

Neuere Entwicklungen im internationalen Finanzsystem

Im internationalen Finanzsystem haben sich in den letzten Jahren tiefgreifende Veränderungen vollzogen. Kennzeichnend hierfür waren vor allem ein Verbriefungsboom in den Industrieländern und die kräftige Ausweitung des klassischen Bankkreditgeschäfts in den Schwellenländern. Im Ergebnis ist das Weltfinanzsystem deutlich schneller gewachsen als die Weltwirtschaft; gleichzeitig hat sich der Prozess der finanziellen Globalisierung beschleunigt. Der vorliegende Beitrag zeichnet die Grundlinien dieser Entwicklung nach und diskutiert ihre Auswirkungen auf die Funktionsweise und Leistungsfähigkeit des Finanzsystems. Er kommt zu dem Ergebnis, dass die zunehmende Arbeitsteilung an den Finanzmärkten und ihre stärkere globale Integration grundsätzlich positiv zu werten sind, für sich genommen aber keine Garantie für wirtschaftlichen Fortschritt darstellen. Dies haben gerade auch die jüngsten Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten verdeutlicht. Damit die in den vergangenen Jahren erzielten Effizienzgewinne im Finanzsystem dauerhaft für die realwirtschaftliche Entwicklung nutzbar gemacht werden können, müssen die Marktdisziplin gestärkt, Fehlanreize korrigiert, die institutionellen Grundlagen des Finanzsektors gefestigt sowie die regulatorischen Rahmenbedingungen überprüft und – wo erforderlich – angepasst werden.

Überblick

*Tiefgreifende
Veränderungen
im Weltfinanz-
system
geprägt...*

Struktur und Funktionsweise der Finanzmärkte haben sich in den letzten Jahren stark verändert. Die Palette traditioneller Bankdienstleistungen und Finanzprodukte wurde durch innovative und teilweise komplexe Finanzierungs- und Risikotransfertechniken ergänzt. Dabei sind die Unterschiede zwischen bankbasierten und stärker kapitalmarktbasieren Finanzsystemen zunehmend in den Hintergrund getreten. Diese Entwicklungen wurden durch die Liberalisierung und Deregulierung der Finanzmärkte ermöglicht und von Fortschritten in der Datenübermittlung und -verarbeitung begünstigt. Sie sind aber nicht zuletzt Ausdruck einer verstärkten Suche nach profitabler Portfoliodiversifizierung in einem globalen Umfeld, das über Jahre hinweg nicht nur durch ein hohes Maß an makroökonomischer Stabilität, sondern auch durch reichliche Liquidität und niedrige Zinsen gekennzeichnet war.

*... durch
zunehmende
Verbreitung
kapitalmarkt-
orientierter
Geschäfts-
modelle in
den Industrie-
ländern...*

In den Industrieländern waren Wachstum und Integration der Finanzmärkte insbesondere durch eine zunehmende Verbreitung kapitalmarktorientierter Geschäftsmodelle geprägt. Durch die Verbriefung von Kreditbeziehungen hat sich die Produktivität der Finanzintermediation und damit die Kreditverfügbarkeit erhöht. Allerdings sind im Zusammenhang mit der stärkeren Marktabhängigkeit der Finanzintermediation in jüngster Zeit auch Schwachstellen deutlich geworden, die zu erheblichen Anspannungen im Finanzsystem geführt und einzelne Institute in eine existenzbedrohende Lage gebracht haben.

Dagegen wurde die Entwicklung der Finanzsysteme in den Schwellenländern vor allem von der kräftigen Ausweitung des traditionellen Bankkreditgeschäfts getrieben, das sich in einigen Regionen auf eine wachsende Präsenz ausländischer Banken stützt. Die starke Kreditexpansion birgt vielfach ein Risiko für die makroökonomische Stabilität. In einigen Schwellen- und rohstoffexportierenden Ländern spielen zudem Zentralbanken und Staatsfonds wegen der starken Akkumulation von Devisenreserven und anderen Auslandsforderungen eine wichtige Rolle im Prozess der finanziellen Globalisierung.

*... und kräftige
Ausweitung des
traditionellen
Bankkredit-
geschäfts in den
Schwellen-
ländern*

Dynamisches Wachstum und zunehmende globale Vernetzung der Finanzmärkte

Die Finanzmärkte sind in den letzten Jahren stürmisch gewachsen. Nach Angaben des IWF summierten sich die weltweit ausstehenden Finanzaktiva (Bankaktiva, Schuldverschreibungen, Aktien) Ende 2006 auf 194 Billionen US-\$, verglichen mit 106 Billionen US-\$ vier Jahre zuvor.¹⁾ Die bereits für Ende 2007 vorliegenden Daten zu Aktien und Schuldverschreibungen deuten darauf hin, dass inzwischen die Marke von 200 Billionen US-\$ überschritten wurde. Zudem ist das Verhältnis der globalen Finanzaktiva zum Weltsozialprodukt seit 2002 um mehr als 75 Prozentpunkte gestiegen und lag Ende 2006 bei über 400 %. Das Weltfinanzsystem ist damit deutlich schneller gewachsen als die Weltwirtschaft.

*Rasanten
Wachstum des
Weltfinanz-
systems ...*

¹ Vgl.: IWF, Global Financial Stability Report, verschiedene Ausgaben, Washington, D.C.

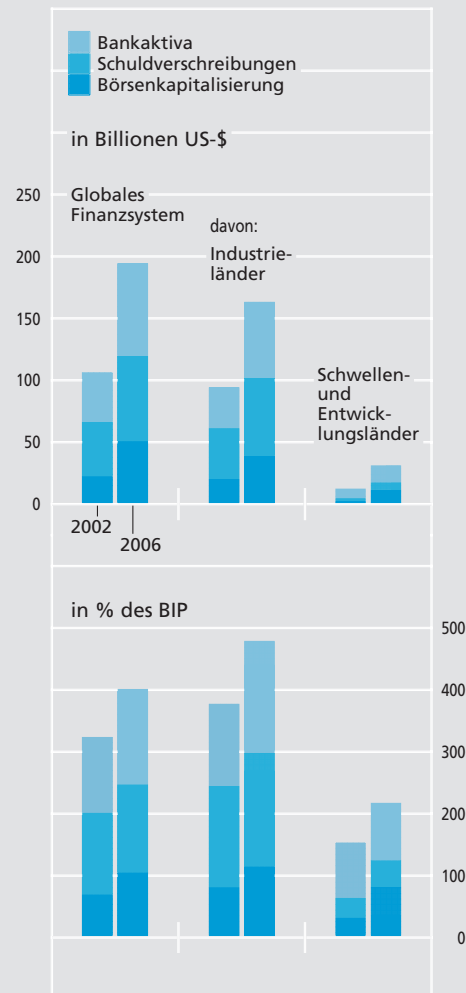
... vor allem Ausdruck einer verstärkten Arbeitsteilung im Finanzsektor...

Manche Beobachter sehen in dieser dynamischen Entwicklung Anzeichen für eine gewisse Vonselbständigkeit des Finanzsektors. Hier ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Expansion der Finanzmärkte in den Industrieländern vor allem eine verstärkte Arbeitsteilung innerhalb des Finanzsystems widerspiegelt; in den Schwellenländern ist sie auch Ausdruck eines verbesserten Zugangs privater Haushalte und Unternehmen zu Finanzdienstleistungen.²⁾ Dabei haben sich die Aktiva der Geschäftsbanken von 2002 bis 2006 weltweit auf rund 75 Billionen US-\$ fast verdoppelt. Die gleichzeitige Verdoppelung der globalen Börsenkapitalisierung auf gut 50 Billionen US-\$ ist nicht zuletzt auf den kräftigen Anstieg der Aktienkurse zurückzuführen. Insgesamt war das Wachstum der Finanzmärkte in den Schwellenländern – ausgehend von einem niedrigen Niveau – besonders dynamisch. Mit einem Anteil von mehr als vier Fünfteln an den globalen Finanzaktiva dominieren aber weiterhin die Industrieländer das internationale Finanzsystem.

