

Vorwort zur Schriftenreihe

Im Jahre 1954 hat *K. Paul Hensel* an der Universität Freiburg seine Habilitationsschrift zum Thema „Einführung in die Theorie der Zentralverwaltungswirtschaft – Eine vergleichende Untersuchung idealtypischer wirtschaftlicher Lenkungssysteme an Hand des Problems der Wirtschaftsrechnung“ publiziert. Mit dieser Arbeit, die bis heute grundlegende Erkenntnisse des wirtschaftlichen Systemvergleichs vermittelt, wurde zugleich die *Schriftenreihe zum Vergleich wirtschaftlicher Lenkungssysteme* begründet. Seit der Berufung *Hensels* an die Universität Marburg im Jahre 1957 hat die Schriftenreihe bei Wissenschaftlern, die sich der Ordnungsökonomik und Institutionentheorie verbunden fühlen, hohe Wertschätzung gewonnen.

K. Paul Hensel war ein Schüler von *Walter Eucken* und hat dessen Lehre weitergeführt. Nach *Hensels* Tod 1975 haben seine zahlreichen Schüler sowie sein Nachfolger, *Alfred Schüller*, das wissenschaftliche Vermächtnis *Hensels* fortgeführt und weiterentwickelt. Bis heute kommen sie jedes Frühjahr zu dem von *Hensel* gegründeten *Forschungsseminar Radein zusammen*, aus dem inzwischen zahlreiche ordnungsökonomische Publikationen hervorgegangen sind.

Eine wissenschaftliche Zäsur erfuhr die Ordnungsökonomik im Jahre 1989, als der von ihr prognostizierte Zusammenbruch der sozialistischen Wirtschaftssysteme den wissenschaftlichen Schwerpunkt vom Ost-West-Vergleich auf das weite Feld der Ordnungs- und Institutionenökonomik führte. Folgerichtig wurde die Reihe einige Jahre später umbenannt in *Schriften zu Ordnungsfragen der Wirtschaft*. Bis heute widmet sie sich grundlegenden Fragen, etwa der Wirtschafts- und Sozialpolitik, der Europäischen Integration, der Finanzmärkte, des Gesundheitswesens, der Migration, der Energieversorgung sowie der demografischen Entwicklung.

Die bisherigen Herausgeber: *Gernot Gutmann*, *Hannelore Hamel*, *Helmut Leipold*, *Alfred Schüller*, *H. Jörg Thieme* und *Stefan Voigt* sind – mit Ausnahme von *Voigt* – im Ruhestand und geben ihr Amt in neue Hände. Wir fühlen uns als neue Herausgeber der ordnungsökonomischen Tradition verpflichtet und haben dieses Amt gerne übernommen: *Thomas Apolte* (Universität Münster), *Martin Leschke* (Universität Bayreuth), *Albrecht F. Michler* (Universität Düsseldorf), *Christian Müller* (Universität Münster), *Stefan Voigt* (Universität Hamburg) und *Dirk Wentzel* (Hochschule Pforzheim).

Den alten Herausgebern sei für ihre langjährige Arbeit und ihr großes Engagement herzlich gedankt.

Im Februar 2011

Die Herausgeber

Vorwort

Schwierigkeiten in einem kleinen Segment des amerikanischen Hypothekenmarktes (Subprime-Kredite) führten seit dem Frühjahr 2007 zu einem starken Anstieg von Zahlungsausfällen, der in der Folgezeit zu Neubewertungen von (verbrieften) Krediten, Auflösung von Kredit-Portfolios bis hin zum Zusammenbruch von Finanzinstituten führte. Seinen Höhepunkt erreichte diese Entwicklung mit dem Zusammenbruch der amerikanischen Investmentbank *Lehman Brothers* im September 2008. Diese zunächst auf die USA begrenzte Entwicklung erfasste aber schon früh auch Banken außerhalb der Vereinigten Staaten, die zudem gar kein eigenes Hypothekengeschäft betrieben. In Deutschland waren es die *Deutsche Industriebank AG* (IKB) und die *Sachsen LB*, die aufgrund von Fehlspekulationen am US-amerikanischen Immobilienmarkt bereits im Sommer 2007 in die Krise gerieten. Dramatische Ausmaße nahmen die Verluste dann bei dem Münchener Immobilienfinanzierer *Hypo Real Estate* (HRE) an, die eine groß angelegte Rettungsaktion des Staates auslösten, welche zu staatlichen Bürgschaften in Höhe von über 100 Mrd. Euro führte.

Doch die anfängliche Bankenkrise blieb nicht auf die Finanzmärkte beschränkt, sondern erfasste ab dem Herbst 2008 zunehmend auch den realwirtschaftlichen Bereich, was letztlich in vielen Ländern zur schwersten Rezession nach dem Zweiten Weltkrieg führte. Darüber hinaus hatten staatliche Rettungsaktionen und Konjunkturprogramme einen rasanten Anstieg der Staatsverschuldung zur Folge, so dass manche Länder gegenwärtig einen Staatsbankrott fürchten. Die Finanzkrise hat somit die Staatsverschuldung und deren Probleme (erneut) in den Fokus einer breiteren Öffentlichkeit gerückt. Umfangreiche Ausgabenprogramme, staatliche Bürgschaften und konjunkturbedingte Steuermindereinnahmen führ(t)en zweifelsfrei zu explodierenden Staatsdefiziten und damit auch immer höheren Schuldenständen in der Zukunft.

Im Mittelpunkt der Staatsschuldenkrise stehen gegenwärtig Griechenland und Irland. So bat die griechische Regierung am 23. April 2010 die übrigen Mitgliedsländer der Europäischen Währungsunion sowie den Internationalen Währungsfonds (IWF) offiziell um Hilfe, die von beiden in Form von Krediten bis zu einer Höhe von insgesamt 110 Mrd. Euro bereitgestellt wurde. Doch bereits eine Woche später, am 9. Mai 2010, einigten sich die Euro-Mitgliedsländer und der IWF auf einen weiteren 750 Mrd. Euro umfassenden Rettungsfonds, um weitere Länder stützen zu können. Diesen Fonds nahm Irland Anfang Dezember 2010 als erstes Land in Höhe von etwa 85 Mrd. Euro in Anspruch. Weitere Länder wie Portugal, aber auch Spanien, Italien und Belgien gehören zu den ebenfalls gefährdeten Ländern.

Vor diesem Hintergrund untersuchen die Beiträge des 2010 stattgefundenen 43. Forschungsseminars Radein die Ursachen und Wirkungen der aktuellen Krise sowie die – insbesondere von den jeweiligen Regierungen und Notenbanken – ergriffenen Maßnahmen zu ihrer Überwindung. Dabei stehen jedoch die Entwicklungen in Deutschland und Europa im Vordergrund. Ferner wurden prozess- und insbesondere ordnungspolitische Veränderungen erörtert, durch die sich künftige Finanzkrisen vermeiden lassen.

Das Seminar fand statt im „Zirmerhof“ im Südtiroler Bergdorf Radein. Eine Woche lang haben mehr als fünfzig Wissenschaftler und Praktiker Vorträge sowie Korreferate gehalten und diese intensiv diskutiert – in der Einsamkeit und Abgeschiedenheit einer wunderschönen Bergwelt.

Die wissenschaftlichen Leiter des 43. Radeiner Forschungsseminars und Herausgeber dieses Bandes danken allen Seminarteilnehmern für Vorträge, Kommentare und anregende Kritik sowie der Familie *Perwanger* für die wie immer vorzügliche Betreuung während der Seminarwoche. Unser Dank gilt auch dem Präsidenten der Hauptverwaltung Düsseldorf der Deutschen Bundesbank, Herrn *Norbert Matysik*, der als Keynote-Speaker seine Analyse aus der Sicht eines Notenbankers vorgetragen hat. Für Sorgfalt und hohen Arbeitsaufwand bei der Vorbereitung des druckfertigen Buchmanuskripts danken die Herausgeber Frau *Laura Cüppers* sowie Frau *Rebecca Rothe*. Besonderer Dank gilt auch Herrn Prof. Dr. *Alfred Schüller* von der *Marburger Gesellschaft für Ordnungsfragen der Wirtschaft e.V.* und Frau Dr. *Hannelore Hamel*, die die Abschlussredaktion in gewohnt akribischer Art durchgeführt bzw. finanziell unterstützt haben.

Nicht zuletzt möchten wir uns ganz besonders bei der *DZ Bank-Stiftung*, der *Stiftung Geld und Währung* sowie der *Konrad-Henkel-Stiftung*, Düsseldorf, bedanken, die durch ihre finanzielle Unterstützung entscheidend dazu beigetragen haben, dass das Seminar in dieser Form stattfinden und dieses Buch publiziert werden konnte.

Düsseldorf, im April 2011

Albrecht F. Michler und Heinz-Dieter Smeets

Inhalt

Teil I: Ursachen und Verlauf der aktuellen Krise

<i>Albrecht F. Michler und Heinz-Dieter Smeets</i> Die Finanzkrise: Ursachen, Wirkungen und Maßnahmen	3
<i>Helmut Konjatzky und Patrick Leis</i> Verbriefung: Ursache oder Lösung der Finanzmarktkrise?	33
<i>Christoph J. Börner und Martin Saueremann</i> Die Bankenkrise aus betriebswirtschaftlicher Sicht	55
<i>Achim Hauck und Ulrike Neyer</i> Der Interbankenmarkt und das Liquiditätsmanagement des Eurosystems in der aktuellen Finanzkrise	77
Kommentar: <i>Martin Mandler</i>	104
<i>Heinz-Dieter Smeets</i> Finanzkrise, Realwirtschaft und Staat	109
Kommentar: <i>Martin Leschke</i>	145

Teil II: Krisenbewältigung und Krisenvermeidung in der Zukunft

<i>H. Jörg Thieme und Uwe Vollmer</i> Rolle der Notenbanken nach der Finanzkrise: Reform von Zentralbankstruktur und Geldpolitik	155
Kommentar: <i>Thomas Apolte</i>	181
<i>Justus Haucap, Ulrich Heimeshoff und André Uhde</i> Zur Neuregulierung des Bankensektors nach der Finanzkrise: Bewertung der Reformvorhaben der EU aus ordnungspolitischer Sicht	185
Kommentar: <i>Malte Krüger</i>	208
<i>Paul J. J. Welfens</i> Rating, Kapitalmarktsignale und Risikomanagement: Reformansätze nach der transatlantischen Bankenkrise	213
Kommentar: <i>Hanno Beck</i>	242
<i>Thorsten Polleit</i> Bank Credit and the Business Cycle	247

<i>Gerhard Rösl und Wolf Schäfer</i>	
Staatliche Insolvenzen, freiwilliger Austritt und Zwangsausschluss aus der Europäischen Währungsunion	261
Kommentar: <i>Peter Sass</i>	270

<i>Michael Vogelsang</i>	
Ausgleichsforderungen und Bilanzlücken bei Banken. Kann das Instrument der Jahre 1948 und 1990 an die heutigen Anforderungen angepasst werden?.....	275
Kommentar: <i>Cordelius Ilgmann</i>	293

Teil III: Weltwirtschaftliche Auswirkungen der Finanzkrise

<i>Diemo Dietrich, Axel Lindner und Tobias Knedlik</i>	
Mittel- und Osteuropa in der Weltfinanzkrise: Simultanes Auftreten von Banken- und Währungskrisen	301
Kommentar: <i>Henning Eckermann</i>	323

<i>Albrecht F. Michler und Franz Seitz</i>	
Internationale Kapitalströme vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise	325
Kommentar: <i>Thomas Jost</i>	353

