshorizont vorgegeben; von den Banken wird eine Beurteilung der künftigen Risiken anhand der gegenwärtig geltenden Bedingungen und ihrer Erfahrung mit dem betreffenden Kredit-

nehmer erwartet. Es wird jedoch darauf hingewiesen, daß die Banken angesichts der Schwierigkeiten bei der Erstellung von *Langfrist*prognosen die projizierten Informationen in konservativer Weise interpretieren müssen. Gleichzeitig wird bei der Quantifizierung von Risiken zur Berechnung der Eigenkapitalanforderungen von der mit einer gegebenen Risikokategorie verbundenen Ausfallwahrscheinlichkeit im Laufe eines Jahres ausgegangen, wie es allgemein üblich ist. Unklar bleibt, ob diese Quantifizierungsmethode die Banken veranlaßt, Risiken mit einem Zeithorizont von ebenfalls einem Jahr zu *bewerten*, denn dann dürfte die Risikobewertung zu kurzfristig sein. Bewertungshorizonte von mehr als einem Jahr könnten angemessen sein, wenn eine in Schwierigkeiten geratene Bank für die Kapitalbeschaffung oder zur Sanierung ihrer Bilanz üblicherweise mehr als ein Jahr braucht. Dies ist um so wahrscheinlicher, wenn gleichzeitig Schwierigkeiten bei mehreren Banken auftreten. Zudem spricht einiges für längere Bewertungshorizonte, wenn der Horizont von einem Jahr zu häufigen Kreditumschichtungen zwischen den Risikokategorien führt und daraufhin die erforderlichen Mindesteigenkapitalquoten im Laufe eines Konjunkturzyklus in unerwünschtem Umfang schwanken.

– zukunftsorientierte Rückstellungen

Auch die Vorschriften über Rückstellungen können so gestaltet werden, daß sie wie eine Art automatischer Stabilisator wirken. In Spanien wurde ein Schritt in diese Richtung unternommen. Nach einer vor kurzem eingeführten Vorschrift müssen die Banken dort zum Zeitpunkt der Gewährung eines Kredits eine Rückstellung für künftige Verluste bilden, wobei die Rückstellungshöhe anhand der über lange Frist beobachteten Ausfallquote in der entsprechenden Kreditkategorie ermittelt wird. Auf diese Weise dürfte sich die zyklische Ausprägung der Rentabilität der Banken verringern, denn in guten Zeiten sind die Wertberichtigungen höher, und in schlechten Zeiten bieten die zusätzlichen Rückstellungen ein Polster gegen Kreditausfälle.

Dennoch werden solche Regelungen aus konzeptionellen Gründen kritisiert. Die Bildung einer Rückstellung führt zur Abschreibung beim Nettofinanzvermögen der Bank. Aus der Sicht der Rechnungslegung wird eine solche Wertberichtigung bei der Kreditgewährung allgemein als unangemessen betrachtet, da der Marktwert einer korrekt bewerteten Kreditforderung nicht unter deren Nominalwert liegen sollte. Während die Bankenaufsicht das durch die Wertberichtigung gebildete zusätzliche Polster begrüßen mag, vertreten die Rechnungslegungsgremien häufig den Standpunkt, daß solche regelgebundenen Rückstellungen dazu führen, daß der tatsächliche Zustand eines Instituts möglicherweise verzerrt wiedergegeben wird.

Möglich wäre auch, die Bildung einer Rückstellung immer dann zu verlangen, wenn die Zinsspanne eines Kredits den voraussichtlichen Verlust aus einem möglichen Kreditausfall nicht deckt. Bei diesem Ansatz würden Rückstellungen im allgemeinen nicht zum Zeitpunkt der Kreditgewährung verlangt, da anzunehmen wäre, daß das Risiko im Kreditzins angemessen berücksichtigt wurde. Statt dessen müßten sie dann erfolgen, wenn die Bank später feststellt, daß sich die Bonität eines Kreditnehmers verschlechtert hat, der Kreditzins aber unverändert geblieben ist. Eine Weiterführung dieses Ansatzes wäre, Rückstellungen für notleidende Kredite

abzuschaffen und sämtliche Finanzaktiva und -passiva zu Marktwerten zu bilanzieren.