... bei zunehmender globaler Vernetzung der nationalen Finanzmärkte

Überlagert und verstärkt wurde das Wachstum der Weltfinanzmärkte durch eine zunehmende globale Vernetzung der nationalen Finanzsysteme. Nach vorliegenden Berechnungen, die bis Ende 2004 reichen, belief sich die Summe aller ausstehenden grenzüberschreitenden Forderungen und Verbindlichkeiten von 145 Ländern zuletzt auf etwa 280 % des Weltsozialprodukts, verglichen mit rund 130 % zehn Jahre zuvor.³⁾ Gleichzeitig stieg die Summe der weltweiten Exporte und Importe im Verhältnis zum Weltsozialprodukt von fast 40 % auf 54 %. Der Prozess der finanziellen Globalisierung verlief damit in

Ausgewählte Indikatoren des globalen Finanzsystems



Quelle: IWF und eigene Berechnungen.

Deutsche Bundesbank

² Für die Entwicklung des internationalen Finanzsystems sind innerhalb der Gruppe der Schwellen- und Entwicklungsländer die Schwellenländer wegen ihrer wachsenden weltwirtschaftlichen Bedeutung von besonderem Interesse. Allerdings ist die Datenlage für diese Ländergruppe unzureichend; statistisch werden sie häufig mit den Entwicklungsländern zusammengefasst. Im vorliegenden Beitrag folgt die Unterscheidung zwischen Industrieländern einerseits und Schwellen- und Entwicklungsländern andererseits der Länderzuordnung des Internationalen Währungsfonds.

³ Vgl.: P. R. Lane und G. M. Milesi-Ferretti (2006), The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004, IMF Working Paper 06/69, Washington, D.C.

den letzten Jahren wesentlich dynamischer als die realwirtschaftliche Integration.

Prozess der finanziellen Globalisierung in den Industrieländern besonders ausgeprägt

Dieser Trend dürfte sich in jüngerer Zeit fortgesetzt haben. Darauf deutet die Entwicklung der grenzüberschreitenden Portfolio- und Direktinvestitionen hin, für die Angaben bis Ende 2006 vorliegen. Es zeigt sich aber auch, dass der auf dieser Basis ermittelte finanzielle Offenheitsgrad der Industrieländer den der Schwellenländer gerade in den letzten Jahren deutlich übertroffen hat. Damit ging die fortschreitende Vernetzung der nationalen Finanzsysteme – ähnlich wie das Wachstum des Weltfinanzsystems – vor allem von den Industrieländern aus. Ende 2006 entfielen laut einer Erhebung des IWF (Coordinated Portfolio Investment Survey) etwa zwei Drittel der Bestände an grenzüberschreitenden Portfolioinvestitionen auf die Industrieländer. Der Anteil der Länder des Euro-Raums an den weltweiten grenzüberschreitenden Portfolioinvestitionen stieg von 2001 bis 2006 von 37,5 % auf 39,2 %. Dabei spielte der Austausch von Forderungen und Verbindlichkeiten innerhalb des Euro-Raums eine große und im Zeitablauf zunehmende Rolle.⁴⁾

Triebkräfte der finanziellen Globalisierung

Ermöglicht wurde der sprunghafte Anstieg der grenzüberschreitenden Finanztransaktionen durch die in den letzten Jahrzehnten in vielen Ländern forcierte Liberalisierung und Deregulierung der nationalen Finanzsysteme. Die Messung der Kapitalverkehrsliberalisierung ist allerdings schwierig, da es sich bei

den damit verbundenen Maßnahmen um qualitative und wegen ihrer Heterogenität schwer vergleichbare Phänomene handelt. Der in der Diskussion zur Liberalisierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs häufig verwendete Chinn-Ito-Index zeigt in den Industrieländern seit Mitte der neunziger Jahre einen deutlichen Anstieg und signalisiert damit, dass der Kapitalverkehr hier inzwischen praktisch keinen Beschränkungen mehr unterliegt.⁵⁾ In diesem Trend schlägt sich nicht zuletzt die Liberalisierung und Integration der Finanzmärkte in Europa nieder.⁶⁾ In den Schwellenländern verlief die Liberalisierung im grenzüberschreitenden Kapitalverkehr dagegen eher schleppend. Zwar wurden in diesen Ländern bis Mitte der neunziger Jahre viele Hürden abgebaut, gemessen am Chinn-Ito-Index sind die Fortschritte bei der Kapitalverkehrsliberalisierung seitdem jedoch insgesamt vergleichsweise gering. Hierbei hat sicherlich eine Rolle gespielt, dass die Ursachen der Finanz- und Währungskrisen, von denen in den neunziger Jahren viele Schwellenländer betroffen waren, auch in der vorangegangenen, teilweise überhasteten Liberalisierung des Kapitalverkehrs

⁴ Zum Prozess der europäischen Finanzmarktintegration vgl.: Europäische Zentralbank, Financial Integration in Europe, April 2008, Frankfurt am Main.

⁵ Neben dem von Chinn und Ito entwickelten Index gibt es in der Literatur auch andere Ansätze zur Messung der Kapitalverkehrsliberalisierung. Die Ergebnisse sind jedoch mit Blick auf die Entwicklungen in den Industrie- und Schwellenländern weitgehend deckungsgleich. Vgl.: M.D. Chinn und H. Ito (2008), A New Measure of Financial Openness, Journal of Comparative Policy Analysis, erscheint in Kürze.

⁶ Deutschland nimmt bei der Liberalisierung des Kapitalverkehrs eine Vorreiterrolle ein; auf den Hauptgebieten des internationalen Kapitalverkehrs bestehen schon seit fast 50 Jahren keinerlei Beschränkungen mehr. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Freizügigkeit im Kapitalverkehr der Bundesrepublik mit dem Ausland, Monatsbericht, Juli 1985, S. 13–24.

Finanzielle Integration begünstigt durch Liberalisierung und Deregulierung, ...

gesehen wurden. Entsprechend war Mitte der neunziger Jahre in dieser Ländergruppe vorübergehend sogar eine Umkehr des Liberalisierungstrends zu beobachten.

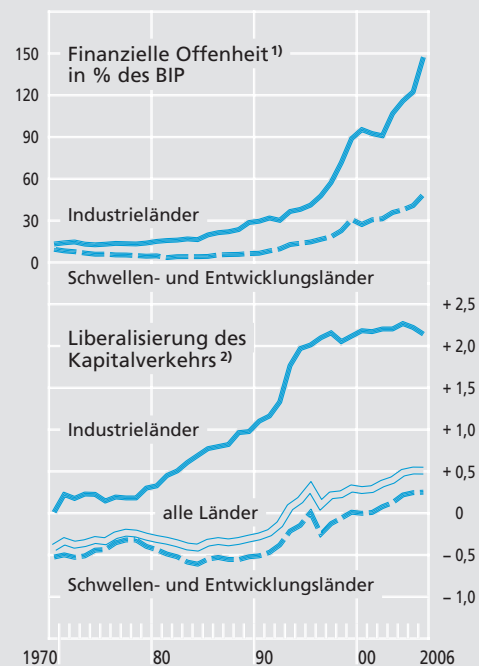
... Fortschritte in der Datenübermittlung und -verarbeitung und ...

Ohne die Fortschritte bei der Datenübermittlung und -verarbeitung wäre der dynamische Prozess der finanziellen Globalisierung nicht denkbar. Die IT-Revolution erleichterte nicht nur die effiziente und kostengünstige Abwicklung großer Finanztransaktionen über Ländergrenzen hinweg, sie bildete auch die Grundlage für eine rasche praxisorientierte Anwendung von Erkenntnissen der modernen Finanzmarkttheorie. Als Folge dieser Entwicklung wurde die Palette herkömmlicher Bankdienstleistungen und Finanzprodukte durch innovative und teilweise komplexe Finanzierungs- und Risikotransfertechniken ergänzt.

... Portfolio-diversifizierung in einem Umfeld kräftigen Wirtschaftswachstums und reichlicher Liquidität

Der Prozess der finanziellen Globalisierung zeigt sich vor allem in einer verstärkten grenzüberschreitenden Portfoliodiversifizierung und Kreditfinanzierung. Begünstigt wurde dieser Prozess durch eine gerade in den letzten Jahren dynamisch wachsende Weltwirtschaft bei geringer Inflation. Die weltweit reichliche Liquiditätsausstattung, die zu niedrigen Kapitalmarktzinsen führte und dadurch die Suche nach profitablen Anlagen verstärkte („search for yield“), hat ebenfalls dazu beigetragen. Allerdings bildete dieses Umfeld auch den Nährboden für eine Entwicklung, bei der die Risikoprämien übermäßig abschmolzen, das Liquiditätsrisiko vielfach vernachlässigt wurde und sinkende Margen aggressive Geschäftspraktiken begünstigten.