<i>Kira Baranova und Rahel Schomaker</i>	
Die Auswirkungen der Finanzkrise auf Emerging Markets. Die Beispiele Russische Föderation und Vereinigte Arabische Emirate	357
Kommentar: <i>Achim Hauck</i>	384

Autoren- und Seminarteilnehmer	389
---	-----

Internationale Kapitalströme vor dem Hintergrund der Finanzkrise

Albrecht F. Michler und Franz Seitz

Inhalt

1. Einleitung.....	326
2. Entwicklungsprozesse im Vorfeld der Finanzkrise.....	326
2.1. Bestimmungsfaktoren einer zunehmenden Integration der Finanzmärkte.....	326
2.2. Empirische Fakten.....	328
2.3. Ursachen für die aktuellen Entwicklungsprozesse.....	330
3. Anpassungsprozesse während der Finanzkrise.....	336
3.1. Die Anpassungsreaktionen in den Industrieländern.....	336
3.2. Die Anpassungsreaktionen in den Schwellenländern.....	337
4. Entwicklungstendenzen im Nachgang der Finanzkrise.....	340
4.1. Ein mögliches Anpassungsszenario.....	340
4.2. Empirische Fakten.....	342
4.3. Die Ursachen der veränderten Kapitalströme.....	344
4.4. Risiken für die Finanzmärkte und die weltweite Konjunktur.....	344
5. Die wirtschaftspolitischen Implikationen.....	346
5.1. Die Vorteile nicht-regulierter Finanzmärkte.....	346
5.2. Die Notwendigkeit regulierter internationaler Kapitalströme.....	346
5.3. Kritische Würdigung.....	347
6. Schlussbemerkungen.....	349
Literatur.....	350

1. Einleitung

Obwohl die Krise auf den internationalen Finanzmärkten noch nicht vollständig überwunden ist und Teilmärkte – wie der Kreditkartenmarkt oder der Markt für gewerbliche Immobilien mit ihren entsprechenden Verbriefungssegmenten – noch ein erhebliches Ausfallpotenzial bergen, haben die internationalen Kapitalströme im Hinblick auf ihre Volumina wieder deutlich an Dynamik gewonnen. Die Warnungen vor einer erneuten Zunahme der globalen Ungleichgewichte und der Gefahr neuer Kursblasen auf den Finanzmärkten – insbesondere in den Schwellenländern – werden immer lauter. Zugleich nehmen die Forderungen aus Politik und Wissenschaft zu, die unerwünschten Effekte dieser Kapitalströme durch stärkere Regulierungen zu dämpfen: Einzelne Schwellenländer – wie Brasilien – haben bereits begonnen, ihre Finanzmärkte gegen unerwünschte Kapitalimporte abzuschirmen.

Vor diesem Hintergrund werden die Entwicklungsprozesse im Vorfeld der Wirtschafts- und Finanzkrise, die 2007 begann, beleuchtet (Kapitel 2). Zunächst werden potenzielle Determinanten der Finanzmarktintegration und die empirischen Fakten beschrieben, um schließlich die Ursachen der drastisch gestiegenen Kapitalströme in der abgelaufenen Dekade zu identifizieren. Kapitel 3 beschäftigt sich mit den Anpassungsprozessen während der Finanzkrise, die mit einer Umkehr vieler Kapitalströme in Richtung auf die sicheren Häfen der Industrieländer (3.1.) verknüpft waren. Ein besonderes Augenmerk wird auf die Anpassungsreaktionen in den Schwellenländern gelegt (3.2.), deren Finanzmärkte zeitverzögert auf die Subprime-Krise in den USA reagierten. Kapitel 4 erläutert die aktuellen und potenziellen Entwicklungstendenzen im Nachgang der Finanzkrise und skizziert mögliche Szenarien mit ihren Risikopotenzialen. Angesichts der zunehmenden Forderungen nach wirtschaftspolitischen Eingriffen auf den internationalen Finanzmärkten wird im Kapitel 5 die Frage nach der Notwendigkeit von regulierten internationalen Kapitalströmen aufgegriffen. Abschließend werden die Ergebnisse zusammengefasst.

2. Entwicklungsprozesse im Vorfeld der Finanzkrise

2.1. Bestimmungsfaktoren einer zunehmenden Integration der Finanzmärkte

In der Literatur werden unterschiedliche Faktoren angeführt, die den Grad der Finanzmarktintegration und damit das Ausmaß der internationalen Kapitalströme bestimmen. Dazu gehören der Offenheitsgrad einer Volkswirtschaft, die Entwicklung der inländischen Finanzmärkte, die gesamtwirtschaftliche Entwicklung, die Größe eines Landes, das Ausmaß der Kapitalverkehrsbeschränkungen, die Nähe zu Finanzzentren sowie das verwendete Wechselkursregime (*Lane and Milesi-Ferretti 2008a, De Santis and Lührmann 2009*).

Offenheitsgrad der Volkswirtschaft: Die Öffnung einer Volkswirtschaft für den internationalen Güterhandel begünstigt den Austausch von Finanzprodukten und -dienstleistungen (*Obstfeld and Rogoff 2001*). Unter dem Aspekt der Risikoverteilung steigen die Vorteile aus einer internationalen Diversifikation von Wertpapierportfolios mit der

Bedeutung des handelbaren Konsums. Handelsbeziehungen verstärken zudem den Informationsfluss zwischen Ländern und Regionen, bauen bestehende Informationsasymmetrien ab und erhöhen damit die Bereitschaft, sich in ausländischen Vermögensaktiva zu engagieren. Die Gefahr von Ausfallrisiken dürfte sich durch engere Handelsbeziehungen ebenfalls reduzieren. Schließlich generieren Handelsbeziehungen selbst internationale Finanzbeziehungen in Form von Handelskrediten, Exportversicherungen sowie den Wunsch nach vereinfachten Zahlungsformen.

Die Entwicklung der inländischen Finanzmärkte: Die Entwicklung der inländischen Bankensysteme und Finanzmärkte erleichtert zunächst den Handel mit Vermögensaktiva zwischen inländischen Marktteilnehmern und reduziert die Notwendigkeit, auf ausländische Finanzintermediäre zurückzugreifen. Andererseits können ausländische Marktteilnehmer die Markttiefe und -breite der inländischen Finanzmarktsegmente nachhaltig verbessern. Die Etablierung neuartiger Finanzprodukte im Inland steigert zudem die ausländische Nachfrage nach inländischen Vermögensaktivaformen (Martin and Rey 2004). Ferner erhöhen die im Inland gesammelten Erfahrungen mit Finanzprodukten die Bereitschaft für Auslandsengagements. Daraus lässt sich eine positive Korrelation zwischen der nationalen Finanzmarktentwicklung und dem Grad der Finanzmarktintegration ableiten.

Die realwirtschaftliche Entwicklung: Auch die gesamtwirtschaftlichen Wachstumsprozesse können die Bereitschaft inländischer Marktteilnehmer für finanzielle Engagements im Ausland stärken und den Grad der internationalen Finanzmarktintegration erhöhen. Bei konstanten oder unterproportional steigenden Lernkosten im Fall steigender Auslandsinvestments, dürfte sich die entsprechende Anlagebereitschaft mit steigendem Inlandsvermögen erhöhen. Sinkt zudem mit zunehmendem Vermögen die Risikoaversion der Anleger, dürften sich Engagements in die generell als risikobehafteter eingestuften internationalen Anlagepositionen ausweiten.

Die Größe der Volkswirtschaft: Der Zusammenhang zwischen der Größe einer Volkswirtschaft und den grenzüberschreitenden Investments ergibt sich aus den Anlage- und Diversifikationsmöglichkeiten; ceteris paribus ermöglichen größere Volkswirtschaften auch eine bessere Portfoliodiversifikation im Inland, so dass die Vorteile einer internationalen Portfoliostrukturierung vergleichsweise gering erscheinen und die Motivation für Auslandsengagements schwächer ausgeprägt ist. Anleger aus kleinen Ländern zeigen hingegen eine höhere Bereitschaft für Auslandsanlagen. Angesichts einer geringen Marktbreite und -tiefe der eigenen Finanzmarktsegmente werden sie mit höheren inländischen Kurs- bzw. Renditevolatilitäten konfrontiert. Zudem ist nicht sichergestellt, dass alle Finanzprodukte – die ihrem Chance/Risiko-Profil entsprechen – im Inland angeboten werden. Auch aus Sicht der Emittenten von Eigen- und Fremdkapital ist eine internationale Ausrichtung erstrebenswert, wenn bei größeren Emissionsvolumina die ausschließliche Platzierung im Inland mit höheren Kosten verknüpft ist.

Das Ausmaß von Kapitalverkehrsbeschränkungen: Kapitalverkehrsbeschränkungen haben einen negativen Einfluss auf den Bestandsaufbau in ausländischen Vermögensaktiva und Verbindlichkeiten. Bei Existenz bindender Kapitalverkehrskontrollen wird sich die Entwicklung des inländischen Finanzsystems zunächst nicht in einer stärkeren internationalen Integration niederschlagen. Mögliche Ausweichreaktionen der Markt-

teilnehmer beispielsweise in Form von Finanzinnovationen können den Integrationsprozess allerdings mittel- und langfristig sogar begünstigen.

Das Ausmaß von Regulierungen auf den inländischen Finanzmärkten: Wirtschaftspolitische Eingriffe auf den inländischen Finanzmärkten, beispielsweise das Setzen von Zinsobergrenzen im Passivgeschäft der Banken, führen nicht nur zu Ausweichreaktionen auf andere Segmente des inländischen Finanzmarktes, sondern erhöhen auch die Bereitschaft zu Engagements im Ausland. Eine verstärkte Regulierungsarbitrage begünstigt mithin die internationale Finanzmarktintegration insbesondere in Richtung auf Finanzzentren, die durch eine geringere Regulierungsdichte gekennzeichnet sind.

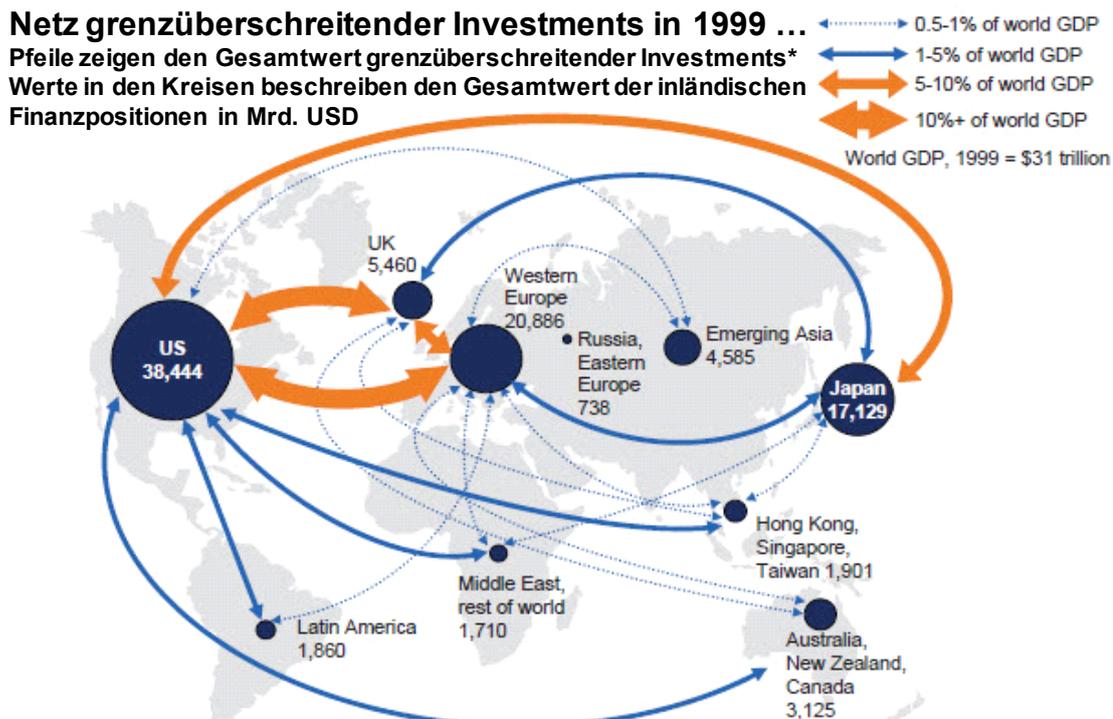
Der Wegfall von Wechselkursänderungsrisiken in der Eurozone: Der Wegfall der Wechselkursänderungsrisiken in der Eurozone und die einsetzende Harmonisierung der nationalen Finanzmärkte haben den Grad der Finanzmarktintegration deutlich erhöht und zugleich einen starken Anstieg der grenzüberschreitenden Anlagepositionen initiiert. Die größere Markttiefe und -breite hat ferner dazu geführt, dass nicht nur Marktteilnehmer aus der Eurozone die Vorteile nutzen, sondern auch Akteure aus Fremdwährungsländern. So stieg nach der Einführung des Euros die Zahl der emittierten Anleihen von Unternehmen aus Fremdwährungsländern sprunghaft an.