Welche Vorzüge zukunftsorientierte Rückstellungen und letztendlich die vollständige Bilanzierung zum Marktwert auch haben, es ergeben sich doch eine Reihe erheblicher Schwierigkeiten. Erstens werden Kredite in der Regel nicht am Markt gehandelt, so daß ihre Bewertung unvermeidlich subjektiv ist und von der bankinternen Beurteilung der Rückzahlungswahrscheinlichkeit abhängt. Manche Rechnungslegungsinstanzen haben Bedenken, daß es der Geschäftsleitung einer Bank durch dieses subjektive Element möglich ist, die Gewinne künstlich zu glätten. Zweitens hängt die Auswirkung zukunftsorientierter Rückstellungen und einer Bilanzierung zum Marktwert auf die zyklischen Schwankungen im Finanzsystem weitgehend davon ab, ob die Risiken im Zeitverlauf richtig bewertet werden. Im Falle einer systematischen Unterbewertung von Risiken in Zeiten des Konjunkturaufschwungs besteht die Tendenz, Kredite entsprechend überzubewerten, und zwar entweder mittelbar durch zu geringe Rückstellungen oder unmittelbar durch die Bilanzierung zum Marktwert. Unter derartigen Umständen würde eine Ausdehnung der Marktwertbilanzierung auf sämtliche Finanzinstrumente zur Prozyklizität des Finanzsystems beitragen. Wird die Zunahme von Risiken in lang anhaltenden Wachstumsphasen hingegen korrekt bewertet, so nimmt die Zyklizität wahrscheinlich ab, da die Banken erkennen, daß ein Teil der in guten Zeiten erzielten Einkünfte eigentlich einer Prämie zur Deckung der voraussichtlichen Ausfälle im Abschwung entspricht.

Wenn die Fehleinschätzung von Risiken ein erhebliches Problem darstellt, spricht mehr dafür, daß die Bildung von Rückstellungen bereits zum Zeitpunkt der Kreditgewährung vorgeschrieben sein sollte. Angesichts der Einwände der Rechnungslegungsgremien wäre eine Möglichkeit, daß die Bankenaufsicht von den Finanzinstituten die Vorhaltung von Eigenkapital nicht nur zur Deckung unerwarteter Verluste verlangt, sondern auch zur Deckung einer Art von „Rückstellung zur Risikovorsorge“, die anhand der langfristigen durchschnittlichen Kreditausfallquote errechnet wird. Dies würde in Zeiten geringer Kreditausfälle eine Ausweitung der Eigenkapitalbasis im System bewirken.

Die für die Sicherheitenbewertung und die Beleihungsquoten geltenden Regeln könnten ebenfalls als eine Art automatischer Stabilisator wirken. Die Finanzsysteme von Ländern, in denen Konzepte der langfristigen Bewertung von Sicherheiten angewandt werden und die strenge Beleihungsquoten für Hypothekenkredite eingeführt haben, sind offensichtlich weniger prozyklisch, auch wenn sich der genaue Einfluß dieser Faktoren nur schwer von dem anderer Faktoren trennen läßt. Im Rahmen der geplanten Neufassung der Eigenkapitalvereinbarung könnte beispielsweise explizit der Tatsache Rechnung getragen werden, daß der Wert von Sicherheiten im Zeitverlauf tendenziell mit der Ausfallwahrscheinlichkeit korreliert, so daß in Zeiten mit zu erwartenden hohen Kreditausfällen der Wert der Sicherheiten gering sein dürfte.

Die dritte Handlungsmöglichkeit für die Bankenaufsicht, die nicht auf Vorschriften, sondern auf das Ermessen der Aufsichtsinstanz baut, besteht darin, die aufsichtsrechtlich geforderten Eigenkapital- und Rückstellungsquoten

– Bewertungs-
grundsätze

Anpassung auf-
sichtsrechtlicher
Anforderungen im
Zeitverlauf ...

im Zeitverlauf an Veränderungen der gesamten Risiken anzupassen. Dies könnte durch eine ausdrückliche Änderung der für alle Banken geltenden Mindesteigenkapitalausstattung oder durch institutsbezogene Änderungen im Rahmen der aufsichtsbehördlichen Überprüfung einzelner Banken erfolgen. Beide Ansätze sind vielleicht gerechtfertigt, wenn Veränderungen der gesamten Risiken nach Auffassung der Bankenaufsicht bei den Entscheidungen der einzelnen Banken nicht ausreichend berücksichtigt werden. In einer Aufschwungphase könnte ein höheres Eigenkapital- und Rückstellungsniveau durch die Verteuerung von Krediten helfen, die Entstehung von finanziellen Ungleichgewichten zu verzögern, und es würde den Schutz des Bankensystems vor einem möglichen Abschwung erhöhen. Diese Reaktion stünde wohl im Einklang mit einer stärkeren Ausrichtung der Finanzaufsicht auf das System als Ganzes.