Finanzielle Offenheit und Liberalisierung des Kapitalverkehrs



1 Summe der Aktiva und Passiva grenzüberschreitender Direktinvestitionen und Portfolioinvestitionen, Bestände. Quelle: IWF. —
 2 Der Index basiert auf Angaben des IWF zu Wechselkursregelungen und Devisenbeschränkungen und berücksichtigt auch die Existenz multipler Wechselkurse, Beschränkungen von Leistungs- und Finanztransaktionen sowie Regelungen zur Devisenbewirtschaftung. Ein höherer Wert zeigt einen höheren Grad der Kapitalliberalisierung an. Der Mittelwert der Indexreihe für alle Länder ist auf null normiert. Quelle: M. D. Chinn und H. Ito (2008), A New Measure of Financial Openness, Journal of Comparative Policy Analysis (erscheint in Kürze), und eigene Berechnungen.

Deutsche Bundesbank

Finanzielle Globalisierung impliziert, dass Investoren verstärkt ausländische Aktiva in ihren Portefeuilles halten. Folglich sollte der sogenannte „Home Bias“, die traditionell zu beobachtende Präferenz der Anleger für heimische Finanzaktiva, zurückgehen. Tatsächlich gibt es Hinweise, die diese Vermutung stützen. So ist etwa in den Industrieländern der Anteil inländischer Aktien an den gesamten Aktienbeständen seit Mitte der neunziger

Finanzielle Integration begünstigt Abbau des „Home Bias“

„Home Bias“ in ausgewählten Ländern/Währungsräumen

Anteil inländischer Aktien an den gesamten Aktienanlagen (%) ¹⁾

Land/Währungsraum	1995	1999	2003	2006
USA	87,8	86,7	82,3	73,9
Japan	95,4	92,2	89,1	86,0
EWU	–	68,7	39,2	34,9
darunter: Deutschland	77,7	69,8	45,8	45,2

Quellen: BIZ, EZB, IWF, Thomson Financial Data Stream und eigene Berechnungen. — ¹ Bereinigt um Unterschiede im Anteil des jeweiligen Aktienmarkts an der globalen Börsenkapitalisierung; vgl. dazu auch: R. De Santis und B. Gérard (2006), Financial Integration, International Portfolio Choice and the European Monetary Union, ECB Working Paper No. 626.

Deutsche Bundesbank

Jahre deutlich gesunken.⁷⁾ In den Mitgliedsländern der Europäischen Währungsunion war der Rückgang im Vergleich zu den USA und Japan besonders kräftig. Dies deutet darauf hin, dass für Investitionen in ausländische Wertpapiere neben den Informations- und Transaktionskosten auch das – innerhalb der Währungsunion entfallene – Wechselkursrisiko eine nicht unerhebliche Rolle spielt.⁸⁾

Allerdings gibt es Anzeichen dafür, dass der Home Bias bei Privatanlegern – im Gegensatz zu institutionellen Investoren – nach wie vor vergleichsweise stark ausgeprägt ist.⁹⁾ Dies hängt vermutlich damit zusammen, dass die genannten Risiko- und Kostenaspekte bei Anlageentscheidungen privater Haushalte ein größeres Gewicht haben. Zudem könnten private Anleger das Engagement in heimischen

Unternehmen präferieren, weil sie damit verbundene Risiken besser zu beurteilen und damit zu beherrschen glauben als bei ausländischen Unternehmen (Kontrollillusion). Inzwischen werden gerade für Privatanleger zunehmend Finanzprodukte wie etwa Zertifikate angeboten, die ein indirektes Engagement an ausländischen Kapitalmärkten erlauben (vgl. die Erläuterungen auf S. 21). Allerdings ist nicht auszuschließen, dass manche Privatanleger bei der Bewertung der teilweise komplexen Papiere überfordert sind. In gewisser Weise spiegeln sich in diesen Produkten einige der für die Entwicklung an den Finanzmärkten der Industrieländer typischen Merkmale und Probleme wider.

Neuerungen in den Finanzsystemen der Industrieländer

Die Entwicklung der Finanzsysteme der Industrieländer ist in den letzten Jahren insbesondere durch die zunehmende Verbreitung von Produkten und Techniken gekennzeichnet, die es erlauben, illiquide Forderungen beziehungsweise einzelne Risiken handelbar zu machen. Die Handelbarkeit von Krediten und

Finanzsysteme der Industrieländer durch stärkere Handelbarkeit von Krediten und Kreditrisiken geprägt

⁷ Dabei ist zu berücksichtigen, dass auch der Erwerb von Aktien multinationaler Unternehmen dem Home Bias entgegenwirkt. Andererseits unterliegen institutionelle Investoren – wie etwa Pensionsfonds – in der Regel besonderen Anlagerichtlinien, die ein Engagement in ausländischen Wertpapieren vielfach nur im Rahmen bestimmter Obergrenzen erlauben.

⁸ Vgl. dazu auch: M. Fidora, M. Fratzscher und C. Thimann (2007), Home Bias in Global Bond and Equity Markets: The Role of Real Exchange Rate Volatility, Journal of International Money and Finance, 26(4), S. 631–655.

⁹ Untersuchungen zeigen, dass ein ausgeprägter Home Bias suboptimale Risiko-Rendite-Profile in den Portefeuilles der Privatanleger zur Folge hat. Vgl. dazu: R. von Nitzsch und O. Stotz (2006), Zu welchen Renditeeinbußen führt der Home Bias?, Finanz Betrieb, Vol. 8, S. 106–113.

Zertifikate als Instrument der internationalen Portfoliodiversifikation für Privatanleger

Zertifikate stellen neben den seit Langem etablierten Anteilscheinen von Investmentfonds eine gerade von deutschen Privatanlegern zunehmend genutzte Möglichkeit dar, ausländische Märkte für Wertpapierinvestitionen für sich zu erschließen. Nach jährlichen Wachstumsraten von rund 40 % in den vergangenen Jahren erreichte der deutsche Markt für Anlagezertifikate nach Angaben des Deutschen Derivate Verbandes Ende 2007 ein geschätztes Volumen von 135 Mrd €. Dagegen spielen diese Finanzinstrumente in den angelsächsischen Ländern nur eine untergeordnete Rolle.

Während Anteile an einem Investmentfonds das Miteigentum an einem Sondervermögen verbrieft, handelt es sich bei Zertifikaten um Derivate. Sie stellen eine verbrieft Forderung gegen den Emittenten dar, deren Preis sich an der Wertentwicklung bestimmter Vermögenswerte orientiert. Eigentumsrechte an diesen Vermögenswerten entstehen dabei nicht. Die Emittenten ihrerseits sichern die mit der Begebung von Zertifikaten entstandenen Risiken in der Regel über entsprechende Derivate ab.

Die breite Palette der inzwischen angebotenen Zertifikate eröffnet Privatanlegern grundsätzlich die Möglichkeit, unterschiedliche Anlagepräferenzen abzudecken. Dies gilt nicht nur im Hinblick auf bestimmte Regionen oder Branchen, sondern auch für bestimmte Anlagestrategien (z.B. Wachstum, Ertrag) oder Anlagethemen (z.B. Klimawandel, Wasserversorgung). Von großer

Bedeutung sind Indexzertifikate, welche die Wertentwicklung von Aktienindizes abbilden. Auch hinsichtlich der Risikoneigung der Anleger bilden Zertifikate ein breites Spektrum ab. So können beispielsweise die Preisrisiken von Rohstoff- oder Aktienindexzertifikaten von den damit verbundenen Währungsrisiken abgetrennt werden.

Inzwischen wird jedoch zunehmend die geringe Transparenz im Zertifikatemarkt kritisiert. Dieser Mangel an Transparenz resultiert einerseits aus der rapide wachsenden Produktvielfalt der vergangenen Jahre, ist andererseits aber auch in der Struktur der Zertifikate selbst angelegt. Für Anleger ist es oft schwierig nachzuvollziehen, mit welchen spezifischen Kosten eine Anlage in Zertifikaten tatsächlich verbunden ist. Zudem kann die Transparenz des Zertifikatemarkts durch eine geringe Liquidität einzelner Zertifikate und somit durch die Gefahr marktferner Kurse beeinträchtigt werden. Mittlerweile haben jedoch eine Reihe von Anbietern Initiativen ergriffen, um hier Abhilfe zu schaffen.