2.2. Empirische Fakten

Allgemeine Entwicklungstendenzen: In den ersten acht Dekaden des letzten Jahrhunderts stieg das weltweite Finanzvermögen mit der gleichen Geschwindigkeit wie die reale Wirtschaft. Ausnahmen bildeten lediglich Kriegsphasen und der damit verbundene höhere Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand. Nach 1980 ist allerdings eine Abkoppelung von der realen Wirtschaft zu beobachten. So hat sich beispielsweise das Finanzvermögen in den USA bis 2007 gegenüber 1980 mehr als verdoppelt. Weltweit kann festgestellt werden, dass Aktien und die private Verschuldung wesentliche Determinanten dieser Entwicklung sind. Seit Beginn der 1980er Jahre sind Unternehmen und Kreditinstitute mehr und mehr zur Außenfinanzierung übergegangen. Im Jahr 2007 betrug das geschätzte weltweite Finanzvermögen ca. 194 Bio. USD, was 343 % des weltweiten Bruttoinlandsproduktes entspricht (*McKinsey* 2009).

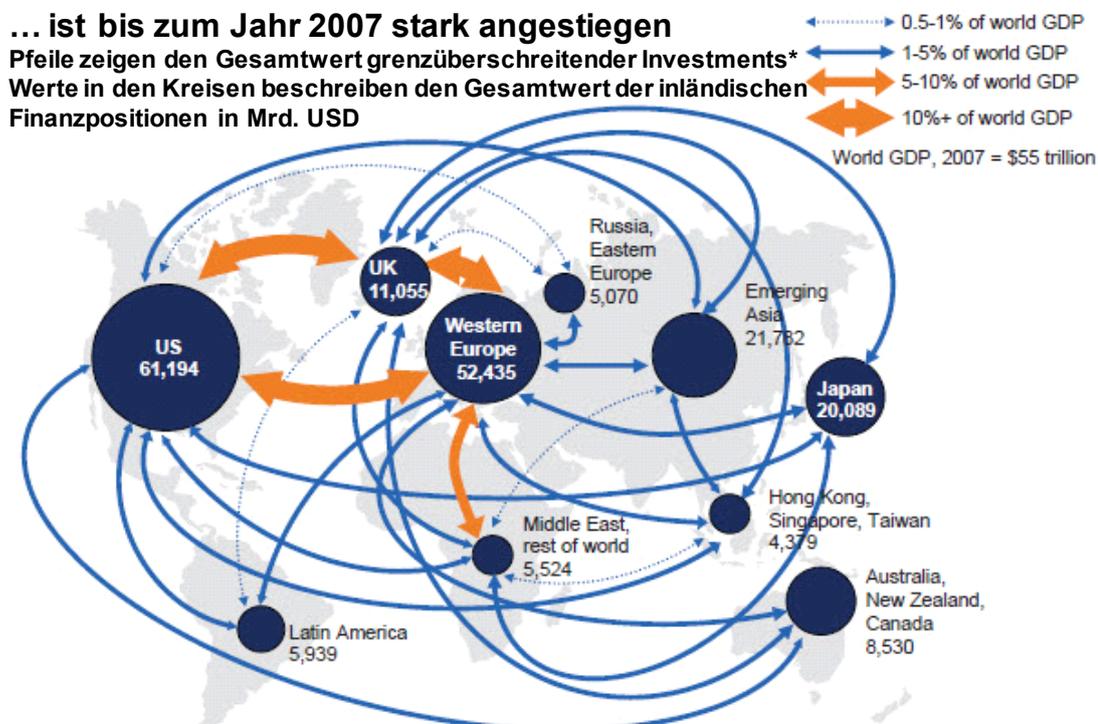
Folgerichtig war auch die Entwicklung der grenzüberschreitenden Kapitalströme, zunächst zwischen den Industrieländern, später auch zwischen Industrie- und Schwellenländern durch ein hohes Wachstum geprägt. Die **Abbildungen 1** und **2** beschreiben die Kapitalströme in Relation zum weltweiten Bruttoinlandsprodukt in den Jahren 1999 und 2007 und verdeutlichen (a) das starke regionale Wachstum der Finanzmärkte, (b) die herausgehobene Stellung der Industrieländer im internationalen Kapitalverkehr, (c) die zunehmende Bedeutung der Schwellenländer und (d) die steigende Verästelung der Kapitalströme.

Abbildung 1: Grenzüberschreitende Investments im Jahr 1999



* Umfasst den Gesamtwert aller grenzüberschreitenden Investments in Eigenkapital, Schuldverschreibungen, Krediten, Einlagen sowie ausländischen Direktinvestitionen

Abbildung 2: Grenzüberschreitende Investments im Jahr 2007



* Umfasst den Gesamtwert aller grenzüberschreitenden Investments in Eigenkapital, Schuldverschreibungen, Krediten, Einlagen sowie ausländischen Direktinvestitionen

Quelle: McKinsey (2008b, S.24) und eigene Ergänzungen.

Kreditexpansion im privaten Sektor der Schwellenländer: Während die öffentliche Hand in vielen Schwellenländern ihre Kreditnachfrage im letzten Konjunkturaufschwung begrenzte, kam es zu einer verstärkten Kreditaufnahme seitens finanzieller und nicht-finanzieller Privatunternehmen aus diesen Ländern. Die Kreditexpansion erfolgte sowohl in lokaler als auch in Fremdwährungen. Banken in den Emerging Market Countries (EMCs) hatten sich im Ausland – auch an den kurzfristigen Interbankenmärkten – refinanziert, um ihre aggressive Kreditvergabe im Inland finanzieren zu können. Liquiditätsverspannungen auf den internationalen Geldmärkten würden demzufolge ohne zeitliche Verzögerung auf die Refinanzierungsmöglichkeiten dieser Finanzinstitute einwirken.

Zunahme der Direktinvestitionen in den Schwellenländern: In den letzten Jahren sind die ausländischen Direktinvestitionen (FDIs) drastisch angestiegen. Diese Entwicklung spiegelt sowohl das Auftreten neuer Länder als Quelle und Investitionsziele von Kapitalströmen wider als auch die rasche Entwicklung neuer Finanzmärkte. Diese Märkte ermöglichten einen zügigen Anstieg des verfügbaren Kapitals im privaten Sektor, was zugleich verbunden war mit einem Rückgang der Kreditaufnahme bei internationalen Finanzinstitutionen. Besonders interessant waren die Veränderungen in der Zusammensetzung der neuen Direktinvestitionen. Obwohl der überwiegende Teil der FDIs weiterhin in den Industrieländern stattfindet, hat die Bedeutung Asiens, Lateinamerikas und der osteuropäischen Schwellenländer erheblich zugenommen. Eine besondere Rolle spielen die Kapitalexporte aus den EMCs; einige Länder wurden bereits zu bedeutenden Investoren auf den internationalen Finanzmärkten.

2.3. Ursachen für die aktuellen Entwicklungsprozesse

Wellen der zunehmenden Finanzmarktintegration

Die rasche Zunahme des internationalen Kapitalverkehrs in den 1980er und 1990er Jahren wurde durch sinkende Kapitalverkehrskontrollen, Deregulierungen der nationalen Finanzsysteme sowie sinkende Informationskosten – die zugleich den verstärkten Einsatz von derivativen Instrumenten und anderen Finanzinnovationen begünstigten – getrieben. In den 2000er Jahren wurden die grenzüberschreitenden Transaktionen hingegen im Wesentlichen durch das Tempo bei der Neueinführung von Finanzinnovationen bestimmt. Das Wachstum der grenzüberschreitenden Engagements wurde durch sektorale Trends wie die Verbriefung, die zunehmende Rolle von Hedge Funds und die verstärkte Nutzung von Zweckgesellschaften (SPVs) in Offshore-Zentren begünstigt. Finanzinnovationen eines Landes erhöhten zugleich die Nachfrage nach diesen Konstruktionen durch institutionelle und private Anleger aus dem Ausland. Vermeintlich neue Asset-Klassen boten die Möglichkeit zu einer breiteren Risikostreuung und zur Verbesserung der Chance/Risiko-Profile von Anlagepositionen. Ein gewichtiger Teil der neuen Aktivitäten resultierte zudem aus der Nutzung von Arbitragemöglichkeiten, die sich aus den Differenzen von Vermögenspreisen, der steuerlichen Behandlung von Finanzprodukten sowie einer unterschiedlichen Regulierungsdichte in einzelnen Rechtsräumen ergaben. Gerade diese Arbitragemöglichkeiten erzeugten eine enge Verknüpfung zwischen den Finanzinnovationen und dem Grad der Finanzmarktintegration.

Das veränderte Wettbewerbsumfeld

Seit den neunziger Jahren ist eine tendenzielle Verflachung der Zinsstrukturkurven in allen Industrieländern zu beobachten, wobei der Rückgang unterschiedlich ausgeprägt war. Zeitgleich ist ein trendmäßiger Rückgang der Zinsspannen bei den Geschäftsbanken zu beobachten. Im Ergebnis sanken die Erträge der Banken aus der Fristentransformation, und es stiegen die Motivation zur Ausweitung des Provisionsgeschäfts sowie die Bereitschaft zur Übernahme mehr oder minder überschaubarer Ausfallrisiken.