... allerdings mit besonderen Problemen für Entscheidungsträger ...

Gezielte Änderungen der Anforderungen für Eigenkapital und Rückstellungen im Zeitverlauf bergen jedoch eine Reihe von Herausforderungen. Als erstes gilt es den betreffenden Zyklus zu erkennen. Eine weitere Herausforderung ist, daß solche Anpassungen bei den Banken zu „moral hazard“ führen können. Wenn der private Sektor zu der Überzeugung gelangte, die Aufsichtsinstanzen würden ihr Instrumentarium nunmehr systematisch anpassen, um das Risiko im Finanzsystem insgesamt einzudämmen, würde er der Bewertung der gesamten Risiken vielleicht weniger Aufmerksamkeit schenken. Käme es trotz allem zu Instabilitäten im Finanzsystem, könnten sich die Aufsichtsinstanzen überdies zum Teil dafür verantwortlich fühlen, weil sie ihr Instrumentarium nicht früher angepaßt haben. Daher würden sie möglicherweise nicht die notwendigen Korrekturmaßnahmen ergreifen, sondern auf Rettungsmaßnahmen der öffentlichen Hand bauen. Zudem könnte das Ansehen der Aufsichtsinstanzen Schaden nehmen, wodurch letztendlich ihre Fähigkeit zur Erfüllung ihrer Aufgaben beeinträchtigt würde.

... aber seltene Anpassungen nicht unbedingt auszuschließen

In der Praxis ergeben sich außerdem zahlreiche schwierige Umsetzungsprobleme. Sollten Änderungen z.B. für alle Banken gelten, oder sollten sie im Verlauf der Überprüfung der einzelnen Banken durch die Aufsichtsinstanz jeweils institutsbezogen vorgenommen werden? Wenn sie auf Einzelfallbasis erfolgen, sollten sie dann nur für die Banken mit den größten Risiken in dem Zyklus gelten oder nur für diejenigen, die die größte Bedeutung für das Finanzsystem haben? Wie würden die Aufsichtsinstanzen die erforderlichen Beurteilungen vornehmen, und wie würden sie diese jeweils öffentlich vertreten? Bestünde schließlich die Gefahr, daß das Finanzierungsgeschäft aufgrund solcher Maßnahmen der Aufsicht einfach in den nicht beaufsichtigten Bereich abwandern würde? Die Schwierigkeit, Antworten auf diese Fragen zu finden, zeigt, daß es für die Aufsicht problematisch ist, Eigenkapital und Rückstellungen häufig anzupassen, um die Amplitude von Finanzzyklen zu glätten. Änderungen in größeren Abständen sind jedoch nicht unbedingt auszuschließen.

Geldpolitische Maßnahmen zur Bewältigung von Finanzzyklen möglich ...

Geldpolitik

Grundsätzlich kann auch die Geldpolitik zur Bewältigung von Finanzzyklen eingesetzt werden. Die Begründung dafür ist einfach. Das Kreditwachstum hat

einen wesentlichen Anteil an der Entstehung von Ungleichgewichten im Finanzsystem und jeder damit verbundenen Über- oder Fehlinvestition in der Realwirtschaft. Ein stabiles allgemeines Preisniveau für Güter und Dienstleistungen bietet, wie bereits dargelegt, möglicherweise keinen ausreichenden Schutz vor solchen Übersteigerungen und damit vor dem Risiko von Instabilität im Finanzsektor. Beim heutigen Zeichengeld – anders als bei einem Warengeldsystem wie dem ehemaligen Goldstandard – ist die wichtigste exogene Restriktion der Kreditschöpfung im monetären Bereich die Reaktionsfunktion der Währungsbehörden, die üblicherweise in Form von Anpassungen der Notenbankzinssätze zum Ausdruck kommt. Wenn diese Reaktionsfunktion nicht die Entstehung finanzieller Ungleichgewichte berücksichtigt, kann ungewollt Raum für diese geschaffen werden.