Insgesamt begünstigt die Verfügbarkeit weltweiter, zum Teil auch exotischer Investitionsmöglichkeiten in Form von Zertifikaten den Abbau des Home Bias bei privaten Wertpapieranlagen. Ob damit eine Verbesserung der Rendite-Risiko-Profile der Portefolles einhergeht, hängt auch davon ab, inwieweit ein Anleger in der Lage ist, mögliche Anlagerisiken (z.B. geringe Liquidität, spekulative Übertreibungen) bei seiner Investitionsentscheidung zu erkennen.

Kreditrisiken kann grundsätzlich dazu beitragen, die Märkte zu verbreitern und damit „vollständiger“ zu machen, wodurch sich potenziell die Produktivität der Finanzintermediation erhöht. Dazu tragen vor allem drei Effekte bei: Erstens erleichtert die Abtrennung des Kreditrisikos von der zugrunde liegenden Kreditbeziehung die Diversifizierung von Kreditportefeuilles. Zweitens können die übertragenen Kreditrisiken zu einer breiteren Streuung der Risiken im Finanzsystem beitragen und darüber hinaus besser an die spezifischen Präferenzen der Investoren angepasst werden. Drittens eröffnet die Handelbarkeit von Kreditrisiken Finanzinvestoren die Möglichkeit, reine Handelsstrategien zu verfolgen, was die Preisfindung auf den Risikotransfermärkten auf eine breitere Basis stellt. Die Handelbarkeit von Kreditrisiken für sich genommen bietet jedoch keine Gewähr für eine optimale Risikoallokation. Die Gefahr einer suboptimalen Allokation dürfte insbesondere dann bestehen, wenn die Weiterreichung von Kreditrisiken mit verminderten Anreizen zur Beurteilung und Überwachung der Kreditqualität und einem unzureichenden Risikomanagement einhergeht.

*Starkes
Wachstum von
Derivaten ...*

Die starke Expansion der Finanzmärkte in den Industrieländern ist vor allem Ausdruck einer intensiven Nutzung innovativer Risikotransferinstrumente und -techniken. Im Vordergrund stehen dabei Derivate, die in standardisierter Form an Börsen gehandelt oder als kundenspezifische Verträge (Over-the-counter: OTC) individuell abgewickelt werden. Nach Angaben der BIZ belief sich der Nominalwert der ausstehenden börsengehandelten Derivate Ende 2007 auf über 80 Billionen

US- $\text{\$}$; er hat sich damit seit 1993 verzehnfacht. Der Nominalwert der ausstehenden OTC-Derivate stieg allein in den G10-Ländern, für die regelmäßig Daten erhoben werden, seit 1998 um etwa das Achtfache und lag Ende 2007 bei 525 Billionen US- $\text{\$}$. Zinskontrakte dominieren mit großem Abstand den Markt für Derivate, gefolgt von Devisenkontrakten und Kreditderivaten. Hauptbestandteil des Marktes für Kreditderivate in den G10-Ländern sind sogenannte Kreditausfall-Swaps (Credit Default Swaps: CDS),¹⁰⁾ deren Nominalwert sich Ende 2007 auf 58 Billionen US- $\text{\$}$ belief, nachdem er 2001 noch unter 1 Billion US- $\text{\$}$ gelegen hatte.

Ein bis vor kurzem besonders dynamisch wachsender Teil des Kreditrisikotransfermarkts besteht aus sogenannten strukturierten Produkten.¹¹⁾ Dabei handelt es sich um komplexe Finanzinstrumente, bei denen die Ansprüche auf Zahlungsströme, die aus einem Pool von Forderungen stammen, in verschiedene Tranchen mit jeweils unterschiedlichem Ertrags-Risiko-Profil aufgeteilt werden. Wichtigste Produkte dieses Marktsegments sind Asset Backed Securities (ABS), darunter insbesondere Collateralised Debt Obligations (CDOs). In den letzten Jahren haben synthetische CDOs, bei denen die zugrunde liegenden Vermögenswerte aus CDS bestehen, stark an Bedeutung gewonnen. Nach Angaben des IWF belief sich der Wert

*...und
strukturierten
Finanz-
produkten*

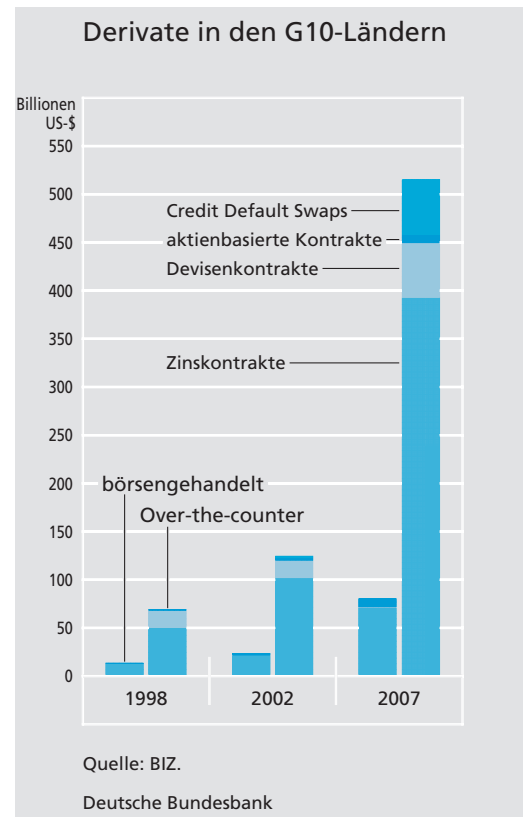
¹⁰ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Credit Default Swaps – Funktionen, Bedeutung und Informationsgehalt, Monatsbericht, Dezember 2004, S. 43–58.

¹¹ Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2005, S. 34 f., sowie Deutsche Bundesbank, Instrumente zum Kreditrisikotransfer: Einsatz bei deutschen Banken und Aspekte der Finanzstabilität, Monatsbericht, April 2004, S. 27–45.

der ausgegebenen strukturierten Produkte in den USA und Europa im Jahr 2007 auf 2,6 Billionen US-\$, verglichen mit 500 Mrd US-\$ in 2000. Der Wert der neu ausgegebenen CDOs stieg in diesem Zeitraum von 150 Mrd US-\$ auf 1,2 Billionen US-\$.¹²⁾ Eine besondere Rolle spielen diese Produkte im Zusammenhang mit Geschäftsmodellen, die darauf ausgerichtet sind, Kredite auszureichen, zu bündeln und mit diesen Kreditportefeuilles besicherte Wertpapiere aufzulegen und am Markt weiterzureichen („originate to distribute“). Die zunehmende Verwendung solcher Geschäftsmodelle hat dazu beigetragen, die Refinanzierungsrestriktionen der Banken bei der Kreditvergabe zu lockern. Dadurch wurde die Kreditverfügbarkeit für die Wirtschaft erhöht und gleichzeitig der Kreditzyklus verlängert. Die jüngsten Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten haben jedoch auch Schwachstellen und Risiken dieser Entwicklung deutlich gemacht.

Komplexität strukturierter Produkte als Herausforderung für das Risikomanagement...