Für die Abflachung der zeitlichen Zinsstrukturkurven waren im Wesentlichen die sinkenden Nominal- und Realzinssätze am langen Ende des Laufzeitenbandes verantwortlich. Das vom damaligen US-Notenbankchef *Greenspan* angesprochene Rätsel der niedrigen Langfristzinssätze („*bond yield conundrum*“) lässt sich aber als Kombination aus unterschiedlichen Faktoren erklären (*Bandholz, Clostermann und Seitz 2009; Hume und Sentance 2009*):

- *Steigende Bedeutung globaler Sparüberschüsse*: Aufgrund zunehmender internationaler Sparüberschüsse, die insbesondere aus den Leistungsbilanzüberschüssen von Schwellenländern und einigen Industrieländern wie Deutschland und Japan gespeist wurden, stand eine ausreichende Liquidität auf den internationalen Finanzmärkten zur Verfügung. Die Bereitschaft der Investoren aus den EMCs zu einem Engagement in anderen Schwellenländern war angesichts der Erfahrungen mit den Finanzkrisen der letzten Dekaden – insbesondere der Asienkrise 1997/98 – begrenzt, und die Kapitalexporte konzentrierten sich folgerichtig auf vermeintlich sichere Anlageregionen und vergleichsweise einfache Anlageprodukte wie Staatsanleihen, in die die vorhandenen Devisenreserven investiert wurden.
- *Die demografische Entwicklung begünstigt die Ersparnisbildung*: Angesichts der ungünstigen demografischen Entwicklung in zahlreichen Industrie- und Schwellenländern stieg die Bereitschaft zum Aufbau zusätzlicher Ersparnisse für die Altersvorsorge. Als Anlagevehikel für die Alterssicherung wurden in großem Umfang Pensionsfonds eingesetzt, die aufgrund gesetzlicher Vorgaben eine hohe Anlagepräferenz für Rentenpapiere aufwiesen. Frühere Engagements in Aktien hatten im Zuge der geplatzten Dotcom-Blase im März 2000 zu erheblichen Vermögensverlusten geführt und eine konservativere Ausrichtung der Fonds begünstigt.
- *Die Bedeutung einer stabilitätsorientierten Geldpolitik in den Industrieländern*: Eine verstärkt stabilitätsorientierte Geldpolitik in den 1980er und 1990er Jahren führte zu einer Abnahme der makroökonomischen Risiken, respektive der Inflationsgefahren in den Industrieländern. Der sukzessive Rückgang der Inflationsraten bewirkte nicht nur eine Reduktion der langfristigen Nominalzinssätze im Sinne der Fisher-Relation sondern beispielsweise in den USA bis zum Jahr 2005 auch einen spürbaren Rückgang der Realzinssätze sowohl am Staatsanleihen- als auch am Hypothekenmarkt. Die sinkende Inflationsvolatilität reduzierte Inflationsunsicherheiten und löste einen Rückgang der eingepreisten Inflationsrisikoprämien aus.
- *Die zunehmende Finanzmarktintegration verschärft den internationalen Wettbewerb*: Das Vordringen US-amerikanischer Investmentbanken auf die Märkte anderer Industrieländer sowie die dadurch zunehmenden Alternativen (Disinterme-

diationsprozesse) für die Refinanzierung von (Groß-)Unternehmen stellten beispielsweise das traditionelle Hausbankprinzip in Deutschland sowie die damit verknüpften preispolitischen Spielräume in Frage und verschärften den Margendruck bei den Geschäftsbanken.

- *Die weltweite Niedrigzinspolitik und die dadurch bedingte üppige Liquiditätsversorgung:* Im Gefolge der Aktienmarktzusammenbrüche Anfang des Jahrtausends und der terroristischen Anschläge vom 11.09.2001 haben viele Zentralbanken, speziell die US-Notenbank, aggressiv die Zinsen gesenkt und zu lange auf einem niedrigen Niveau belassen. Diese Liquidität suchte nach Anlagemöglichkeiten und floss wegen der allgemein niedrigen Zinsen nicht nur in die Rentenmärkte, sondern auch in riskantere Anlageformen.

Angesichts der veränderten Wettbewerbsbedingungen bestand ein zunehmender Anreiz, Vermögenspositionen aufzubauen, die bei einem (angeblich) überschaubaren Risiko einen Renditeaufschlag gegenüber den traditionellen Aktivgeschäften der Finanzinstitute versprachen. Aus Sicht institutioneller und privater Investoren wiesen Kreditverbriefungen eine Reihe von Vorteilen gegenüber traditionellen Anlageformen auf. ABS-Strukturen erlaubten die gezielte Übernahme von Kreditrisiken, d. h. die Anlagen konnten präzise an das eigene Risikoprofil angepasst werden. Insbesondere institutionelle Anleger wie Hedge Funds waren bereit, in risikoreichere Anleihe-Tranchen von Investmentvehikeln zu investieren. Zugleich partizipierte der Anleger aber auch von der Risikodiversifikation eines gut strukturierten Forderungs-Pools. Im Fall von Einzelengagements hätte er diese Risikodiversifikation selber sicherstellen und entsprechende Ressourcen für die Informationsbeschaffung und -verarbeitung vorhalten müssen. Angesichts (scheinbar) geringer Korrelationen gegenüber traditionellen Asset-Klassen erlaubten Investitionen in Verbriefungen zusätzliche Diversifikationseffekte und damit ein verbessertes Rendite/Risiko-Profil auch bei bereits gut diversifizierten Portfolios. Zum Ausgleich eventueller Kreditausfälle wurden in den Verbriefungsstrukturen zusätzliche Absicherungselemente (*Credit Enhancements*) integriert, einzelne Forderungsausfälle bewirkten folgerichtig noch kein Downgrading bei der Bewertung des gesamten Pools. Im Ergebnis wiesen ABS-Transaktionen eine höhere Rating-Stabilität und deutlich geringere Ausfallraten als Unternehmensanleihen oder einzelne Kreditengagements auf. Sofern die Eigenkapitalausstattung des Investors wiederum von der Bewertung seines Aktiva-Pools bestimmt wurde, konnte dies auch zu einer spürbaren Entlastung des Anlegers im Hinblick auf die Eigenkapitalunterlegung beitragen. Darüber hinaus wiesen verbrieftete Produkte im Vergleich zu traditionellen Anlagen attraktivere Spreads gegenüber den Refinanzierungskosten auf. Renditeaufschläge ließen sich auch gegenüber dem originären Geschäft der Geschäftsbanken beobachten. Zwischen den Verbriefungsstrukturen waren ebenfalls deutliche *Spread Pickups* identifizierbar. So rentierten CDOs mit hochgradig strukturierten Forderungen (*HG SF CDOs*) unabhängig von der betrachteten Tranche deutlich über den korrespondierenden Tranchen einfacher ABS-Strukturen. Damit bestand im Laufe der Zeit ein verstärkter Anreiz zu komplexer werdenden Verbriefungsstrukturen.

Neben einer Vielzahl anderer Vorteile – wie regulatorische Arbitrage, Risikotransfer oder einer optimierten Bilanzstruktur – ermöglichten verbriefte Kreditstrukturen aus Sicht der Emittenten eine verbesserte Marktgängigkeit ihrer Aktiva-Positionen. Die Verbriefungen zielten auf eine Diversifizierung der Finanzierungsquellen und hier insbesondere auf den Transfer der Positionen aus dem nationalen Finanzsystem in Richtung auf die internationalen Finanzmärkte – also auf Länder mit einer Nettogläubigerposition (Leistungsbilanzüberschüsse) – ab. Die Diversifikation sollte sowohl die Refinanzierung verbilligen als auch die Liquidität nachhaltig sichern.

Die Notwendigkeit der internationalen Refinanzierung

Die stetige Zunahme der internationalen Kapitalströme wird nicht zuletzt mit der Entstehung und drastischen Ausweitung des US-Leistungsbilanzdefizits erklärt, das sich sowohl aus zyklischen als auch aus strukturellen Komponenten zusammensetzt. Die Ursachen dieses Defizits lassen sich nicht eindeutig bestimmen. Letztlich hängt es davon ab, ob man den Entwicklungsprozess aus Sicht der Handels- bzw. Leistungsbilanz begründet (Handelsperspektive) oder die Kapitalbilanz in den Fokus der Betrachtung stellt. Es geht also um die alte Frage, ob die Leistungsbilanz die Kapitalbilanz bedingt oder vice versa.

Die Leistungsbilanz bedingt die Kapitalbilanz: Das in den beiden letzten Dekaden erheblich höhere Wirtschaftswachstum der USA im Vergleich zu wichtigen Handelspartnern führte zu einem deutlich stärkeren Anstieg der US-Importe im Vergleich zu den US-Exporten, mit der Folge, dass sich permanente Leistungsbilanzdefizite etablierten. Diese Entwicklung wurde dadurch verschärft, dass die Einkommenselastizität der Importnachfrage in den USA wesentlich höher ist als bei den Handelspartnern (*Houthakker-Magee-Asymmetrie*). Selbst im Fall eines vergleichbaren Wirtschaftswachstums hätte sich die US-Leistungsbilanz somit tendenziell verschlechtert. Darüber hinaus kann die internationale Wettbewerbsfähigkeit vieler US-Branchen nachhaltig in Frage gestellt werden. Die starke Binnenorientierung von US-Produzenten behinderte in den vergangenen Jahrzehnten eine erfolgreiche Ausrichtung auf die Bedürfnisse der internationalen Märkte. Folgt man dieser Perspektive, wären somit die Handelsströme wesentliche Ursache der US-Leistungsbilanzdefizite und die zu ihrer Finanzierung notwendigen Kapitalzuflüsse lediglich eine Folgeerscheinung.

Die Kapitalbilanz bedingt die Leistungsbilanz: Betrachtet man die US-Leistungsbilanzentwicklung aus dem Blickwinkel der Kapitalbilanz, so sind die Kapitalströme ursächlich für das Auftreten der Defizite. Aufgrund der Attraktivität der US-Wirtschaft und in Erwartung höherer Ertragschancen kommt es zu Kapitalimporten. In der Folge wertet der USD gegenüber anderen Anlagewährungen auf, was einerseits die Renditeaussichten ausländischer Anleger zusätzlich verbessert und andererseits die Güterimporte für die USA verbilligt. Der einsetzende Anstieg der Importnachfrage sowie der gleichzeitige Rückgang der Exporte führten zur Passivierung der Handels- bzw. Leistungsbilanz. Die hohen außenwirtschaftlichen Defizite der USA sind demzufolge das Ergebnis der Anlageentscheidungen internationaler Investoren.

Die beiden Begründungen für das Entstehen der US-Leistungsbilanzdefizite erlauben auch eine unterschiedliche Bewertung im Hinblick auf die Stärke bzw. Schwäche der

US-Volkswirtschaft. Aus dem Blickwinkel der Kapitalbilanz ist die US-Volkswirtschaft also durch eine besondere Stärke geprägt.

Letztlich ist eine monokausale Erklärung nicht möglich, und es spricht vieles für eine gegenseitige Kausalität der Finanz- und Güterströme. Bei der Beurteilung der Leistungsbilanzdefizite stellt sich allerdings die zusätzliche Frage, inwieweit private Anleger bereit sind, die Finanzierung zu übernehmen bzw. inwieweit staatliche Akteure auf den Finanzmärkten aktiv waren. Während langer Zeiträume überwog die private Finanzierung, während es in Phasen von Verspannungen auf den Finanzmärkten eine deutliche Dominanz der öffentlichen Kreditgeber gab.

Betrachtet man die Gegenparteien der US-Leistungsbilanzdefizite, wird deutlich, dass die Motivation der Überschussländer zur Finanzierung der US-Leistungsbilanzdefizite unterschiedlich war. Aus Sicht von Überschussländern wie Deutschland und Japan dürften höhere Renditeaussichten und die Möglichkeiten zur Portfolio-diversifikation bedeutsam gewesen sein. Öl-produzierende Länder der OPEC sowie Russland hatten aufgrund mangelnder Anlagemöglichkeiten im Inland einen Anreiz, ihr Kapital im Ausland anzulegen und demzufolge ein Petro-Dollar-Recycling zu initiieren. Die asiatischen Tigerländer waren nach dem Ende der Asienkrise bestrebt, ihre eigenen Währungen durch den Aufbau von Devisenreserven abzusichern. Durch die sinkenden Investitionsquoten im Inland entstanden Sparüberschüsse, die den Aufbau von Währungsreserven begünstigten. China versuchte in den letzten Jahren seine internationale Wettbewerbsfähigkeit sicherzustellen, indem es die vorhandenen Aufwertungs-tendenzen des Renminbis insbesondere gegenüber dem USD verhinderte und über die erforderlichen Devisenmarktinterventionen Währungsreserven aufbaute. Angesichts der unterentwickelten inländischen Finanzmärkte, die bei starken Zuflüssen zu Überhitzungen neigen würden, machte eine Umlenkung der Ersparnisse in Richtung USA durchaus Sinn. In nahezu allen Ländern waren auch die inländischen Ersparnisse signifikant höher als die korrespondierenden Investitionen.