Dieses Argument wirft jedoch auch eine Reihe schwieriger Probleme auf. Hierzu gehören das Erkennen potentieller Ungleichgewichte, die Abstimmung der Finanzstabilität mit dem Ziel der Preisstabilität sowie die Wirksamkeit von Zinsanpassungen bei der Bewältigung finanzieller Ungleichgewichte.

Was das Erkennen finanzieller Ungleichgewichte betrifft, so stehen die Währungsbehörden grundsätzlich vor einer ähnlichen Situation wie die Aufsichtsinstanzen. Für beide ist es eine große Herausforderung, finanzielle Ungleichgewichte nicht erst im nachhinein zu erkennen. Ein Unterschied besteht indes darin, daß die Zentralbank möglicherweise keinen ausreichenden Zugang zu aufsichtsrelevanten Informationen hat, wenn sie nicht selbst Aufsichtsfunktionen wahrnimmt. Es steht jedoch nicht ganz fest, wie detailliert die Kenntnis über die Lage der einzelnen Institute sein muß, um die allgemeineren Ungleichgewichte zu erkennen, die in der Regel einer systemweiten Instabilität zugrunde liegen. Für wichtige Informationen dieser Art könnten geeignete Verfahren zur Meldung an die Zentralbank entwickelt werden. Ferner dürfte sich die Zentralbank aufgrund ihrer umfassenden Verantwortung für die gesamtwirtschaftliche Stabilität der allgemeinen Wechselwirkungen zwischen dem Finanzsystem und der Gesamtwirtschaft stärker bewußt sein.

Eine zweite Frage ist, ob der Einsatz des Zinsinstruments zur Bewältigung finanzieller Ungleichgewichte möglicherweise mit dem Ziel der Preisstabilität der Zentralbanken unvereinbar ist. In den letzten Jahren haben viele Zentralbanken eine Strategie eingeführt, in deren Rahmen der Notenbankzinssatz so festgelegt wird, daß die erwartete Inflationsrate am Prognosehorizont dem Inflationsziel ganz bzw. nahezu entspricht. Bei einer engen Auslegung dieser Strategie sollte eine Zentralbank auf Entwicklungen im Finanzsektor nur dann reagieren, wenn diese die Inflationsaussichten berühren. Bei einer weiter gefaßten Auslegung könnte es jedoch unter bestimmten Umständen angebracht sein, bei sich aufbauenden finanziellen Ungleichgewichten die Zinssätze höher festzulegen, als durch die unmittelbare Inflationserwartung gerechtfertigt ist. Dies wäre damit zu begründen, daß die Zentralbank durch die Eindämmung finanzieller Ungleichgewichte dazu beitragen könnte, künftige Instabilitäten im Finanzsystem zu vermeiden und im Zusammenhang damit vielleicht sogar eine unter die Zielgröße fallende Inflationsrate. Bei höheren Zinssätzen müßte zwar möglicherweise kurzfristig eine gewisse Abweichung der Inflation von der Zielvorgabe in Kauf genommen werden, doch über einen

... aber schwierig
u.a. in bezug auf ...

... Erkennen
finanzieller
Ungleichgewichte ...

... Lösen möglicher
Zielkonflikte ...

etwas längeren Horizont könnte eine solche Politik als mit der Wahrung der Preisstabilität vereinbar angesehen werden.

Der potentielle Konflikt zwischen der Finanzstabilität und einer engen Auslegung der Inflationszielstrategie wird vielleicht dann am deutlichsten, wenn günstige angebotsseitige Entwicklungen zu einem starken Wachstum, einer sinkenden Inflation und übermäßig optimistischen Zukunftserwartungen geführt haben. Unter solchen Bedingungen dürfte die reale Eigenkapitalrendite und damit der „natürliche“ Zins (im Sinne von Wicksell) gestiegen sein. Im Rahmen einer Strategie mit Inflationsziel könnten allerdings niedrigere Zinssätze erforderlich sein (Kapitel IV). Eine solche Senkung der Zinssätze würde jedoch möglicherweise lediglich die Woge des Optimismus verstärken – insbesondere wenn die Zentralbank eine hohe Glaubwürdigkeit genießt – und somit letztendlich zu noch größeren finanziellen Ungleichgewichten beitragen.

