

Berichte

„Bank-based“-Modell schafft Finanzmarktstabilität – Erkenntnisse am Beispiel Österreich –

Von Johann Sebastian Kann und Sascha Mundstein, Wien

I. Einführung in die moderne Finanzintermediationstheorie

Ein spezieller Forschungszweig in der modernen Finanzmarkttheorie beschäftigt sich mit den komplizierten Zusammenhängen zwischen Finanzinstitutionen, Finanz- und Kapitalmarktrecht und Wirtschaftswachstum bzw. zwischen institutionell unterschiedlich ausgestalteten Finanzmarktsystemen und ihrer Bedeutung für den wirtschaftlichen Wachstumsprozess.

Im Zentrum dieser Diskussion steht u. a. die Frage, ob bank-orientierte (relationship-based) oder markt-orientierte (arm's-length) Finanzmarktsysteme die stärkere wachstumsfördernde Wirkung entfalten. Die bisher verfügbare empirische Evidenz lässt in dieser Hinsicht keine eindeutige Wertung zu; sie deutet mehrheitlich eher darauf hin, dass für die Wachstumswirksamkeit des jeweiligen Finanzmarktsystems vor allem die „Qualität des Rechtssystems“ und des „Rechtsvollzugs“ (unabhängige und effiziente Gerichtsbarkeit) entscheidend ist. Einen guten Überblick über die neueren Erkenntnisse zu diesem Themenbereich geben die wissenschaftlichen Arbeiten von Rajan/Zingales (1999).¹

Trotz New Economy Bubble und diverser Bilanzskandale in den USA oder Grossbritannien lässt sich aktuell dennoch eine immer wichtiger werdende Rolle von kapitalmarktorientierten Märkten im Finanzsystem erkennen. Im Folgenden analysieren die Autoren, dem aktuellen Trend entgegen, die These, dass bankorientierte Finanzsysteme marktorientierten Finanzsystemen zu bevorzugen sind, wenn der Aspekt der „Finanzmarktstabilität“ im Vordergrund der Analyse steht.

¹ Rajan, Raghuram G./Zingales, Luigi (1999): Financial systems, industrial structure, and growth, University of Chicago, Mimeo.

Grundlage zur Überprüfung seiner These ist das IMF-Article-IV-Konsultationspapier 2004 für Österreich. Dieses überprüfte das österreichische Finanzsystem hinlänglich seiner Anfälligkeit für Finanzmarktinstabilitäten gegenüber exogenen Finanzmarktschocks. Stresstests untersuchten, ob in Österreich ausreichende Absicherungen in diesem Zusammenhang zu finden sind.

„Finanzmarktstabilität“ wird, parallel zum einhergehenden Volumenswachstum der Finanzmärkte, für nationale Volkswirtschaften immer wichtiger, denn ein effizient funktionierendes Finanzsystem leistet einen elementaren Beitrag für Wirtschaftswachstum, Produktivität und Beschäftigung. Nicht zuletzt ist ein stabiles Finanzsystem als Voraussetzung für eine verbesserte Kapitalallokation zu sehen, es trägt dazu bei, die Kosten von Finanzdienstleistungen niedrig zu halten, es erleichtert den Ausgleich der unterschiedlichen Präferenzen zwischen Anlegern und Kreditnehmern, und es bietet mehr Möglichkeiten der Risikoabsicherung.

Die Ergebnisse des Financial Sector Assessment Program des IWF zu Österreich

Im Rahmen des Financial Sector Assessment Program hat sich Österreich 2003 bereit erklärt, sich einem grundlegenden Review zu unterziehen.² Der in der Oesterreichischen Nationalbank am 11. Mai 2004 in Wien vorgestellte Bericht der IMF-Experten stellte dabei wesentliche makroökonomische Ergebnisse fest.³

Zunächst ergaben diverse Stresstests, dass das österreichische Finanzsystem stabil gegenüber Schocks ist. Das österreichische Bankensystem wurde vom IWF als profitabel und ausreichend kapitalisiert gelobt. In den letzten Jahren verzeichnete dieser Sektor solide Gewinne, überwand größere Restrukturierungen und Fusionen sowie erfolgreiche Expansionen im Ausland. Über ausreichendes Risikomanagement konnte der Sektor die konjunkturell schlechten Entwicklungen zwischen 2000 und 2004 relativ schmerzfrei durchtauchen.