Die Bedeutung von Carry Trades

Neben längerfristigen Anlageentscheidungen zugunsten von US-Finanzaktiva motivierten die höheren Renditeaussichten in den Jahren vor der Finanzkrise viele Finanzmarktakteure zur Durchführung von Carry Trades, d.h. der – zeitlich begrenzten – Ausnutzung vorhandener Renditedifferenzen zwischen einzelnen Ländern. Im Fall der „klassischen“ Variante wurden zinsgünstige Kredite auf dem Interbankenmarkt einer Niedrigzinswährung (Finanzierungswährung), dem japanischen Yen (JPY) oder dem Schweizer Franken (CHF), aufgenommen (Short Position) und der entsprechende Betrag in Ländern mit einer höheren Verzinsung bzw. höheren Renditeaussichten (z.B. USA) zeitgleich wieder angelegt (Long Position). Zur Verbesserung der Ertragsaussichten erfolgte im Zuge der Anlage zugleich eine Fristentransformation (z.B. Anlage in langfristige Staatsanleihen) oder eine Risikotransformation (z.B. Anlage in Corporates oder Aktien). Die Finanzmarktteilnehmer waren nicht nur einem Wechselkursänderungsrisiko, sondern auch Zinsänderungs- bzw. Ausfallrisiken ausgesetzt. Bei Arbitrage-Freiheit der Finanzmärkte – einschließlich der Gültigkeit der (ungedeckten) Zinsparitätentheorie – dürften systematische risikoadjustierte Überrenditen mithilfe von Carry Trades eigentlich nicht realisierbar sein. Dennoch weisen empirische Unter-

suchungen darauf hin, dass diese Strategien zwar durch ein höheres Risikopotenzial geprägt sind, über lange Zeiträume aber systematische Überrenditen generieren können. In Zeiten eines starken Weltwirtschaftswachstums, reichlich vorhandener Liquidität, einer hohen Risikobereitschaft der Anleger, haussierender Finanzmärkte und niedriger Volatilität auf den Märkten profitierten die Carry Trader nicht nur durch die vorhandenen Renditedifferenzen, sondern zugleich auch von Wechselkursgewinnen aufgrund der immer schwächer werdenden Refinanzierungswährungen, insbesondere des JPY.

Die Reallokation von Risiken auf den internationalen Finanzmärkten

Die Entwicklung der internationalen Kapitalströme war in den vergangenen Jahren nicht nur durch einen drastischen Anstieg der Volumina, sondern auch durch eine beachtliche Reallokation von Risiken geprägt. Durch den Erwerb von strukturierten US-Kreditprodukten seitens internationaler Investoren – beispielsweise deutscher Geschäftsbanken – wurden Klumpenrisiken von US-amerikanischen Finanzinstituten international „verrieselt“.

Eine weitere Dimension des internationalen Kapitalverkehrs resultierte aus der unterschiedlichen Risikobereitschaft bzw. -tragfähigkeit der Investoren. Angesichts der drastischen Leistungsbilanzdefizite der USA stellte sich die Frage, ob und inwieweit die USA künftig in der Lage sind, ihren internationalen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Im Rahmen dieser Diskussion und insbesondere für die Einschätzung der künftigen Entwicklung sind nicht nur die Höhe und Veränderung der Nettoauslandsposition von Interesse, sondern auch die damit verknüpften Zahlungsströme. Interessanterweise war die Kapitalertragsbilanz der USA bis zum Jahr 2006 positiv. Diese Entwicklung erschien angesichts der drastisch gestiegenen Leistungsbilanzdefizite der USA wenig plausibel. Es wurde deshalb vermutet, dass die US-Zahlungsbilanz entweder nicht alle Leistungsströme erfasste oder die US-Auslandsguthaben in den Statistiken nicht hinreichend berücksichtigt wurden. In Anlehnung an die Astronomie wurde die These von der dunklen Materie („*dark matter*“) formuliert, die selber nicht beobachtbar ist, deren Auswirkungen, also die Kapitalerträge zugunsten von US-Anlegern hingegen in der Kapitalertragsbilanz aufscheinen. Die Nettoauslandsverschuldung wäre demnach geringer als die offiziell ausgewiesenen Verbindlichkeiten, und die USA wären im Idealfall weiterhin ein internationaler Nettogläubiger, der trotz hoher Leistungsbilanzdefizite kreditfähig wäre.

Eine andere Erklärung liefert das divergierende Anlageverhalten von US-Investoren und ausländischen Marktteilnehmern. US-Akteure erzielen im Ausland deutlich höhere Renditen als ausländische Anleger in den USA. Angesichts höherer Zinsen in den USA – die die zuvor beschriebenen Carry Trades motivierten – erscheint diese Aussage paradox. Betrachtet man allerdings die Auslandspositionen genauer, wird deutlich, dass die USA zu Beginn der letzten Dekade eine geringfügige Nettogläubigerposition in Bezug auf Eigenkapitalpositionen (Einzelaktien, Aktienfonds und Direktinvestitionen) aufwies und zugleich eine große Nettoschuldnerposition in Fremdkapitalinstrumenten, insbesondere Anleihen (und hier wiederum Staatsanleihen) einnahm.

Obwohl sich die Leistungsbilanzdefizite der USA im Zeitraum von 2002 bis 2007 kumulativ um 3,4 Bio. USD erhöhten, verschlechterte sich die internationale Vermö-

gensposition lediglich um 400 Mrd. USD, und im Verhältnis zum BIP verbesserte sich die Quote der Auslandsverschuldung sogar. Für diese Entwicklung sind im Wesentlichen zwei Gründe verantwortlich: Der USD wertete gegenüber vielen anderen Anlagewährungen – insbesondere gegenüber dem EUR – zwischen 2002 und 2007 ab, und zweitens entwickelten sich die Aktienmärkte in anderen Anlageregionen deutlich besser als in den USA (Curcuru, Thomas and Warnock 2008; Lane and Milesi-Ferretti 2008b). In der Summe fielen die Renditen von US-Anlegern im Ausland deutlich höher aus als die entsprechenden Engagements ausländischer Investoren in den USA. Auch in anderen Industrieländern war mit der fortschreitenden Entwicklung des inländischen Finanzsystems ein substanzieller Rückgang des *Home Bias* und eine höhere Risikobereitschaft (z.B. beim Ankauf von strukturierten US-Kreditprodukten) zu erkennen.

3. Anpassungsprozesse während der Finanzkrise

Alternative Kanäle zum grenzüberschreitenden Transfer von Vermögensaktiva führen in der Praxis zu recht komplexen Transmissionsmechanismen. Lokale Schocks in einem Land können deshalb zu sehr differenzierten Reaktionen auf den Finanzmärkten anderer Länder führen. Die Effekte hängen sowohl vom Niveau als auch von der Struktur der bilateralen Investmentpositionen sowie dem Gleichlauf der Renditen zwischen den beteiligten Ländern ab. Die Heterogenität der bilateralen Transmissionsprozesse wird verstärkt durch vorhandene Asymmetrien zwischen den internationalen Finanzzusammenhängen und den internationalen Handelsbeziehungen: So ist der Grad der Handelsbeziehungen zwischen den Industrie- und Schwellenländer deutlich stärker ausgeprägt als die Finanzbeziehungen. Kleine und wenig liquide Finanzsysteme – wie in den Schwellenländern – reagieren deutlich stärker auf Verschiebungen in den globalen Portfoliogewichten. Auch moderate Umschichtungsprozesse in den Industrieländern können deshalb starke Vermögenspreis- und Wechselkursvolatilitäten auslösen.

Der Risikotransfer und damit die Risikostreuung auf eine Vielzahl von Marktteilnehmern sollte im Normalfall die Absorptionsfähigkeit des internationalen Finanzsystems bei Schocks stärken. Im Fall massiver Störungen funktioniert das weltweite Finanznetz aber wie ein Kanal, über den sich auftretende Risiken rasch und weitgehend ungedämpft bzw. verstärkt auf andere Marktsegmente übertragen können. Im Zuge der Finanzkrise im Jahr 2008 reduzierten sich die gesamten grenzüberschreitenden Kapitalimporte auf 1,9 Bio. USD. Dies entspricht einem Rückgang von ca. 82 % gegenüber dem Volumen im Jahr 2007 (10,9 Bio. USD): In Relation zum Bruttoinlandsprodukt erreichte man die niedrigste Quote seit dem Jahr 1991.

3.1. Die Anpassungsreaktionen in den Industrieländern

Im Jahr 2008 gingen die internationalen Kapitalströme in einzelnen Marktsegmenten nicht nur zurück, sondern es kam zu einer Umkehr der Stromrichtung. Anleger, Unternehmen und Kreditinstitute lösten externe Positionen auf und transferierten ihr Kapital zurück ins Inland. Wie in vorangegangenen Finanzkrisen konzentrierte sich die Reduktion auf die Bankkredite. Während im Jahr 2007 noch 9,4 Bio. USD an Bankkrediten in andere Länder transferiert wurden, sank das grenzüberschreitende Kreditvolumen in 2008 um 1,3 Bio. USD. Internationale Kreditgeber zogen sich zurück, indem sie Kredit-

linien kündigten oder nicht weiter anboten sowie vorhandene Kreditpositionen nicht prolongierten. Über 40 % des Rückgangs lässt sich hierbei auf die reduzierte Kreditvergabe im Interbankengeschäft in Folge der Insolvenz von *Lehman Brothers* zurückführen. Auch die bereitgestellten grenzüberschreitenden Einlagen waren rückläufig, die Marktteilnehmer zogen ca. 400 Mrd. USD aus ausländischen Finanzzentren ab.

Beim grenzüberschreitenden Erwerb von Aktien und Rentenpapieren war ebenfalls eine deutliche Kaufzurückhaltung erkennbar. Einzige Ausnahme waren die USA, die von der Flucht in den „sicheren Hafen“ profitierten und wo erhebliche Kapitalimporte zugunsten US-amerikanischer Staatsanleihen beobachtet werden konnten, die sich auch in Kursanstiegen der US-Treasuries bemerkbar machten. Die geringsten Einbrüche verzeichneten die Direktinvestitionen, deren Kapitalströme traditionell die niedrigste Volatilität aufweisen, da die Investments auf längerfristigen Unternehmensentscheidungen basieren und diese Positionen durch eine geringe Marktgängigkeit gekennzeichnet sind (*Sula and Willett 2009*). Obwohl man nicht mehr das Niveau von 2007 erreichte, blieben die FDI-Ströme im Laufe der Krise über dem Niveau von 2006.

Geografisch betrachtet, stellten sich die stärksten Einbrüche im grenzüberschreitenden Verkehr in den USA und Westeuropa ein, respektive in Großbritannien. Ausländische Anleger – insbesondere aus der Eurozone – zogen in erheblichem Umfang Gelder aus dem Königreich ab. Aber auch zwischen den Ländern der Eurozone und gegenüber den USA war ein deutlicher Rückgang des Kapitalverkehrs zu beobachten.