Eine Erhöhung der Zinssätze kann unter diesen Umständen zwar angemessen sein, doch kann eine solche Maßnahme erhebliche wirtschaftspolitische Probleme verursachen. Bei dem derzeitigen Verständnis der Geldpolitik kann es für die Zentralbank schwierig werden, der Öffentlichkeit überzeugend zu erklären, warum die Zinssätze aus Gründen der Finanzstabilität erhöht werden, wenn kein erkennbarer Inflationsdruck vorhanden ist. Wenn es der Zentralbank gelingt, finanzielle Übersteigerungen einzudämmen, wird sie außerdem womöglich kritisiert, weil sie das untergräbt, was viele als starken und nachhaltigen Aufschwung einschätzten.

Dagegen scheint die Senkung der Zinssätze aus Gründen der Finanzstabilität keine solchen wirtschaftspolitischen Probleme hervorzurufen. So kann es zu asymmetrischen Reaktionen kommen, da die Zentralbanken nach einer Störung im Finanzsystem die Notenbankzinsen rasch senken, sie bei einem Entstehen von finanziellen Ungleichgewichten aber nur zögerlich erhöhen. Dies dürfte die Risikobereitschaft fördern, da die Öffentlichkeit erwartet, daß die Geldpolitik bei einer jeglichen Störung im Finanzsystem rettend eingreift.

... und Sicherstellen
der Wirksamkeit

Als drittes stellt sich die Frage nach der Wirksamkeit höherer Zinssätze bei der Eindämmung von finanziellen Ungleichgewichten. Einerseits kann der Einsatz der Geldpolitik aufsichtsrechtlichen Maßnahmen mit der Begründung vorgezogen werden, daß höhere Zinssätze die beaufsichtigten wie auch die nicht beaufsichtigten Institute gleichermaßen treffen. Andererseits kann eine relativ geringe Erhöhung der Zinssätze sogar kontraproduktiv sein, wenn sie das Vertrauen in das Engagement der Zentralbank bei der Inflationsbekämpfung stärkt und auf diese Weise zu noch optimistischeren Erwartungen für die Zukunft führt. Demzufolge können starke Erhöhungen der Zinssätze erforderlich sein, um eine nennenswerte Wirkung zu erzielen. Diese Wirkung ist jedoch nur schwer vorherzusagen. Wenn die Zinserhöhung nicht rasch zurückgenommen wird, sobald die finanziellen Ungleichgewichte behoben werden, kann zudem eine tiefe Rezession folgen, wenn die Wirtschaft gleichzeitig mit fallenden Vermögenspreisen und hohen Realzinssätzen zu kämpfen hat.

Wegen dieser Schwierigkeiten muß der gezielte Einsatz der Geldpolitik zur Begrenzung finanzieller Ungleichgewichte – ebenso wie der Einsatz

aufsichtsrechtlicher Maßnahmen – mit erheblicher Vorsicht erfolgen. Das schließt jedoch nicht aus, daß die Geldpolitik in ganz seltenen Fällen doch dafür verwendet werden kann.

Beim Entwurf jeglicher Maßnahmen kommt es besonders auf die Abstimmung zwischen den mit unterschiedlichen Aufgaben betrauten Institutionen an. In den meisten Ländern liegen die verschiedenen oben erörterten Instrumente nicht in der Hand einer einzigen Institution. Die Bankenaufsicht ist häufig außerhalb der Währungsbehörde angesiedelt, und die Steuer-, Rechnungslegungs- und Offenlegungsvorschriften werden wiederum von anderen Entscheidungsinstanzen festgesetzt. Außerdem ist die Finanzstabilität nicht für alle diese Entscheidungsträger ein Kernziel. Ohne die erforderliche Abstimmung zwischen der Zentralbank und den Aufsichts-, Steuer- und Rechnungslegungsinstanzen besteht die Gefahr, daß keine angemessenen Maßnahmen getroffen werden.

Abstimmung
jeglicher
Maßnahmen
wichtig