Die Bewertung strukturierter Produkte erfordert von den Marktteilnehmern große Sachkenntnis und Umsicht. Der Rückgriff auf Ratings, die üblicherweise zur Beurteilung des Kreditausfallrisikos traditioneller Finanzprodukte herangezogen werden, kann sich bei einem strukturierten Produkt als unzureichend erweisen. Ein Rating gibt die Beurteilung des Kreditausfallrisikos durch die jeweilige Ratingagentur an. Andere relevante Risiken, vor allem Markt- und Liquiditätsrisiken, bleiben dagegen unberücksichtigt.¹³⁾ Zudem wird die für das klassische Kreditgeschäft der Banken typische Verbindung von Kreditgewährung und Überwachung des damit einhergehenden Kreditrisikos durch das Pooling



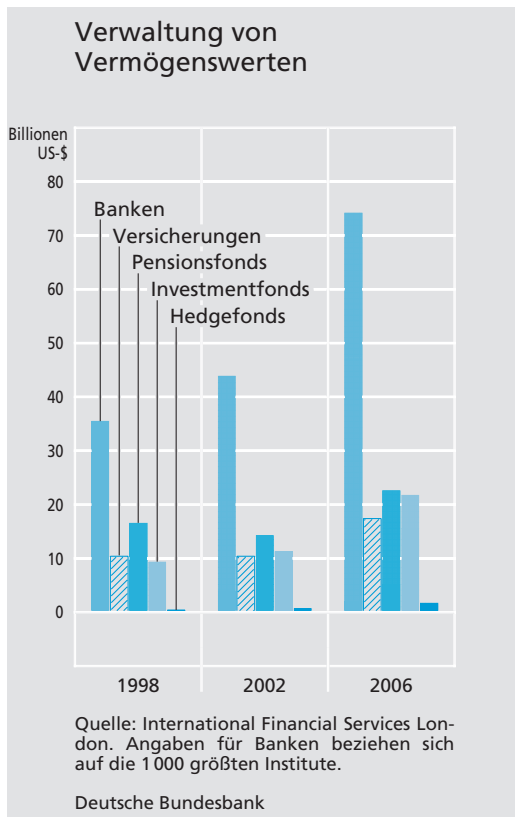
der Forderungen und den – häufig mehrstufigen – Verbriefungsprozess aufgelöst.

Gleichzeitig erschweren strukturierte Produkte die Lokalisierung von Risiken im Finanzsystem. In diesem Zusammenhang sind die mit der Verwendung verbrieferorientierter Geschäftsmodelle einhergehende Verlängerung der Intermediationskette und die engere Verflechtung der Märkte und Marktteilnehmer von besonderer Bedeutung. Die jüngsten Verspannungen an den Finanzmärkten mit den in Einzelfällen existenzbedrohenden Schieflagen haben gezeigt, dass ein Mangel an Transparenz über die Risikoverteilung und

... und die Identifizierung systemischer Risiken

¹² Vgl.: IWF, Global Financial Stability Report, April 2008, Washington, D.C., S. 56.

¹³ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2007, S. 22.



-konzentration im Finanzsektor rasch zu einer Vertrauenskrise von systemisch relevanter Dimension führen kann.

Innovative Finanzierungs- und Kreditrisikotransfertechniken werden insbesondere von großen und komplexen, international tätigen Finanzinstituten¹⁴⁾ intensiv genutzt. Diese Finanzkonglomerate decken ein breites Angebot an Finanzdienstleistungen ab. Im Rahmen ihres Eigenhandels treten sie sowohl als Anbieter wie als Nachfrager von Kreditrisikotransferprodukten auf. Traditionelle Kreditbanken sind hingegen in der Regel an der Absicherung von Kreditrisiken interessiert und fragen eher einen entsprechenden Versicherungsschutz nach, während Versicherungsunternehmen und Hedgefonds vor allem die Funktion des Sicherungsgebers übernehmen.

Intensive Nutzung der neuen Finanzinstrumente durch große, komplexe und international tätige Finanzinstitute

Der weitgehend parallele Anstieg von Forderungen und Verbindlichkeiten der wichtigsten Finanzintermediäre deutet darauf hin, dass sich als Folge des Verbriefungsbooms die Stellung der Banken im Finanzsystem – unabhängig von ihrer jeweiligen Geschäftsausrichtung – nur wenig verändert hat. Ihr Anteil an den verwalteten Vermögenswerten ist in den letzten Jahren sogar leicht gestiegen; er lag Ende 2006 bei 54 %, verglichen mit 51 % Ende 1998. In den Bilanzen der Banken schlägt sich die stärkere Kapitalmarktorientierung und der intensivere Wettbewerb im Finanzsektor daher weniger in Form einer Bilanzverkürzung als vielmehr in einem Aktivtausch nieder, wobei Buchkredite durch Wertpapierforderungen ersetzt werden. Zugleich hat die Bedeutung der Refinanzierung über die Märkte für die Kreditinstitute zugenommen, und das starke Wachstum der Derivatemärkte ist nicht zuletzt Ausdruck einer aktiven Steuerung ihrer Bilanzrisiken.¹⁵⁾

Unverändert starke Stellung der Banken im Finanzsystem

Hedgefonds stehen als weitgehend unregulierte Investitionsvehikel besonders im Rampenlicht der finanziellen Globalisierung, nicht zuletzt weil sie Handelsstrategien verfolgen, die sich von denen anderer Marktteilnehmer wie Banken, Versicherungen oder Invest-

Zunehmende Bedeutung von Hedgefonds ...

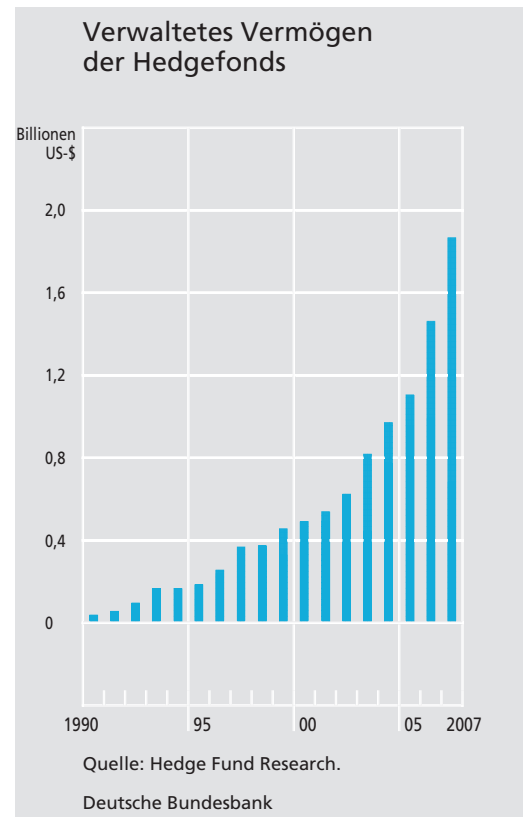
¹⁴ Diese Finanzkonglomerate („large and complex financial institutions“) sind dadurch gekennzeichnet, dass sie signifikante bilanzielle und außerbilanzielle Risiken eingehen, eine breite Palette von Finanzprodukten und -dienstleistungen anbieten, an mehrere nationale Aufsichtsbehörden melden und eine herausgehobene Stellung in den Zahlungs- und Abwicklungssystemen einnehmen; vgl.: Group of Ten (2001), Report on the Consolidation in the Financial Sector (Ferguson Report).

¹⁵ Einige Institute haben darüber hinaus mittels rechtlich selbständiger und daher außerhalb der Bilanz geführter Zweckgesellschaften in verbrieft Produkte investiert. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass unter Basel I, im Unterschied zu Basel II, für derartige Engagements kein Eigenkapital vorgehalten werden muss.

mentfonds deutlich unterscheiden.¹⁶⁾ Dabei werden zur Erzielung einer Hebelwirkung oftmals Derivate und ein hoher Anteil an Fremdkapital eingesetzt. Hedgefonds übernehmen damit typischerweise größere Risiken als andere Finanzmarktakteure. Grundsätzlich leisten diese Fonds einen wichtigen Beitrag zur Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte, indem sie als Gegenpartei von Risikotransfergeschäften fungieren. Zudem können ihre Aktivitäten dazu beitragen, die Marktliquidität zu erhöhen, zumal Hedgefonds auch in spezialisierten und weniger liquiden Marktsegmenten tätig sind.¹⁷⁾ Die Zahl der weltweit operierenden Hedgefonds stieg zwischen 1990 und 2007 von circa 600 auf etwa 10 000. Im gleichen Zeitraum nahmen die von ihnen verwalteten Aktiva von knapp 40 Mrd US-\$ auf rund 1,9 Billionen US-\$ zu. Die tatsächliche Bedeutung der Hedgefonds für das globale Finanzsystem wird damit jedoch eher unterzeichnet; ihr Einfluss ist wegen ihrer intensiven Handelsaktivitäten, ihres hohen Fremdkapitaleinsatzes und ihrer Beziehungen zu zahlreichen, oft systemrelevanten Geschäftspartnern erheblich größer.¹⁸⁾

... und Private
Equity Fonds

Als neue Akteure haben sich schließlich auch Private Equity Fonds an den internationalen Finanzmärkten etabliert. Diese Fonds stellen außerbörslich Eigenkapital für Unternehmen bereit. Ein Teil dieser Fonds erwirbt Unternehmen mit dem Ziel, diese zu restrukturieren und danach in Teilen oder als Ganzes weiter zu veräußern.¹⁹⁾ Marktangaben zufolge stieg das Volumen der Investitionen von Private Equity Fonds zwischen 1998 und 2006 von 70 Mrd US-\$ auf 364 Mrd US-\$.²⁰⁾ Die Mittel für die in den vergangenen Jahren dominie-



renden Leveraged-Buyout-Transaktionen werden in erheblichem Umfang durch die Aufnahme von Fremdkapital aufgebracht. Die Bereitstellung dieses Fremdkapitals erfolgt in der Regel durch Banken und sonstige Intermediäre, die diese Kredite wiederum in verbriefter Form an andere Marktteilnehmer weiterreichen. Damit ist diese Investoren-

¹⁶ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Hedge-Fonds und ihre Rolle auf den Finanzmärkten, Monatsbericht, März 1999, S. 31–44.