Das Austrocknen der internationalen Kapitalströme zeigte sich in vielen Facetten. Die Kapitalkosten stiegen weltweit zügig an und erschwerten die Refinanzierung der Unternehmen. Nachdem die Credit Spreads in den Jahren vor der Finanzkrise tendenziell rückläufig waren, stiegen sie innerhalb weniger Monate drastisch an. Die Unterbrechung des grenzüberschreitenden Verkehrs bzw. die rasche Zurückführung von ausländischen Anlagen ins Inland spiegelte sich auch in deutlichen Kurskorrekturen und einer zunehmenden Volatilität auf den internationalen Devisenmärkten wider bzw. im Fall nicht vollständig flexibler Wechselkurse in starken Schwankungen der Devisenreserven.

3.2. Die Anpassungsreaktionen in den Schwellenländern

Die Finanzinstitute in den Schwellenländern hatten – angesichts der negativen Erfahrungen mit Krisen in der vorherigen Dekade – nur vergleichsweise geringere Positionen in komplexen Aktivaformen, wie verbrieften Kreditstrukturen, aufgebaut. Auch die Verwendung derivativer Instrumente beschränkte sich im Wesentlichen auf die Absicherung gegenüber Wechselkursrisiken und anderen Risiken, die sich aus dem Güterhandel ergaben. Diese vergleichsweise konservative Ausrichtung wurde zudem durch nationale Regulierungsmaßnahmen forciert. Aus diesem Grund wurden die EMCs durch die erste Welle der Finanzkrise, die unmittelbar aus den Ausfällen im US-Subprime-Segment entstand, nicht erfasst. So lässt sich beispielsweise bis Mitte 2008 zwar eine höhere Volatilität auf den Aktienmärkten der EMCs beobachten, ein deutlicher Abwärtstrend setzt allerdings erst in der zweiten Jahreshälfte 2008 ein und damit später als in den Industrieländern. Auch die *Credit Default Swaps* und *Credit Spreads* einzelner Schwel-

lenländer bzw. einzelner Unternehmen zeigten bis weit in das Jahr 2008 kein erhöhtes Ausfallrisiko auf den Anleihemärkten an.

Die erfolgreiche Abschirmung gegenüber den Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten war aber nur zeitlich begrenzt. Es lassen sich eine Reihe von Transmissionskanälen identifizieren, die zu einer Übertragung der Finanzmarktkrise auf die Schwellenländer führte (Boorman 2009; IMF 2009a):

- *Abzug von Finanzmitteln durch international tätige Finanzinstitute:* Die international agierenden Finanzinstitute zogen im Laufe der Krise zunehmend Finanzmittel aus ihren Niederlassungen bzw. Tochtergesellschaften in den Schwellenländern ab. Die notwendigen Bilanzkorrekturen und die erforderliche Stärkung der Eigenkapitalbasis auf den Heimatmärkten führten sowohl in den Industrieländern (z. B. bei Hedge Funds) als auch in den Schwellenländern zu einem verstärkten Deleveraging. Folgerichtig ergaben sich in den EMCs Refinanzierungsengpässe insbesondere in USD und EUR. Die Anpassungsprozesse fanden statt, obwohl zur gleichen Zeit die staatlichen Unterstützungsprogramme in den Industrieländern anliefen und eine erhöhte Kapitalbereitstellung gewährleistet wurde. Zu beachten bleibt, dass im Gegensatz zu früheren Finanzkrisen insbesondere ein Abzug von Portfolioinvestitionen einsetzte und nicht wie im Fall der Asienkrise vor allem ein Rücklauf kurzfristigen Bankkredite erfolgte (IMF 2009b).
- *Die Kreditmärkte trocknen aus und Portfolioinvestitionen werden abgezogen:* Mit zunehmender Schärfe der Krise trockneten die Kreditströme der internationalen Banken und Rentenmärkte, allerdings zugunsten der Schwellenländer, weitgehend aus. In einigen, insbesondere mittel- und osteuropäischen Ländern kam es zu erheblichen Verspannungen auf den Finanzmärkten. Die Entwicklung war durch hohe Leistungsbilanzdefizite und eine nicht unerhebliche internationale Verschuldung geprägt. Die konsolidierten Positionen aller der BIS berichtenden Banken in Bezug auf die Schwellenländer sanken von 5,4 Bio. USD in Juni 2008 innerhalb weniger Monate auf 4,6 Bio. USD im Dezember 2008. Dies entsprach einem Rückgang von 14,8 %. Die Schrumpfungprozesse waren nicht auf einzelne Regionen oder Länder begrenzt, sondern erfassten alle Schwellenländer. Alle Kapitalzuflüsse in die EMCs wiesen dabei einen deutlichen Rückgang auf. Die kumulative Reduktion betrug bei den internationalen Bondemissionen 62 %, bei traditionellen Bankkrediten 61 % und 54 % bei Direktinvestitionen. Die Exportkredite zugunsten der Schwellenländer brachen in der zweiten Hälfte des Jahres 2008 vollständig ein. Der Rückzug der Portfolioinvestitionen war ein zentraler Faktor hinter dem dramatischen Rückgang auf den Aktienmärkten der Schwellenländer (Bartram and Bodnar 2009). Der Rückgang übertraf die Kurskorrekturen auf den Aktienmärkten der Industrieländer, und die einsetzende Erholung in 2009 konnte diesen Einbruch bis Ende 2009 nicht vollständig korrigieren. Insbesondere jene Schwellenländer mit hoher Verschuldung und hohem Refinanzierungsbedarf aufgrund von Leistungsbilanzdefiziten und der Notwendigkeit der Refinanzierung von Altschulden mussten erhebliche Einbrüche in den Kapitalzuflüssen hinnehmen. Einige Länder wurden zudem mit Kapitalflucht und gravierenden Abwertungen konfrontiert. Insgesamt war ein deutlicher

Rückgang der internationalen Währungsreserven in den Schwellenländern – mit Ausnahme ostasiatischer Länder – zu verzeichnen.

- *Liquiditätsengpässe in Folge der Lehman-Insolvenz*: Der Beinahe-Zusammenbruch der Interbankenmärkte in den Wochen nach der Lehman-Insolvenz führte zu einem scharfen Rückgang der weltweiten Aktivitäten, da die kurzfristige Finanzierung von Produktion und Handel mehr oder minder völlig zum Erliegen kam. Banken, nicht-finanzielle Unternehmen und private Haushalte in den Industrieländern erhöhten massiv ihre Liquiditätshaltung. Auf der Anlegerseite waren Hedge Funds wichtige Refinanzierer von Unternehmensschulden aus Schwellenländern. Deren Refinanzierungsprobleme infolge der *Lehman*-Pleite übertrugen sich somit zwangsläufig auch auf die Schwellenländer. Zwar hatten sich die Refinanzierungskonditionen für Kredite von Unternehmen aus EMCs bereits vor dem dritten Quartal 2008 verschlechtert, zu einer deutlichen Verschärfung kam es aber erst im vierten Quartal. Obwohl die Zentralbanken in den Schwellenländern häufig hohe Devisenreserven hielten, waren sie anfangs nicht in der Lage oder nicht bereit, die entsprechenden Positionen als zusätzliche Liquidität bereitzustellen. In der Folge mussten die Geschäftsbanken in diesen Ländern ihre eigene Kreditvergabe entsprechend restriktiver handhaben. Die Verspannungen lösten sich teilweise, nachdem die US-Notenbank in einer koordinierten Aktion mit anderen Zentralbanken Ende Oktober 2008 entsprechende Swap-Linien etablierte.
- *Der Konjunkturunbruch in den Industrieländern überträgt sich auf die EMCs*: Ein dritter Übertragungskanal lässt sich aus den realwirtschaftlichen Effekten der Finanzkrise ableiten, die zunächst in den USA und anderen Industrieländern einsetzen. Der dortige drastische Konjunkturrückgang spiegelte sich auch in den Exporten vieler Schwellenländer wider, deren Absatzmärkte in den Industrieländern innerhalb weniger Monate einbrachen. Zeitverzögert wurden weitere Länder erfasst, die Rohstoffe und Zwischenprodukte an jene Schwellenländer – insbesondere China – lieferten, die sich bereits als Hersteller von Endprodukten auf den Märkten etabliert hatten. Der Einbruch bei den Rohstoffpreisen traf viele Kreditnehmer aus den Schwellenländern besonders hart. Unternehmen aus dem Rohstoffsektor hatten in den Vorjahren ihre Produktion deutlich ausgeweitet und diese Expansion kreditfinanziert. Die größten Verspannungen waren deshalb in Lateinamerika (Argentinien, Ecuador und Venezuela) sowie in Europa (Russland und Ukraine) zu beobachten. Die Finanzkrise pflanzte sich demzufolge zeitverzögert durch die in den letzten Jahren immer komplexer gewordenen internationalen Angebotsketten fort. Der drastische Exporteinbruch initiierte zudem Feedback-Schleifen innerhalb der Schwellenländer. Der originäre Rückgang der Exporte verursachte eine Konjunkturuntrübung mit entsprechenden Folgen auf den nationalen Finanzmärkten, die sich in einem deutlichen Rückgang bei der Qualität der Kreditnehmer bemerkbar machte.
- *Sinkende Geldüberweisungen in die Heimatländer*: Geldüberweisungen von Gastarbeitern in Industrieländern sind in vielen Schwellenländern eine gewichtige Einkommensquelle und bedeutsam für die internationalen Währungsreserven. Sie betragen nach Schätzungen der *Weltbank* ca. 206,2 Mrd. USD in 2007 bzw. 231,7

Mrd. USD in 2008 und reagieren üblicherweise mit zeitlicher Verzögerung auf konjunkturelle Schwankungen in den Gastländern. Auch die Geldüberweisungen innerhalb eines Landes waren zwischen den Ballungsräumen und den ländlichen Gebieten deutlich rückläufig. Damit wurden die Probleme der Exportwirtschaft auch auf binnenwirtschaftlich orientierte Sektoren übertragen. Schließlich führte der scharfe Konjunkturunbruch auch zur Rückkehr vieler Arbeitskräfte aus den Gastländern, sodass sich der Druck in den betroffenen Entsendeländern weiter verschärfte. Akutelle Schätzungen der *Weltbank* deuten allerdings darauf hin, dass die Einbrüche bei den Geldüberweisungen im Jahr 2009 überschaubar waren und in 2010 sogar mit einem erneuten Anstieg zu rechnen war.

- *Steigendes Unsicherheitsbewusstsein auf den Finanzmärkten*: Die Tatsache, dass nur die wenigsten Marktteilnehmer auf die Finanzkrise ausreichend vorbereitet waren, führte dazu, dass alle Wirtschaftspläne und Zukunftserwartungen revidiert werden mussten. Der drastische Rückgang in den Vermögenspreisen, insbesondere bei Aktien und Immobilien, sowie der rasche Anstieg der Arbeitslosigkeit waren mit einem zunehmenden Unsicherheitsbewusstsein auf den Märkten verknüpft, die sich auch auf den Finanz- und Gütermärkten der Schwellenländer bemerkbar machten.
- *Sinkende Anlagebereitschaft von Investoren aus den Schwellenländern*: Andererseits kann auch unterstellt werden, dass Investoren aus den Schwellenländern – insbesondere Staatsfonds – ihr Engagement in den Industrieländern angesichts der massiven Verluste zurückfuhren und die auftretenden Abflüsse seitens der international agierenden Finanzinstitute und privater Anleger aus den Schwellenländern zumindest partiell kompensiert wurden (zur Bedeutung der Staatsfonds siehe beispielsweise *Jost 2009*).

