

**Zeitschrift:** Widerspruch : Beiträge zu sozialistischer Politik  
**Herausgeber:** Widerspruch  
**Band:** 34 (2015)  
**Heft:** 66

**Artikel:** Crashgefahr auf den internationalen Finanzmärkten  
**Autor:** Bsirske, Frank / Busch, Klaus  
**DOI:** <https://doi.org/10.5169/seals-651676>

#### Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. [Mehr erfahren](#)

#### Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. [En savoir plus](#)

#### Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. [Find out more](#)

**Download PDF:** 22.02.2026

**ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>**

## Crashgefahr auf den internationalen Finanzmärkten

Der Internationale Währungsfonds (International Monetary Fund, IMF), die Weltbank und die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) weisen in jüngster Zeit verstärkt darauf hin, dass sich an den internationalen Finanzmärkten 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 Schwellenländern 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. In diesem Beitrag werden diese Instabilitäten analysiert. Am Ende des Beitrags wird die Gefahr eines neuen globalen Crashes erörtert.

### Krisenfaktoren

Die Ursachen für Krisentendenzen an den Finanzmärkten sind komplex. Vier Punkte sind von zentraler Bedeutung:

1. Die Vermögensverteilung ist global sehr ungleich, und diese Ungleichheit ist mit der Finanzkrise in den Jahren 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 Renditen abwerfen. Insbesondere in einer Phase der realwirtschaftlichen Wachstumsschwäche, wie sie seit 2010 in der Eurozone sowie in Japan herrscht, und in einer Phase schwächeren Wachstums in den Schwellenländern wird ein grosser Teil dieser Vermögen an den internationalen Aktien- und Anleihemärkten 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

ve höhere Eigenkapitalquoten vorgeschrieben (Dullien 2013; IMK 2014), diese sind aber angesichts des Problemdrucks immer noch als zu gering einzustufen (Hellwig 2010; Admati/Hellwig 2013). Auch die Frage der Konzentration im Bankensektor, das «Too big to fail»-Problem, ist nicht gelöst; durch die 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 zirka 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 Renditestrebend 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 Anleihemärkten 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 mühe los 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 Krisen 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 ungünstiger sind als vorher, stehen den Finanzmärkten zu günstigsten Konditionen immer grössere Volumina an Mitteln für Spekulation zur Verfügung.

Unter diesen vier Faktoren sind die «animal spirits» und das Ausmass der Regulierung die wichtigsten. Die Vermögensverteilung und die Geldpolitik kommen nur ins Spiel, wenn die staatliche Regulierung der kapitalisti-

schen «Instinkte» unzureichend ist. Dann entscheiden diese über das Volumen des anlagesuchenden Kapitals und den Umfang an Krediten, der für Spekulationszwecke in Anspruch genommen werden kann. Da zurzeit die Märkte unzureichend reguliert werden, 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, 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 Aktien- und Anleihemärkte, die Kreditmärkte und die Immobilienmärkte.

## Aktien- und Anleihemärkte

Ausgangspunkt ist die lockere Geldpolitik der Zentralbanken der führenden Industrieländer und 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 Aktienindex Standard & Poor's 500 der USA (BIZ 2014, 43; IMF 2014b, 21). Auch die Langzeit-KGV, die über einen Zeitraum von fünf Jahren gemessen werden, liegen 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 Warren Buffet. Er besteht aus dem Quotienten aus der Marktkapitalisierung der Aktienunternehmen und dem Bruttoinlandsprodukt (BIP) der USA. Liegt dieser Wert über 100, besteht das Risiko einer Blase. Dieser Indikator hat die Dotcom-Blase von 2000 und die Immobilienblase von 2008 richtig prognostiziert; sein Wert 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 Euro-Staaten des Mittelmeerraums die Anleihen geradezu aus den Händen gerissen und akzeptieren jetzt historisch niedrige Prämien selbst von hoch verschuldeten Staaten. In den USA befinden sich die Renditen für zehnjährige Staatsanleihen auf historischen Tiefständen. Die sogenannte Ten Years Premium – der Renditeaufschlag für zehnjährige 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 Cashflow – in den letzten Jahren wieder gestiegen; gleichzeitig ist 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 zirka 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**