¹⁷ Schätzungen zufolge entfielen auf Hedgefonds etwa vier Fünftel des Handels mit notleidenden Krediten und die Hälfte des Handels mit strukturierten Kreditrisikoprodukten. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2007, S. 35 f.

¹⁸ Vgl.: A. Weber (2007), Hedge funds: a central bank perspective, in: Banque de France, Financial Stability Review: Special issue on hedge funds, April 2007, S. 161–168.

¹⁹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Leveraged-Buyout-Transaktionen: die Rolle von Finanzintermediären und Aspekte der Finanzstabilität, Monatsbericht, April 2007, S. 15–28.

²⁰ Vgl.: International Financial Services London, Private Equity 2007.

gruppe eng mit anderen Finanzinstitutionen verzahnt. Insofern sind auch die Aktivitäten der Private Equity Fonds Ausdruck der verstärkten Arbeitsteilung innerhalb des Finanzsystems der Industrieländer.

Besonderheiten der Finanzmarktentwicklung in Schwellenländern

Unterschiede zwischen Industrie- und Schwellenländern

In den Schwellenländern war die Entwicklung der Finanzmärkte und ihre Integration in das internationale Finanzsystem weniger stark mit einer Hinwendung zu einem kapitalmarktorientierten System verbunden. Die Entwicklung der heimischen Finanzsysteme wurde vielmehr von einer kräftigen Ausweitung des klassischen Bankkreditgeschäfts getrieben, das sich in einzelnen Ländern auf eine wachsende Präsenz ausländischer Banken stützt. Das Volumen ausstehender Bankaktiva hat sich in den Schwellenländern von 2002 bis 2006 auf 13,2 Billionen US-\$ fast verdoppelt. Damit wird das Finanzsystem der Schwellenländer, ungeachtet des in einigen Regionen zu verzeichnenden dynamischen Wachstums lokaler Anleihemärkte,²¹⁾ weiterhin von Geschäftsbanken dominiert.

Schwellenländer insgesamt Nettokapitalexporteure ...

Die Liberalisierung und Deregulierung der Finanzsysteme ist in den letzten Jahren mit einem starken Wachstum der Bruttokapitalströme einhergegangen. Der erhöhte Kapitalfluss von den Industrieländern in die Schwellenländer, insbesondere in Form von Direktinvestitionen, entspricht zwar der Erwartung, wonach bei zunehmender finanzieller Offenheit und hinreichenden Rahmenbedingungen Kapital verstärkt in Schwellenländer fließt, die

wegen ihrer vergleichsweise geringen Kapitalausstattung Investitionsmöglichkeiten mit einer höheren Rendite bieten als entwickelte Volkswirtschaften. Allerdings war der Prozess der finanziellen Globalisierung in den letzten Jahren insgesamt mit erheblichen Nettokapitalabflüssen aus den Schwellenländern verbunden.

Eine wichtige Ausnahme in Bezug auf die Entwicklung der Nettokapitalströme stellen die neuen EU-Mitgliedsländer sowie der erweiterte Kreis der EU-Kandidatenländer dar, die seit Anfang des Jahrzehnts überwiegend hohe und teilweise steigende Leistungsbilanzdefizite zu verzeichnen haben.²²⁾ Leistungsbilanzdefizite stellen bei Ländern im wirtschaftlichen Aufholprozess grundsätzlich eine normale Begleiterscheinung dar, wenngleich die damit verbundenen Risiken nicht zu vernachlässigen sind. Problematisch sind solche Defizite vor allem dann, wenn ihnen statt wachstumsfördernder Investitionen etwa eine Ausweitung des Konsums zugrunde liegt.

Dagegen haben in anderen Schwellenländern eine exportgestützte Wachstumsstrategie – nicht zuletzt als Konsequenz aus den Finanz- und Währungskrisen der neunziger Jahre – sowie die inzwischen seit mehreren Jahren andauernde Preishausse bei Rohstoffen zu einer Aktivierung der Leistungsbilan-

... mit Ausnahme der mittel-, ost- und südost-europäischen Volkswirtschaften

Exportgestützte Wachstumsstrategien und hohe Rohstoffpreise führten zum Abbau der Nettoschuldnerposition

²¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Entwicklung der Anleihemärkte in Schwellenländern, in: Finanzstabilitätsbericht 2007, S. 117–137.

²² Vorliegende Untersuchungen deuten darauf hin, dass die Integration der europäischen Finanzmärkte die Nettokapitalaufnahme im Ausland begünstigt hat. Vgl. hierzu etwa: S. Herrmann und A. Winkler, Financial markets and the current account – emerging Europe versus emerging Asia, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Reihe 1, Nr. 05/2008.

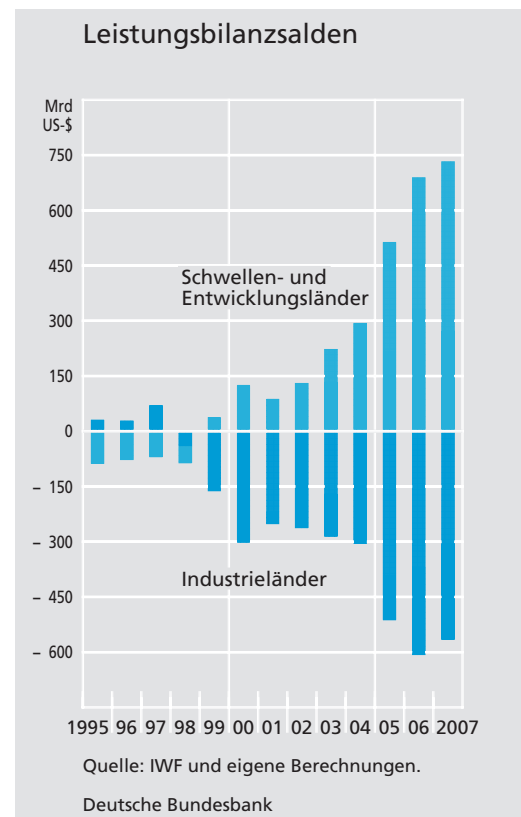
zen beigetragen. Da die Währungspolitik in vielen Fällen das Ziel der Wechselkursstabilisierung verfolgte, war die finanzielle Globalisierung in den letzten Jahren auch durch eine starke Akkumulation von Devisenreserven gekennzeichnet. Ende 2007 erreichten die Reserven der Schwellenländer (einschl. Entwicklungsländer) knapp 5 Billionen US-\$, was einem Anteil von gut drei Vierteln an den globalen Devisenreserven entspricht.