² Der Internationale Währungsfonds stellt im Rahmen der IMF-Artikel IV laufend Berichte über die aktuelle Situation einzelner Finanz- und Kapitalmarktsektoren weltweit vor.

³ IMF (2004): Austria 2004: IMF Article IV Consultation, Preliminary Conclusions, Vienna May 11th 2004. Die folgenden zitierten Originalpassagen können unter <http://www.imf.org/external/np/ms/2004/051104.htm> komplett nachgelesen werden.

Laut IWF zeichnet sich Österreich heute durch besonders hohe Qualitätsstandards in der Finanzmarktaufsicht, starke Finanzinstitute und ein modernes Regelwerk aus. Was die Zusammenarbeit seit 2002 zwischen der Finanzmarktaufsicht, der Oesterreichischen Nationalbank und dem Bundesministerium für Finanzen betrifft, so kommentiert der IWF diese als besonders gut. Die Entstehung und Positionierung der Finanzmarktaufsicht im Jahr 2002 ging laut IWF rasch und effizient über die Bühne. Hinsichtlich diverser internationaler Compliance Standards im Bereich Banken, Versicherungen, Wertpapierabwicklung und Geldwäscherei wird Österreich mit einem außerordentlich hohen Niveau beschrieben.

Doch die IWF-Experten sahen in ihrer Bewertung des österreichischen Finanz- und Kapitalmarktsystems auch Herausforderungen und mögliche Risiken: So sei die Ostexpansion der heimischen Banken erfolgreich gewesen und gleiche die chronische Ertragsschwäche im Inlandsgeschäft aus. Das wachsende Kreditgeschäft in Zentral- und Osteuropa bringe jedoch auch neue Risiken mit sich, die entsprechend gemanagt werden müssen: „The successful expansion in the CEECs has helped boost the performance of banks, offsetting chronically low profitability in the home market. But growing exposure to local clients there implies new risks and requires continued monitoring and vigilance.“

Besorgnis äußert der IWF über den weiteren Anstieg von Fremdwährungskrediten an private Haushalte. Die durch die OenB eingeleiteten Maßnahmen zur besseren Information der privaten Kunden über die mit Yen- oder Frankenfinanzierungen verbundenen Risiken seien daher ebenso zu begrüßen wie eine entsprechende Verbesserung des Risikomanagements in den Banken selbst: „The continued growth in foreign currency lending, particularly to households that do not have a foreign currency hedge, is a source of concern. We welcome the recent measures and urge the authorities to continue educating customers about the risks and helping banks-particularly the smaller ones-improve their risk management.“

Der IWF mahnte schließlich die österreichischen Banken, an ihrer Kostenstruktur zu arbeiten, um ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit weiter zu verbessern: „Despite progress in recent years, bank and branch density in Austria remains high by international standards, creating room for further restructuring and consolidation. Banks should avoid complacency arising from high profitability in the CEECs and persevere in their efforts to improve their cost structure.“

Eine für Bankenmanager und Strategen wesentliche Information beinhaltet die Empfehlung einer strukturellen Erneuerung des Sektors Bankwirtschaft: „The sectoral deposit insurance system (Einlagensicherungssystem) has worked well and incorporates multiple lines of defense. But the restructuring underway in the banking industry argues in favor of taking a fresh look at the system in the medium term to reduce the likelihood of recourse to public funds.“

Gefordert wurde schließlich eine weitere Verbesserung der Aufsicht in Österreich: „Financial supervision should be strengthened further. While ongoing reforms and EU directives in the pipeline will address most of the identified gaps, the authorities need to resolve the outstanding legal issues, in particular the public liability of supervisors, so that the latter can carry out their mandate effectively.“

II. Banken werden in Finanzsystemen eine immer größere Rolle spielen

Fasst man an dieser Stelle die aktuellen Erkenntnisse und Entwicklungen der Finanzintermediationstheorie zusammen und verknüpft man diese mit den neuesten Erkenntnissen, Zahlen & Daten des IWF zu Österreich, so lässt sich zusammenfassend ein österreichisches Erfolgsmodell deutlich erkennen.