Zu diesen Risiken in der generellen Entwicklung der Aktien- und Anleihamärkte kommen wegen der wachsenden Bedeutung des Schattenbankensektors bei der Finanzierung von Unternehmen weitere Belastungsfaktoren hinzu. Der Schattenbanksektor ist ein Finanzierungssystem, an dem Fonds und Investorengruppen (Hedgefonds, Kapitalbeteiligungsgesellschaften usw.) ausserhalb des regulären Bankensystems beteiligt sind; Schattenbanken werden nicht wie normale Banken reguliert. Bei der Creditfinanzierung des Unternehmenssektors in den USA und beim Erwerb von Unternehmensanleihen hat in den letzten Jahren das Gewicht von Mutual Funds (MF) und Exchange-Traded Funds (ETF) stark zugenommen (IMF 2014a, 15). Auch beim Kauf von Staatsanleihen und Unternehmensanleihen in den Schwellenländern spielen MF und ETF 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 Stresses an den Märkten können Investoren innerhalb von sieben Tagen ihre Mittel aus den MF und ETF zurückziehen, diese brauchen aber 35 bis 50 Tage, um durch Verkäufe wieder vollkommen liquide zu werden.

Ein weiterer Risikofaktor besteht in der hohen Unternehmenskonzentration in diesem Segment der Finanzmärkte. Wenige grosse MF und ETF dominieren grosse Teile des Marktes. Am Verhalten dieser Marktteilnehmer orientieren sich viele andere Marktakteure, die Marktoperationen der Leader fungieren als Massstab (Benchmark). Sie übernehmen damit gleichzeitig die Rolle des Marktverstärkers und tragen zu Marktübertreibungen nach oben und nach unten bei.

Diese Liquiditäts- und Benchmarkrisiken im Bereich der MF und ETF, 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 wegen der Regulierungsarbitrage (d.h. der Vorteile, die sich aus der Nutzung unterschiedlicher regulatorischer Bestimmungen ergeben) in wachsendem Masse an den Schattenbanken beteiligt. Insbesondere die MF der Bondmärkte tragen in den USA zunehmend zur 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 weitere Indikatoren für Ungleichgewichte auf den globalen Anlagemarkten zu beachten: das generelle Kreditwachstum in Relation zum BIP sowie die Preisentwicklung im Immobiliensektor in aufstrebenden Volkswirtschaften.

Die niedrigen Renditen in den Industrieländern haben Kapital in die Schwellenländer geleitet und dort zusammen mit inländischen Faktoren zu einem starken Wachstum der Kredite in Relation zum BIP beigetragen. Dazu schreibt die BIZ in ihrem Jahrbuch 2014: «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 US-amerikanischen Zentralbank Federal Reserve (Fed) 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 aufstrebende Volkswirtschaften Schulden in Höhe von mehr als zwei Billionen US-Dollar aufgenommen. Dies entspricht 2,2 Prozent des jährlichen BIP dieser Länder, was gemessen am Leistungsbilanzsaldo nicht viel zu sein scheint. Auf den fraglichen Zeit-

raum bezogen stellt dieser Betrag aber einen beträchtlichen Zuwachs der Auslandsschulden dar.» (BIZ 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 zehn 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 zehn 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; zudem Brasilien, die Türkei und die Schweiz. Beim Indikator Preislücke im Immobiliensektor drohen laut BIZ in den genannten Staaten Asiens sowie der Schweiz besondere Risiken.