*Abbau
traditioneller
Risiken der
finanziellen
Globalisierung...*

In vielen Schwellenländern ist die jüngste Periode finanzieller Globalisierung daher durch einen Rückgang der Verwundbarkeit gegenüber den traditionellen außenwirtschaftlichen Risiken, wie dem plötzlichen Ausbleiben beziehungsweise der Umkehr von Kapitalströmen, gekennzeichnet. Darauf deuten neben dem rapiden Wachstum der Devisenreserven steigende ausländische Direktinvestitionen hin. Dagegen scheinen Aspekte der Risiko-diversifizierung und der Ausnutzung von Renditeunterschieden durch private Investoren und Finanzintermediäre, die bei der Entwicklung der Finanzsysteme der Industrieländer im Vordergrund standen, bislang nur eine untergeordnete Rolle zu spielen.²³⁾

*... bei gleich-
zeitig rapidem
Kreditwach-
stum in den he-
imischen Finanz-
systemen...*

Andererseits war die Entwicklung der Finanzsysteme in den Schwellenländern in den vergangenen Jahren durch ein starkes Kreditwachstum gekennzeichnet. Wenngleich erhebliche Unterschiede zwischen einzelnen Ländern festzustellen sind, wuchs der Bestand der Bankkredite an den privaten Sektor in nahezu allen großen Schwellenländern mit Jahresraten von zeitweise mehr als 20 %. Den Zentralbanken ist es nicht immer gelungen, die Auswirkungen des kräftigen Anstiegs der



Devisenreserven auf die heimische Liquidität durch entsprechende Sterilisierungsmaßnahmen einzudämmen. Zudem blieben – auch zur Abwehr von Kapitalzuflüssen – die Zinssätze in Schwellenländern vielfach vergleichsweise niedrig. Damit haben sich sowohl von der Mengen- als auch von der Kostenseite die Refinanzierungs- und damit die Kreditvergabemöglichkeiten der Banken spürbar erhöht.

Im Unterschied zu den Industrieländern, in denen das Kreditwachstum vor allem von neuen Möglichkeiten der Verbriefung und Strukturierung Auftrieb erhielt, hat die kräftige Kreditexpansion in den Schwellenländern

*... weitgehend
auf der Basis des
traditionellen
„buy and hold“-
Ansatzes im
Privat- und
Kleinkunden-
geschäft ...*

²³ Vgl. dazu auch: M. A. Kose, E. S. Prasad und M. E. Terrones (2007), How Does Financial Globalization Affect Risk Sharing? Patterns and Channels, IMF Working Paper 07/238, Washington, D.C.

Kreditwachstum in ausgewählten Schwellenländern

Nominales Wachstum (%) der Kredite an den privaten Sektor,
Veränderung gegenüber Vorjahr bzw. durchschnittliche jährliche Wachstumsrate

Land	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2001 bis 2003	2004 bis 2007
Russland	52,0	30,0	44,8	48,2	35,3	48,4	51,0	41,9	45,6
Türkei	24,6	38,0	30,0	46,0	41,5	44,0	26,4	30,8	39,2
Argentinien	- 17,7	- 12,8	- 15,5	15,4	31,7	36,1	37,0	- 15,4	29,7
Indien	9,3	21,5	9,7	30,6	26,2	27,5	22,1	13,3	26,6
Brasilien	2,2	15,7	7,8	14,9	19,3	25,7	37,5	8,4	24,0
Indonesien	10,6	17,9	21,1	33,0	24,8	12,5	24,7	16,4	23,5
Tschechische Republik	- 11,0	- 21,4	8,6	13,3	21,4	21,9	28,5	- 8,8	21,2
Südafrika	22,2	- 12,4	18,1	14,6	17,0	25,4	22,0	8,1	19,7
Polen	7,5	4,3	6,7	9,9	9,3	24,0	31,5	6,2	18,3
Ungarn	18,3	19,2	33,4	18,7	18,9	16,7	18,8	23,4	18,3
China	9,4	17,2	20,8	11,2	9,2	14,3	19,3	15,7	13,4

Quelle: IWF und eigene Berechnungen.

Deutsche Bundesbank

überwiegend auf der Basis des klassischen Bankkredits („buy and hold“) stattgefunden. In Lateinamerika sowie in Mittel- und Osteuropa waren besonders hohe Wachstumsraten im Privat- und Kleinkundengeschäft zu beobachten, wobei in einigen Fällen – teils begünstigt durch fixe Wechselkursregime – der Anteil von Fremdwährungskrediten hoch war. Diese Entwicklung stellt eine große Herausforderung für das Kreditrisikomanagement der Banken dar. Schließlich wird der Kreditboom in einigen Schwellenländern zunehmend von makroökonomischen Fehlentwicklungen begleitet. Dazu zählen hohe und steigende Inflationsraten sowie – vor allem in Mittel- und Osteuropa – hohe Leistungsbilanzdefizite, die jedoch in vielen Fällen in erheblichem Umfang durch Direktinvestitionen finanziert werden.

Gleichzeitig haben sich in den Schwellenländern die institutionellen Grundlagen der Finanzsysteme verändert. Dies zeigt sich vielfach in einer spürbaren Ausweitung der Präsenz und Bedeutung ausländischer Banken. Allerdings gibt es hier erhebliche regionale und länderspezifische Unterschiede. In Asien und im Mittleren Osten spielen ausländische Banken eine vergleichsweise geringe Rolle. Dagegen ist ihre Bedeutung in Lateinamerika sowie Mittel- und Osteuropa in den letzten Jahren erheblich gestiegen. In vielen Ländern – insbesondere in Osteuropa – liegt der Anteil ausländischer Banken an den gesamten Bankaktiva inzwischen bei weit über 50 % und in einigen Fällen sogar nahe bei 100 %. Dies dürfte den Wettbewerb in den Bankensystemen sowie deren Stabilität durch den Transfer von Kapital, Technologie und modernen Ge-

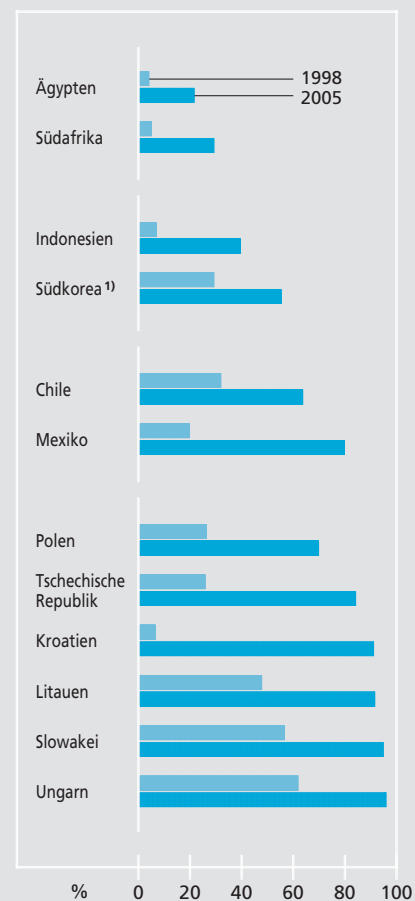
... und in einigen Regionen gestützt auf die zunehmende Präsenz ausländischer Banken

schäfts- und Managementmethoden grundsätzlich gefördert haben. Andererseits sind jedoch neue Ansteckungskanäle und Risiken entstanden. So hat der verstärkte Wettbewerb um Marktanteile mit zu dem hohen Kreditwachstum beigetragen. Auch ist wegen der teilweise großen Bedeutung einzelner ausländischer Institute in den Gastländern nicht auszuschließen, dass Probleme bei der im Ausland ansässigen Mutterbank erhebliche Auswirkungen auf den Finanzsektor in den Gastländern haben können.

Zunehmende Bedeutung von Zentralbanken und Staatsfonds im Prozess der finanziellen Globalisierung

In einigen wichtigen Schwellen- und rohstoff-exportierenden Ländern spielen zudem Zentralbanken und Staatsfonds wegen der starken Akkumulation von Devisenreserven und sonstigen Auslandsaktiva im Prozess der finanziellen Integration dieser Länder eine wichtige Rolle. Bei Staatsfonds handelt es sich um staatlich kontrollierte Einrichtungen, die öffentliches Finanzvermögen organisatorisch getrennt von der traditionellen Verwaltung der Devisenreserven durch Währungsbehörden anlegen.²⁴⁾ Anders als staatliche Pensionsfonds investieren Staatsfonds ihre Mittel größtenteils im Ausland. Zudem gelten sie – im Unterschied zu Hedgefonds und Private Equity Fonds – als konservative, langfristig orientierte Anleger, die weitgehend auf die Möglichkeit der Fremdkapitalaufnahme zur Erzielung einer Hebelwirkung verzichten. Nach Schätzungen des IWF liegt das Anlagevolumen von Staatsfonds zwischen 1,9 Billionen US-\$ und 2,9 Billionen US-\$;²⁵⁾ einzelne Marktschätzungen gehen inzwischen sogar von bis zu 3,5 Billionen US-\$ und mehr aus. Damit sind Staatsfonds etwa so groß wie Hedgefonds und Private Equity Fonds zusam-

Bedeutung ausländischer Banken in ausgewählten Schwellenländern *)



Quelle: Weltbank und eigene Berechnungen. — * Anteil der Bankaktiva der in ausländischem Besitz befindlichen Banken an den gesamten Bankaktiva. — 1 Angaben für 2001 und 2005.