Zwar haben Finanzsysteme in der modernen Finanztheorie noch immer die klassische Aufgabe, gemeinsam Finanzmittel von den privaten Haushalten zu den Unternehmen zu lenken, Haushalten und Firmen Möglichkeiten des Risk Sharing anzubieten und Wirtschaftsakteuren bei der Informationsgewinnung und bei Transaktionen zu helfen, jedoch hängt ihr Erfolg offensichtlich in einem zunehmenden Maße von der jeweiligen Ausprägung des Finanzsystems⁴ ab, in denen starke Banken und eine effiziente Bankenaufsicht agieren sollten: „Banking is changing and both competition and regulation have to adapt to the new environment. Somewhat paradoxically, both the danger of excessive competition and of excessive market power are present in the sector. The reason is that banking is a multi-product industry, with different levels of competition in different segments, and that the optimal level of competition depends on the institutional characteristics of regulation and on bank soundness.“⁵

⁴ Das Finanzsystem der USA ist beispielsweise durch wettbewerbsorientierte Finanzmärkte gekennzeichnet, während in Österreich den Banken eine vorherrschende Rolle zukommt.

Diese theoretische Erkenntnis und die grundlegend stabilisierende Funktion des „Bank-based“-Finanzsystems in Österreich zeigt sich nach dem letzten IWF-Bericht offensichtlich auch in konjunkturellen Schwächephasen (2000–2004), wodurch der Vorteil dieser Organisationsform eigentlich empirisch hinsichtlich des Aspekts der Finanzmarktstabilität aktuell bewiesen worden sein sollte, sodass dieses Modell klar bevorzugt werden kann.⁶

III. Das Finanzsystem befindet sich in einem dynamischen Transformationsprozess

Wiewohl eine Korrelation zwischen den Spezifika des österreichischen Finanzsystems und seiner relativen Stabilität außer Frage steht, ist damit ein kausaler Zusammenhang zwischen diesen Merkmalen noch nicht zufriedenstellend nachgewiesen. Ähnliche Verbindungen ließen sich ohne weiteres auch zwischen der Sparquote, die ja bekanntermaßen nicht nur traditionell sehr hoch ist, sondern zusätzlich auf Perioden der Konjunkturschwäche mit stärker ausgeprägtem Konservatismus im Sparverhalten zu reagieren pflegt⁷, und der vorgeblichen Schockresistenz des Systems herstellen.

Während in marktorientierten Volkswirtschaften die Zyklichkeit vor allem von den Auswirkungen wie schwankenden Marktbewertungen sowie Aktivierung bzw. Eliminierung ganzer Unternehmen innerhalb der betroffenen Industrien gekennzeichnet ist, so geschieht dieser Ausgleich hierzulande typischerweise über eine Umschichtung der Betriebsmittel auf existenzerhaltende Aktivitäten wie Kostenreduktionen, Mitarbeiterabbau, Produktbereinigung und strategischen Rückzug. Es ist somit evident, dass sich die Auswirkungen in Österreich in verstärktem Maße auf betriebswirtschaftlicher Seite entfalten und dass das Finanzsystem auch einer wesentlich geringeren Variabilität und somit Reaktionsnotwendigkeit ausgesetzt ist. Zu beachten sind allerdings nicht nur die kurz- und mittelfristigen finanzmarktbezogenen Effekte, die durch zur Anpassung auf geänderte Wirtschaftssituationen notwendige Maßnahmen hervorge-

⁵ Vives, Xavier (2001): *Competition in the changing world of banking*, Oxford Review of Economic policy, Vol. 17, N. 4, p. 544.

⁶ Abgeleitet aus dieser Erkenntnis leistet das einwandfreie Funktionieren der Banken auch zukünftig weiterhin einen wesentlichen positiven Beitrag für die Realwirtschaft, und damit für die Wohlfahrt und den Wohlstand unseres Landes.