4. Entwicklungstendenzen im Nachgang der Finanzkrise

4.1. Ein mögliches Anpassungsszenario

Mit welchen Anpassungsprozessen ist in den kommenden Jahren auf den internationalen Finanzmärkten zu rechnen? Eine Reihe von Anpassungsreaktionen im Zuge der Finanzkrise wird sicherlich vorübergehender Natur sein. Die gravierenden Output-Lücken – insbesondere in stark exportorientierten Industrie- und Schwellenländern – lassen sich rasch überwinden, der drastische Anstieg der Sparquoten in vielen Ländern wird sich in den kommenden Jahren sicherlich relativieren, und die Einkommen sowie Vermögenspreise dürften sich wieder erholen. Darüber hinaus sind mittelfristig aber folgende Anpassungsreaktionen vorstellbar:

- *Sinkende Vermögenspositionen erhöhen die Sparquote und senken den internationalen Refinanzierungsbedarf für Investitionen*: Die im Zuge der Finanzkrise erfolgten Kurskorrekturen auf den Finanz- und Immobilienmärkten haben zu einem deutlichen Rückgang der Vermögenspositionen geführt und könnten in den kommenden Jahren einen nachhaltigen Anstieg der Sparquoten und einen Rückgang der Konsumquoten bewirken. In Ländern – wie den USA –, deren Wirtschaftswachstum konsumgetrieben war, steht folgerichtig ein höheres Finanzierungs-

potenzial für Investitionen zur Verfügung. Dies reduziert dann den Refinanzierungsbedarf im Ausland.

- *Geringe Wachstumsimpulse auf den Finanzmärkten der Industrieländer:* Die privaten Haushalte der Industrieländer werden versuchen, ihre bestehende – und während der Krise nochmals deutlich gestiegene – Verschuldung in den kommenden Jahren zu reduzieren und ihre Kreditaufnahme zurückfahren.¹ Ein entsprechendes Verhalten ist auch bei Unternehmen zu erwarten, die eine Erhöhung ihrer Eigenkapitalquote anstreben. Angesichts eines tendenziell sinkenden Wirtschaftswachstums und sinkender Gewinne dürfte allerdings eine Innenfinanzierung der Unternehmen erschwert werden.
- *Strukturverschiebungen auf den Finanzmärkten der Industrieländer infolge stark ansteigender Staatsdefizite:* Die Finanzmärkte werden in den kommenden Jahren durch die ansteigenden staatlichen Haushaltsdefizite getrieben. Das Nettoangebot an Staatsschuldtiteln dürfte sich substanziell erhöhen, und das zunehmende Risiko von Crowding-out-Effekten könnte die konjunkturelle Erholung dämpfen. Das Risiko steigender Zinssätzen resultiert nicht nur aus der verstärkten Kreditnachfrage, sondern auch aus dem Einpreisen von Ausfallrisiken, wenn die Anleger das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit der öffentlichen Schuldner verlieren. Im Fall rasch steigender Zinsen am langen Ende des Laufzeitenbandes – unabhängig von der Ursache – dürften die realisierten Zinsänderungsrisiken die Vermögenspositionen institutioneller Anleger, insbesondere Finanzinstitute, nachhaltig belasten. Auch wenn es sich zunächst um ein lokales, länderspezifisches Problem handelt, dürfte die Gefahr einer Ansteckung bestehen, da die steigenden Emissionsvolumina an Staatsschuldtiteln zunächst von den internationalen Finanzmärkten absorbiert werden und den internationalen Kapitalaustausch fördern.
- *Zunehmende Regulierungsdichte und sinkende Kreditqualität erhöhen die Kapitalkosten und senken die Investitionsnachfrage:* Die Investitionsnachfrage könnte in vielen Ländern geringer ausfallen als vor der Finanzkrise. Eine verschärfte Regulierung auf den Finanzmärkten – insbesondere eine höhere Eigenkapitalunterlegung von Krediten – wird die Kosten der Intermediationsleistungen deutlich erhöhen. Die im Zuge der Finanzkrise gesunkene Qualität der Kreditnehmer dürfte in die gleiche Richtung wirken. Die Diskussion in Deutschland 2009/10 über eine bestehende Kreditklemme spiegelt diesen Prozess wider.
- *Steigende Risikoprämien auf den internationalen Finanzmärkten begünstigen inländische Kreditaufnahme und senken die internationalen Kapitalströme:* Die Risikoprämien im grenzüberschreitenden Verkehr sind für viele Schuldnerländer im Zuge der Finanzkrise angestiegen und verursachen höhere Kapitalkosten. Diese Prämien werden sich im Laufe der Zeit zurückbilden, ob sie allerdings wieder das Vorkrisenniveau erreichen, ist fraglich. In diesem Fall dürfte auch die Neigung der Schuldner sinken, ihre Refinanzierung über die internationalen Finanzmärkte vorzu-

¹ Angesichts fehlender Sicherheiten beispielsweise aufgrund der gesunkenen Immobilienpreise dürfte auch die Kreditvergabebereitschaft seitens der Banken limitiert sein.

nehmen. Andererseits würden sich dadurch die globalen Ungleichgewichte zurückentwickeln.

- *Die weltweit üppige Liquiditätsversorgung wird nicht signifikant zurückgefahren, und es kommt zu Inflationsprozessen:* Inflationsrisikoprämien würden steigen und mit ihnen die Nachfrage nach Instrumenten zur Absicherung gegen Inflation. Damit würden Realaktiva (z.B. Immobilien, Rohstoffe, Edelmetalle) an Attraktivität gewinnen, Nominalpapiere wie z.B. traditionelle Staatsanleihen dagegen an Bedeutung verlieren.
- *Die Bedeutung der EMCs auf den internationalen Finanzmärkten nimmt zu:* Für die Schwellenländer dürfte die Finanz- und Konjunkturkrise lediglich eine kurzfristige Unterbrechung im langfristigen Entwicklungstrend darstellen, da die Wachstumsquellen auch weiterhin wirksam sind. Vor diesem Hintergrund dürfte die Bedeutung der Schwellenländer sowohl auf der Refinanzierungsseite als auch bei der Bereitstellung von Kapital ansteigen. Mittelfristig könnten die Refinanzierungsbedingungen für die Schwellenländer noch begrenzt sein. Aufgrund des hohen Abschreibungsbedarfs in den Industrieländern ist der Risikoappetit ihrer Investoren gedämpft, was sich in einem signifikanten Rückgang der Direktinvestitionen in Richtung Schwellenländer im Zuge der Finanzkrise bemerkbar machte. Angesichts steigender Eigenkapitalunterlegungsvorschriften werden Kreditinstitute aus den Industrieländern zudem gezwungen, ihre Kreditvergabe zugunsten weniger risikobehafteter Kredite umzuschichten. Die bedeutsamen Kapitalexperteure kommen weiterhin aus den asiatischen Schwellenländern, wobei Leistungsbilanzüberschüsse nicht mehr nur in China, sondern auch in anderen asiatischen Ländern anfallen. Verantwortlich hierfür sind die noch vergleichsweise niedrigen Rohstoffpreise respektive Rohölpreise sowie die tendenziell sinkenden Importe dieser Länder. Die steigenden Devisenreserven werden auch künftig schwerpunktmäßig auf den Rentenmärkten der Industrieländer platziert. Da die Bedeutung privater Investoren aus den EMCs steigt, ist aber damit zu rechnen, dass es zu strukturellen Veränderungen kommt. Eine höhere Risikobereitschaft privater Investoren dürfte das Engagement in die Finanzierung von Eigenkapital in den Industrieländern erhöhen. Voraussichtlich wird auch zunehmend Kapital in Richtung anderer Schwellenländer fließen. Mit anderen Worten, die Nettoschuldner aus den Schwellenländer können verstärkt auf regionale Finanzierungsquellen zurückgreifen. Dies gilt insbesondere für den asiatischen Raum, der eine ausreichende Finanzierung auf regionaler Ebene ermöglichen dürfte. Auch ausländische Direktinvestoren könnten sich auf lokalen Märkten refinanzieren und müssten nicht auf die Märkte der Industrieländer zurückgreifen. Folgt man diesen Überlegungen, so ist mit einer verstärkten Regionalisierung der internationalen Kapitalströme in den kommenden Jahren zu rechnen.

4.2. Empirische Fakten

Die zunehmende Verbriefung von Krediten: Die verschärften Kreditkonditionen der Banken führten im Jahr 2009 zu einem Emissionsboom im Bereich der Corporates. Das geschätzte Emissionsvolumen außerhalb des Finanzsektors betrug in der Eurozone 372 Mrd. EUR und war damit circa doppelt so hoch wie die jährlichen Emissionsvolumina

seit dem Jahr 2000. Interessanterweise stieg die Zahl der Einzelemissionen nicht an, sie war ähnlich wie in den beiden Vorjahren und deutlich geringer als beispielsweise im Jahr 2006. Dies kann als Indiz dafür gewertet werden, dass speziell größere Unternehmen – die besonders über die verschärften Kreditkonditionen „klagten“ – eine Umschichtung ihrer Refinanzierung vorgenommen haben. Die großen Emissionsvolumina sind für institutionelle Anleger von besonderem Interesse und dürften somit auch den internationalen Kapitalverkehr begünstigen. Ob diese Disintermediationsprozesse allerdings anhalten, erscheint fraglich, da der drastische Rückgang der Credit Spreads im Laufe des Jahres 2009 die Attraktivität von Unternehmensanleihen aus Sicht der Anleger deutlich minderte.

Die Anleger verlassen die sicheren Häfen: Der Beginn des Jahres 2009 markiert eine deutliche Trendwende auf den Finanzmärkten. Nachdem der USD im Zuge der Finanzkrise von der Nachfrage nach sicheren Anlageformen profitierte, hat er seit Anfang 2009 gegenüber allen frei floatenden EMC-Währungen tendenziell abgewertet.

Deutlicher Zufluss von Portfoliokapital in die Schwellenländer: Während sich die Zuflüsse von Bankkrediten in die Schwellenländer bislang nur zögerlich erholen, ist ein verstärkter Import von Portfoliokapital zu beobachten, der sowohl die Renten- als auch die Aktien- und Immobilienmärkte der Schwellenländer auf breiter Front erfasst hat und deutliche Kursanstiege auslöste.

Verbesserte Refinanzierungsmöglichkeiten der Schwellenländer auf den internationalen Rentenmärkten: Die internationalen Fremdfinanzierungsbedingungen haben sich für die EMCs nach der drastischen Verschärfung im Jahr 2008 seit Beginn 2009 deutlich entspannt. Die EMBI+ Spreads sind beispielsweise in der Zwischenzeit auf das Niveau gefallen, das sie vor Beginn der Finanzkrise zur Mitte der letzten Dekade aufwiesen.² Sie liegen damit wieder deutlich unter jenem Niveau, das sich durchschnittlich im Vorfeld der Asien-Krise von 1997/98 etablierte. Die günstigeren Refinanzierungskonditionen lassen sich dabei für alle Regionen beobachten. Die Preisentwicklung spiegelt folgerichtig den verstärkten Kapitalfluss in Richtung auf die Emerging Markets sowie den gestiegenen Risikoappetit der internationalen Investoren wider.

Verbesserte Eigenkapitalbeschaffungsmöglichkeiten der Schwellenländer: Auch auf den Aktienmärkten der EMCs ist eine deutliche Kurserholung zu beobachten. Dabei konnten die Kurseinbrüche des Jahres 2008 in vielen Ländern noch nicht wieder aufgeholt werden. Die mangelnde Marktbreite und -tiefe in vielen Ländern wird auch weiterhin für ein hohes Schwankungspotenzial sorgen.