### **Zinspolitische Signale der USA und die Marktturbulenzen 2013/2014**

Die beschriebenen Belastungsfaktoren und Risiken auf den internationalen Finanzmärkten werden so lange verdeckt bleiben, wie die Zentralbanken der USA, Europas, Japans und Chinas eine Politik des billigen Geldes und der Niedrigzinsen verfolgen. 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. Wegen der guten makroökonomischen Entwicklung in den USA zeichnet sich jedoch in der Politik des Fed ein Kurswechsel ab. Seit dem Jahre 2013 diskutiert das Fed verstärkt, die Politik der Niedrigzinsen zu beenden und eine Phase restriktiverer Geldpolitik einzuleiten. Inzwischen liegt die Arbeitslosenrate in den USA nahe bei 5 Prozent, und eine Zinserhöhung wird nun in der zweiten Hälfte des laufenden Jahres erwartet. Dieser Politikwechsel des 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 zehnjährige Bonds der USA und entsprechenden Anleihen anderer Länder liegt bei 89 Prozent für Kanada, 71 Prozent für Deutschland, 80 Prozent für Grossbritannien und 50 Prozent für Japan (IMF 2014a, 20). Daher 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 Stresses geraten. Wie instabil die Lage ist, war sehr gut zu erkennen, als im Sommer 2013 und Anfang 2014 das 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 Zuwachsrate ihres BIP aufwiesen, waren zuvor ange-sichts der höheren Dividenden und Renditen sehr viele Anlagemittel aus den Industrieländern geflossen. Sie hatten dort die Wechselkurse, die Aktien und die Anleihen nach oben getrieben und den Boom in diesen Län-dern generell befördert.

Die Erwägung des 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. Die Währun-gen dieser Länder werteten plötzlich stark ab, die Aktienmärkte wiesen Kurseinbrüche auf und an den Anleihemärkten kam es zu einem markanten Renditeanstieg. Manche Schwellenländer reagierten mit Zinsanhe-bungen, um die Abwertung ihrer Währungen zu bremsen. Diese Turbu-lenzen, welche das Fed durch die beruhigende Erklärung eindämmen konnte, dass ein Zinsanstieg noch nicht unmittelbar bevorstehe, bewirk-ten immerhin, dass sich die Aktienmärkte der Schwellenländer volatiler bewegten als diejenigen der Industrieländer und dass der Wachstumspro-zess einiger Schwellenländer abgeschwächt wurde, z. B. jener Brasiliens.

### **Preisverfall auf Rohstoffmärkten, Dollaraufwertung und wachsende Finanzrisiken in Schwellenländern**

Der Preisverfall an den Weltrohstoffmärkten, der seit Herbst 2014 zu beob-achten ist, hat in vielen Schwellenländern, die netto Rohstoffe importie-ren, zu positiven Effekten geführt. Bei etlichen Nettotorohstoffexporteuren, insbesondere den Ölexporten, 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 sin-kenden Einnahmen stehen gleichbleibenden oder gar steigenden Zinsver-pflichtungen gegenüber (IMF 2015, 39 f.). 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 US-Dollars 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 US-Dollar entstehen für diese Staaten und Unternehmen zusätzliche finanzielle Belastungen.

Es kommt hinzu, dass das Engagement ausländischer Investoren, zunehmend auch von MF und ETF, beim Erwerb staatlicher Schuldtitel von Schwellenländern, die in nationaler Währung ausgegeben 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, neue Käufer für ihre Anleihen zu finden (debt roll-over risk; IMF 2015, 43). Die genannten finanziellen Risiken dürften 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 Crashes?**

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, ultralockere Geldpolitik und «animal spirits») sind identifizierbar, und Indikatoren für die Ungleichgewichte auf den 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 den Blick, ist die Gefahr eines neuen Crashes an den Märkten, 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 bei 30 bis 40 Prozent lag, erreicht sie seit 2010 Werte zwischen 60 und 70 Prozent (IMF 2015, 33 f.). 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: die Automatisierung des Handels durch den computergesteuerten Hochfrequenzhandel, das wachsende Gewicht von nur schwach regulierten Schattenbanken, die zunehmende Bedeutung des Derivatehandels und der ETF, die zunehmend wichtige Rolle der sogenannten Benchmarker auf den Märkten sowie der Rückzug der Banken aus 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 Shillers Aussage zuzustimmen, wonach Zeitpunkt und Ausgangspunkt eines neuen Crashes nicht vorhersehbar 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. Zu denken ist hier an eine Verschärfung von Griechenland- und Eurokrise, an Krisenprozesse in China (Immobilien crash, 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. Angesichts der zunehmenden geopolitischen Risiken können aber auch politische Faktoren eine globale Krise der Finanzmärkte hervorrufen. So könnten die Verschärfung des Ukraine-Russland-Konflikts, eine starke Ausdehnung der Macht des IS im Nahen und Mittleren Osten oder ein Krieg zwischen Saudi-Arabien und dem Iran die Krise zuspitzen.