⁷ Impavido, Gregorio; Musalem, Alberto M. (1999): *Contractual Savings, Stock and Asset Markets*, The World Bank Financial Sector Department.

rufen werden, sondern auch die längerfristigen Folgen einer defensiven, der Stabilität verpflichteten Strategie: Üblicherweise sind es nämlich vor allem die Investitionen in Forschung und Entwicklung, also jene Komponenten, die Nachhaltigkeit und Zukunftssicherung herbeizuführen im Stande sind, die als ausnützbare Reserven erkannt und oftmals als erstes beschnitten werden. Dieser Zielkonflikt veranschaulicht die impliziten Kosten der Beständigkeit des Finanzsystems, die bei einer isolierten Betrachtung der Reibungsverluste einer extremen Schwankungen unterworfenen marktorientierten Ordnung im Vergleich mit Beständigkeit der „Bank-based“-Systeme nicht zur Geltung kommen würden.

Es ist folglich noch die Frage zu klären, in welchem Maße strukturelle Gegebenheiten im österreichischen Bankensystem die oben beschriebenen betrieblichen Verhaltensmuster bedingen bzw. fördern, oder ob andererseits die Bankenpolitik von den Gegebenheiten im wirtschaftlichen Gebaren der hiesigen Unternehmen über den Mechanismus der Nachfrage mehr oder weniger diktiert wird. In dieser Hinsicht ist wohl ein ganzheitlicher Ansatz ratsam, da bekanntermaßen die bis vor kurzem wirksame Verschränkung zwischen maßgeblichen Teilen der nationalen Industrie und dem Staat, aber auch jene noch wirksame Wechselbeziehung zwischen Fremdkapitalgebern und nicht genügend mit Eigenkapital ausgestatteten Firmen ein wirtschaftlich-soziales Gefüge erzeugt hat, in dem radikale systemische Veränderungen, schon gar solche, die von einem wirklich effizienten Kapitalmarkt ausgehen würden, nicht wirklich möglich, gewiss aber kaum wahrscheinlich sind.

Somit ist das Verdikt des IWF einerseits als zukunftsorientierte Ermutung, an der einschlagenen Richtung festzuhalten, zu verstehen, andererseits ist es aber auch unübersehbar, dass rein formale Kriterien die Basis dieses erfreulichen Urteils gebildet haben, dass also beispielsweise der rechtliche Rahmen der in Österreich konsolidierten Finanzmarktaufsicht mit Sicherheit ausführlich in Betracht gezogen wurde, während naturgemäß eine strukturierte Analyse der Umsetzungsstärke dieser so wichtigen und notwendigen Institution im Rahmen der Untersuchungsinstrumente, die dem IWF zur Verfügung stehen, weder vorgesehen noch realisierbar ist.⁸

⁸ Siehe: Articles of Agreement of the IMF, Articles I, V & VIII.

IV. Zusammenfassung und Erkenntnisse für die Praxis

Beobachtet man die Entwicklungen der letzten vier Jahre auf den internationalen Finanzmärkten, so kann man feststellen, dass gerade in den vergangenen Monaten Finanzmärkte anfälliger für spekulative Übertreibungen geworden sind. Für liberalisierte Finanzmärkte (wie New York, London oder Frankfurt) haben gestiegene Finanzmarktvolumina, aber auch höhere Volatilitäten und höheres Risiko jedenfalls zu wirtschaftspolitischem Handlungsbedarf geführt.

Seit Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion ist Österreich in den Rahmen der europäischen stabilitätsorientierten Geldpolitik eingebunden. Ziel dieses Eurosystems ist es „Finanzmarktstabilität“, das heißt jener Zustand der Finanzmärkte, in welchem eine optimale Allokation des Kapitals erfolgt und das Finanzsystem stabil genug ist, um Krisen selbstständig zu bewältigen und eigenständig zu verarbeiten, anzustreben. Österreichs Beitrag zu dieser Konzeption war bzw. ist das bankorientierte System.