Deutsche Bundesbank

men. Gegenüber den von institutionellen Investoren weltweit verwalteten Finanzmitteln in Höhe von mehr als 50 Billionen US-\$ ist ihr Vermögensbestand zwar bislang vergleichsweise gering. Staatsfonds dürften jedoch künftig erheblich an Bedeutung gewinnen.

²⁴ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht 2007, S. 77 ff.

²⁵ Vgl.: IWF, Global Financial Stability Report, Oktober 2007, Washington, D.C., S. 45.

So rechnet der IWF mit einer Zunahme ihrer Mittel auf 12 Billionen US-\$ bis zum Jahr 2012. Insgesamt dürfte damit die direkte und indirekte Verfügungsgewalt öffentlicher Stellen über Teile des globalen Finanzvermögens weiter zunehmen, zumal in vielen Ländern auch große, international tätige Unternehmen mit umfangreichen Finanzressourcen staatlichem Einfluss unterliegen.

Diskussion über die Rolle von Staatsfonds

In diesem Zusammenhang wird verschiedentlich befürchtet, dass Staatsfonds Investitionen im Ausland tätigen könnten, mit denen weniger ökonomische als politische Ziele verfolgt werden. Für solche Befürchtungen gibt es bisher allerdings kaum Anhaltspunkte. Einzelne Staatsfonds wirkten seit August 2007 sogar stabilisierend, indem sie angeschlagenen Finanzinstituten in den Industrieländern Kapital bereitstellten.²⁶⁾ Ein Teil der Vorbehalte gegen Staatsfonds ist sicherlich darauf zurückzuführen, dass – von einigen Ausnahmen abgesehen – wenig über Aufbau und Aufgaben sowie über Ziele und Anlagestrategien dieser Fonds bekannt ist. Dadurch werden protektionistische Bestrebungen zur Abwehr unerwünschter Investitionen von Staatsfonds in den Empfängerländern begünstigt. Letztlich könnte ein solcher Finanzprotektionismus die Fortschritte der letzten Jahrzehnte bei der Kapitalverkehrsliberalisierung gefährden.

Schlussfolgerungen

Das Wachstum des Weltfinanzsystems, die damit einhergehende zunehmende Breite und Tiefe der Märkte und ihre globale Vernetzung sind grundsätzlich positiv zu werten.

So sollte das Wirtschaftswachstum von einer Öffnung der Finanzmärkte durch mehr Wettbewerb und die verbesserten Möglichkeiten der globalen Kapital- und Risikoallokation profitieren. Allerdings zeigen empirische Studien zum Zusammenhang zwischen finanzieller Offenheit und Wirtschaftswachstum, dass die erwarteten positiven Effekte der Finanzmarktintegration von vielen Faktoren abhängen. Dazu zählen neben dem Entwicklungsstand des heimischen Finanzsektors insbesondere die Stabilität des makroökonomischen Umfelds sowie die Qualität und Leistungsfähigkeit inländischer Institutionen.²⁷⁾

Die realwirtschaftliche Bedeutung der zentralen Funktionen des Finanzsystems wie die Allokation von Kapital und Risiken sowie die Abwicklung von Zahlungen und Wertpapiertransaktionen wird immer dann besonders deutlich, wenn Störungen auftreten. Dies zeigen nicht zuletzt die empfindlichen realwirtschaftlichen Konsequenzen von Finanz- und Währungskrisen, die in der Vergangenheit immer wieder zu beobachten waren. Die jüngsten Anspannungen an den internationalen Finanzmärkten machen dies erneut deutlich. Eine funktionierende Marktwirtschaft ist auf ein effizientes und stabiles Finanzsystem angewiesen. Dies gilt gerade auch in einer zunehmend vernetzten Weltwirtschaft.

Es ist sicherlich zu früh, aus den derzeitigen Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten abschließende Lehren zu ziehen.

Wachstum und Integration der Finanzmärkte per se keine Garantie für wirtschaftlichen Fortschritt, ...

... effizientes Finanzsystem für Funktionsfähigkeit der Wirtschaft aber unverzichtbar

²⁶ Vgl.: IWF, World Economic Outlook, April 2008, Washington, D.C., S. 26.

²⁷ Vgl. dazu: M.A. Kose, E.S. Prasad, S.-J. Wei und K. Rogoff (2006), Financial Globalization: A Reappraisal, IMF Working Paper 06/189, Washington, D.C.

*Jüngste
Finanzmarkt-
turbulenzen
legen Schwach-
stellen im
Finanzsystem
offen...*

Gleichwohl haben die Ereignisse gezeigt, dass die Ansteckungsrisiken mit zunehmender Integration und Verflechtung wachsen, Störungen sich schnell und in nicht vorhersehbarer Weise über Ländergrenzen hinweg ausbreiten und in Einzelfällen rasch zu Schieflogen von systemischer Relevanz führen können. Die ökonomischen Vorteile der Handelbarkeit von Krediten und Kreditrisiken können nur dann realisiert werden, wenn sie mit hinreichenden Anreizen zur Beurteilung und Überwachung der Kreditqualität und einem adäquaten Risikomanagement einhergehen. Dies gilt unabhängig davon, ob der Handel auf nationalen oder internationalen Märkten stattfindet.

*... und erfor-
dern Stärkung
der Markt-
disziplin und
Korrektur von
Fehlanreizen*

Die in Reaktion auf die jüngsten Finanzmarkt-turbulenzen von den Notenbanken, Aufsichtsbehörden und Finanzministerien im Forum für Finanzstabilität vereinbarten Maßnahmen und Empfehlungen sind in dieser Hinsicht notwendig und zielführend.²⁸⁾ Hierbei geht es insbesondere um die Verbesserung des Risikomanagements, die Erhöhung der Transparenz von Instituten und Produkten sowie die Stärkung der Qualität und Rolle von Ratings. Diese Maßnahmen bedürfen allerdings der Konkretisierung und Ergänzung durch die Marktteilnehmer selbst. In diesem Zusammenhang wurde bereits eine Reihe von Initiativen ergriffen.²⁹⁾ Die vorgesehenen Maßnahmen müssen nun schnell und vollständig umgesetzt werden.

Makroökonomische Stabilität bleibt eine wichtige Voraussetzung für das reibungslose Funktionieren der Finanzmärkte. Vor dem

Hintergrund global anziehender Inflationsraten ist hier nicht zuletzt die Geldpolitik weltweit gefordert. In vielen Schwellenländern kommt es auch darauf an, neben dem weiteren Ausbau und der Festigung der institutionellen Grundlagen des Finanzsystems die makroökonomischen Risiken des vielfach hohen Kreditwachstums einzugrenzen. In einem zunehmend global vernetzten Finanzsystem spricht daher einiges dafür, dass flexiblen Wechselkursen als Instrument der außenwirtschaftlichen Anpassung künftig eine größere Rolle beigemessen wird.

Der ungehinderte Austausch von Kapital über Ländergrenzen hinweg in die jeweils produktivste Verwendung trägt dazu bei, dass das Wachstum der Weltwirtschaft von der dynamischen Entwicklung des globalen Finanzsystems und insbesondere von den verbesserten Möglichkeiten der Kapital- und Risikoallokation profitieren kann. In diesem Zusammenhang ist auch wichtig, dass die zunehmende Verfügungsgewalt staatlicher Stellen über Teile des globalen Finanzvermögens transparent und unter ökonomischen Gesichtspunkten ausgeübt wird und damit nicht einem Finanzprotektionismus Vorschub leistet, der die Vorteile des freien grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs gefährden könnte.

*Makro-
ökonomische
Stabilität als
wichtige
Voraussetzung
für funktions-
fähige Finanz-
märkte*

*Freier
Kapitalverkehr
begünstigt
anhaltendes
Wachstum der
Weltwirtschaft*

²⁸ Vgl.: Financial Stability Forum, Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience, April 2008.

²⁹ Vgl. hierzu beispielsweise: Institute of International Finance, Final Report of the IIF Committee on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations, Financial Services Industry Response to the Market Turmoil of 2007–2008, Juli 2008.