## **Zur Diskussion von Regulierungsschritten**

Seit der grossen Krise 2008/2009 sind einige Reformen eingeleitet worden, um Finanzkrisen zu vermeiden. Auf internationaler und europäischer Ebe-

ne sind verschiedene Überwachungsmechanismen für die Finanzmärkte (Banken, Versicherungen) eingeführt worden. Zu den wichtigsten Reformmassnahmen zählt die schrittweise Erhöhung der Eigenkapitalquoten für das Bankengewerbe (Abkommen 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 (vgl. Beitrag Bieling/Heinrich in diesem Heft). Diese Massnahmen reichen jedoch nicht, um den internationalen Finanzmärkten dauerhaft Stabilität zu verleihen. Um dieses Ziel zu erreichen, sind noch viele andere Reformschritte in der Diskussion. Weitergehende Vorschläge werden jedoch in ihrem Umfang und in der Ausgestaltung der Massnahmen kontrovers beurteilt:

- eine internationale Wachstums- und Beschäftigungsstrategie, um realwirtschaftliche statt finanzwirtschaftliche Investitionen zu stärken;
- eine internationale Steuerpolitik, die Steueroasen effektiv austrocknet, höhere Vermögen und Einkommen wesentlich stärker belastet und mit Hilfe der Tobinsteuern Spekulationsgeschäfte weniger attraktiv macht;
- eine Reform der Geldpolitik der Zentralbanken mit dem Ziel, die Geldpolitik auch auf die Sicherung der Finanzmarktstabilität zu verpflichten;
- eine weitere Erhöhung der Eigenkapitalquoten für die Banken über die Vorgaben von Basel III hinaus;
- eine effektive Regulierung der Schattenbanken, unter anderem durch die Einführung von Eigenkapitalquoten;
- eine wesentlich stärkere Regulierung des Derivatemarktes, unter anderem durch die Einführung eines Finanzmarkt-TÜV;
- eine Dekonzentration des Bankensektors (Zerschlagung von Grossbanken), um das «Too big to fail»-Problem 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 die dauerhafte reale Über- oder Unterbewertung von Währungen zu vermeiden.

Bislang ist keiner dieser weiterführenden Schritte auf internationaler oder europäischer Ebene realisiert worden. Eine effektive Einhegung der «animal spirits» durch umfassende Regulierungsschritte ist deshalb unterblieben. Unser Fazit lautet: Das Risiko eines neuen globalen Crashes 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 schiefläuft und was sich ändern muss. München
- Akerlof, George A. / Shiller, Robert J., 2009: Animal Spirits: Wie Wirtschaft wirklich funktioniert. Frankfurt am Main
- 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 Markt rationalität hält an. In: Wirtschaftsdienst, Sonderheft, Hamburg
- Hellwig, Martin, 2010: Capital Regulation after the Crisis: Business as Usual? Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, 2010/31. Bonn
- IMF, International Monetary Fund, 2014a: Global Financial Stability Report. Washington DC, April
- IMF, International Monetary Fund, 2014b: Global Financial Stability Report. Washington DC, Oktober
- IMF, International Monetary Fund, 2014c: World Economic Outlook. Washington DC, Oktober
- IMF, International Monetary Fund, 2015: Global Financial Stability Report. Washington DC, April
- IMK, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung, 2014: Chancen und Risiken einer Europäischen Bankenunion. Policy Brief, Mai. Düsseldorf
- Minsky, Hyman P., 2011: Instabilität und Kapitalismus. Hg. von Joseph Vogl. Zürich
- Stoppel, Kai, 2015: Buffet-Indikator deutet auf Crash hin. In: N-TV, 22. April
- World Bank, 2015: Global Economic Prospects – Having Fiscal Space and Using It. Washington DC, Januar