Vom Standpunkt der modernen Finanzintermediationstheorie aus betrachtet haben Notenbanken in Zusammenarbeit mit einzelnen Bankensektoren und Bankenverbänden innerhalb der Europäischen Währungsunion in den vergangenen Jahren überwiegend Tasks in Phasen von Destabilisierungen, die das übrige Finanzsystem alleine durch die zunehmende Komplexität der Produkte auf den Finanz- und Kapitalmärkten nicht hätte erfüllen können, übernommen. Diese Funktionen ergaben sich aufgrund von unvollständigen Märkten, Transaktionskosten, Externalitäten und Informationsasymmetrien.⁹

Literatur

Impavido, G.; Musalem, A.: Contractual Savings, Stock and Asset Markets, The World Bank Financial Sector Department 1999. – *IMF* (2004): Austria 2004: IMF Article IV Consultation, Preliminary Conclusions, Vienna May 11th 2004. – *Rajan, Raghuram G.; Zingales, Luigi* (1999): Financial systems, industrial structure, and growth, University of Chicago, Mimeo. – *Vives, X.* (2001): Competition in the changing world of banking, Oxford Review of Economic policy, Vol. 17, N. 4, p. 544.

⁹ Grund dafür ist, dass Finanzmärkte in vielfacher Sicht ineffizient sein können bzw. anfällig für Fehlentwicklungen sind und eine zunehmende Eigendynamik aufweisen. Durch den so genannten Herdentrieb der Akteure auf den Finanzmärkten sind die Entwicklungen von Finanzmarktpreisen immer schwerer vorherzusehen und die Volatilitäten haben zugenommen.

Zusammenfassung

„Bank-based“-Modell schafft Finanzmarktstabilität – Erkenntnisse am Beispiel Österreich –

Gerade die moderne Finanztheorie zeigt, dass effiziente Finanzinstitutionen oft Funktionen wahrnehmen, die durch Märkte nicht bereitgestellt werden können. Die Funktionen ergeben sich aufgrund von unvollständigen Märkten, Externalitäten und Informationsasymmetrien. Entscheidungsträger sollten daher der Entwicklung eines effizienten Bankenwesens besonderes Augenmerk schenken, auch wenn dies nicht als Alternative zur Entwicklung von Finanzmärkten gesehen werden darf.

Da Banken auch bei der Schaffung von Märkten für Wertpapiere eine bedeutende Rolle spielen, wird die Entwicklung eines effizienten Bankenwesens auch einen wertvollen Beitrag zur weiteren Entfaltung der Finanzmärkte leisten. Dies bestätigt auch eine aktuelle Studie des IWF am Beispiel Österreich. (JEL G00, O40, G2)

Summary

Bank-based Models Resulting in Financial Market Stability – The Austrian Example –

Modern financial theory in particular shows that efficient financial institutions often perform functions that cannot be performed by markets. Such functions stem from incomplete markets, externalities and informational asymmetries. For this reason, decision-makers should pay special attention to developing an efficient banking system even though this may not be regarded as an alternative to developing financial markets.

Since banks play an important role also when securities markets are created, developing an efficient banking system will render a valuable contribution to the further development of financial markets. This has been confirmed by a recent IMF study based on the Austrian example.

Résumé

Le modèle «bank-based» crée de la stabilité sur le marché financier – Exemple de l'Autriche –

La théorie financière moderne montre que les institutions financières efficaces remplissent souvent des fonctions que les marchés ne peuvent pas mettre à disposition. Les fonctions résultent de marchés incomplets, d'externalités et d'asymétries d'information. Les preneurs de décision devraient donc fixer leur attention sur l'évolution d'un système bancaire efficient, même si ceci ne doit pas être considéré comme alternative au développement de marchés financiers.

Comme les banques jouent également un rôle important lors de la création de marchés de valeurs mobilières, l'évolution d'un système bancaire efficient apporte aussi une contribution précieuse au développement des marchés financiers. Ceci confirme également une étude actuelle du FMI qui reprend l'exemple de l'Autriche.