Steigende Kapitalimporte in den Schwellenländern verursachen einen Aufwertungsdruck: Der erhöhte Kapitalzufluss zugunsten der Schwellenländer – insbesondere in den asiatischen und lateinamerikanischen Raum – wird inzwischen mit Sorge betrachtet. Neben starken Aufwertungstendenzen der lokalen Währungen gegenüber dem USD und den Währungen anderer Industrieländer besteht aus Sicht vieler Beobachter die Gefahr einer Überhitzung der lokalen Finanzmärkte. Zudem erschwert die Entwicklung die

² JP Morgan EMBI+ Spreads beschreiben die Renditedifferenz zwischen aktiv gehandelten internationalen Anleihen der EMCs und entsprechenden US-Staatsanleihen.

Umsetzung geld- und wechselkurspolitischer Maßnahmen, insbesondere in jenen Ländern, die nicht auf ein vollständiges Flex-Kurs-System setzen. Auch wenn einzelne Länder und ihre Finanzmärkte bereits deutliche Kursanstiege verzeichnen, lässt sich der Anstieg der Vermögenspreise auf vielen Märkten noch nicht als exzessiv und als ein allgemeines Phänomen der Schwellenländer identifizieren. Da die Belebung der Kreditmärkte in vielen Schwellenländern erst im Jahr 2010 einsetzte, kann man davon ausgehen, dass Leverage-Effekte noch nicht die zentralen Treiber der Vermögenspreisentwicklung waren. Dennoch besteht bei einem weiter anhaltenden Kapitalzufluss und den damit verbundenen Möglichkeiten der Kreditausweitung die Gefahr einer Assetpreis-Inflation.

4.3. Die Ursachen der veränderten Kapitalströme

Die zunehmenden Kapitalimporte werden durch eine Reihe von Faktoren begünstigt. Die erste Importwelle war das Ergebnis von Push-Faktoren. Ein steigender Risikoappetit der internationalen Anleger führte zu einem veränderten Anlageverhalten zugunsten risikobehafteter Vermögensaktiva. Die Investoren verließen angesichts der niedrigen Zinssätze und der Suche nach höheren Renditen die sicheren Häfen der Industrieländer, wobei die US-Finanzmärkte den stärksten Abfluss verzeichneten. Dies lässt sich anhand der Abwertung des USD gegenüber den Währungen der Schwellenländer, dem raschen Aufbau von Währungsreserven zur Dämpfung des Aufwertungsdrucks, steigenden Renditen auf US-Staatsanleihen und am Abfluss aus den Geldmarktfonds der Industrieländer festmachen. Das veränderte Anlageverhalten beschränkt sich aber nicht nur auf die reine Substitution von Vermögensaktiva, sondern initiierte auch eine Renaissance der Carry Trades. Aufgrund des niedrigen Zinsniveaus dient der USD inzwischen als Refinanzierungswährung von Carry Trades, was den Abwertungsdruck auf den USD weiter erhöht.

Seit dem zweiten Quartal 2009 lassen sich zunehmend Pull-Faktoren identifizieren. Im Gegensatz zum verhaltenen Aufschwung in den Industrieländern wurde für die Schwellenländer eine deutliche Konjunkturbelebung festgestellt, die zugleich mit mittelfristig besseren Wachstumsaussichten verbunden war. Vor diesem Hintergrund haben sich die Portfolioinvestitionen in den Schwellenländern deutlich beschleunigt. Diese Investitionen haben die teilweise reichlich vorhandene inländische Liquidität weiter gestärkt und einen erheblichen Vermögenspreisanstieg induziert. Zusammen mit einem robusten Wachstum und steigenden Inflationsgefahren steigt allerdings auch die Notwendigkeit zur Straffung der monetären und finanziellen Rahmenbedingungen in diesen Ländern und die Bereitschaft, Konjunkturprogramme nicht mehr zu prolongieren.

4.4. Risiken für die Finanzmärkte und die weltweite Konjunktur

Das Trilemma der Wirtschaftspolitik in offenen Volkswirtschaften: Jene Länder, die die Finanz- und Konjunkturkrise erfolgreich und schnell überwinden, sind dem Risiko erneuter Überbewertungen auf den nationalen Finanz- und Immobilienmärkten am stärksten ausgesetzt. Es drohen sowohl Vermögenspreisblasen als auch dramatische Aufwertungen der Währungen mit den entsprechenden realwirtschaftlichen Konsequenzen.

zen: Dies gilt insbesondere für jene Länder, die einen hohen Offenheitsgrad ihrer Volkswirtschaft aufweisen. Das niedrige Zinsniveau auf den US-Geldmärkten und die Erwartung weiterer USD-Abwertungen erhöhen das Potenzial für erfolgreiche Carry Trades mit dem USD als Refinanzierungsvehikel und den Währungen insbesondere der Emerging Markets als Anlagevehikel. Die aktuelle Entwicklung in den Schwellenländern spiegelt das wohlbekanntes Trilemma der Wirtschaftspolitik in offenen Volkswirtschaften wider. Es ist letztlich unmöglich einen freien Kapitalverkehr sowie Wechselkursstabilität zu garantieren und zugleich eine völlig unabhängige Geldpolitik zu betreiben. Insbesondere die Implementierung einer strafferen Geldpolitik zur Vermeidung von Überhitzungstendenzen auf den lokalen Güter- und Finanzmärkten wird nur zögerlich verfolgt, da man im Fall steigender Zinssätze einen weiteren Kapitalzufluss mit einem entsprechenden Aufwertungsdruck auf die nationale Währung und negative konjunkturelle Effekte befürchtet. Sofern mittelfristig auf eine restriktivere Ausrichtung der Geldpolitik verzichtet wird, muss aber mit erheblichen Nebeneffekten gerechnet werden, die die – aus Sicht der EMCs – negativen Effekte von Flex-Kurs-Systemen mit ihren Aufwertungstendenzen erheblich überschreiten dürften. Vor diesem Hintergrund steigt die Neigung seitens der Wirtschaftspolitik, die negativen Auswirkungen der Kapitalimporte durch eine Regulierung der Kapitalmärkte abzuwehren.

Die Bedeutung der globalen Ungleichgewichte in den kommenden Jahren: Die künftige Entwicklung auf den internationalen Finanzmärkten hängt insbesondere vom weiteren Ausmaß der globalen Ungleichgewichte ab. Der Internationale Währungsfonds geht gegenwärtig von folgendem Anpassungsszenario aus (*Blanchard and Milesi-Ferretti 2009*): Die chinesische Konjunktorentwicklung ist auch künftig durch eine robuste Inlandsnachfrage geprägt, während die Wirtschaftspolitik weiterhin eine reale Aufwertung des Renminbis verhindert. Zugleich werden andere Schwellenländer eine reale Aufwertung gegenüber dem USD blockieren, um ihre Wettbewerbsfähigkeit gegenüber China zu erhalten. Da sich die Wettbewerbsfähigkeit der USA gegenüber den EMCs in diesem Szenario nicht nachhaltig verbessern kann, bleiben die dringend erforderlichen Konjunkturimpulse aus dem Ausland aus. Aufgrund des niedrigen Zinsniveaus kann die US-Notenbank keine zusätzlichen (zinsorientierten) geldpolitischen Impulse setzen, sodass die Notwendigkeit fiskalpolitischer Konjunkturprogramme besteht. Die hohen US-Haushaltsdefizite erfordern allerdings in den künftigen Jahren einen deutlichen Konsolidierungsprozess, der das Auflegen umfassender Konjunkturprogramme behindert. In diesem Fall dürfte der konjunkturelle Aufschwung in den USA einbrechen und würde in Folge die weltweite Konjunktorentwicklung erfassen. Länder, die aufgrund vorhandener Reserven einen Spielraum haben, um ihre Binnennachfrage zu stärken, könnten auch weiterhin ein nachhaltiges Wachstum sicherstellen. In diesem Szenario ist weiterhin mit gravierenden globalen Ungleichgewichten und entsprechenden Rückkoppelungen auf die internationalen Kapitalströme zu rechnen, die Kapitalzuflüsse in Richtung der Schwellenländer begünstigen.³

³ Auch in einem Alternativszenario mit umfangreichen US-Konjunkturprogrammen werden die globalen Ungleichgewichte in Form von bedeutsamen Leistungsbilanzdefiziten weiterhin bestehen.

5. Die wirtschaftspolitischen Implikationen

5.1. Die Vorteile nicht-regulierter Finanzmärkte

Die Argumente für weitgehend unregulierte Finanzmärkte und einen freien internationalen Kapitalverkehr gehen von der Vorstellung effizienter Märkte bzw. von der mangelnden Effektivität staatlicher Regulierungen aus. Demzufolge wird angenommen, dass die Abwesenheit von Regulierungen, ein höheres Investitions- und Outputniveau garantieren, dass das Produktivitäts- und Wirtschaftswachstum allgemein beschleunigt wird, eine Reallokation finanzieller Mittel in Richtung auf Länder (beispielsweise EMCs) mit dem höchsten Kapitalbedarf und deshalb mit den höchsten Renditeaussichten stattfindet, durch die Diversifikationsmöglichkeiten ein geringes Risikoniveau generiert und die Fähigkeit zur Glättung des Konsums in der Zeit begünstigt wird. Ein freier internationaler Kapitalverkehr sichert zudem die individuellen Freiheiten sowie Eigentumsrechte ab, und die Versuche von Kapitalverkehrsbeschränkungen scheitern an vielfältigen Umgehungsmöglichkeiten der Marktteilnehmer (*Fischer* 1998 und Übersicht bei *Frenkel* 2002). Schließlich lassen sich politökonomische Überlegungen ins Feld führen (*Cooper* 1998). Kapitalverkehrskontrollen sichern Politikern diskretionäre Entscheidungsspielräume, die abrupte Politikwechsel mit allen negativen Folgen begünstigen. Gleichzeitig besteht die Möglichkeit zur Erzielung von Renten und folgerichtig auch die Gefahr von Korruption.

Es gibt inzwischen eine große Anzahl empirischer Untersuchungen für verschiedene Zeiträume und Länder, die die Vorteilhaftigkeit unregulierter Märkte untersuchen (siehe beispielsweise *Lee and Jayadev* 2005, *Kose et al.* 2006, *Reinhart and Rogoff* 2008 sowie *Rodrik and Subramanian* 2008). Die Mehrheit der Studien kommt zu dem Schluss, dass es keine robuste empirische Evidenz für den Zusammenhang zwischen dem Grad der Finanzmarktintegration und dem Wirtschaftswachstum gibt. Andererseits zeigt sich eine hohe Korrelation zwischen der Kapitalmobilität und dem Auftreten von Finanzkrisen (siehe *Reinhart and Rogoff* 2008) und zugleich eine strenge Evidenz für das Entstehen permanenter Outputverluste im Zuge von Finanzkrisen (siehe beispielsweise *Cerra and Saxena* 2008). Des Weiteren kann die Beseitigung von Kapitalverkehrsbeschränkungen vorhandene Ungleichgewichte erhöhen (*Lee and Jayadev* 2005). Als Fazit halten Befürworter von Kapitalverkehrsbeschränkungen fest, dass die Vorteile des freien Kapitalverkehrs empirisch nicht evident sind (beispielsweise *Epstein* 2009).

5.2. Die Notwendigkeit regulierter internationaler Kapitalströme

Angesichts der zuvor dargestellten empirischen Ergebnisse ist es verständlich, dass sowohl in der Theorie als auch in der Praxis die Akzeptanz für ein stärkeres staatliches Management von internationalen Kapitalströmen besteht. Dabei wird durchaus die Gefahr gesehen, dass viele Regulierungen vorhandene Ungleichgewichte auf den Märkten eher verschärfen können oder bestenfalls unwirksam sind.

Betrachtet man die Regulierungen genauer, lässt sich eine Vielzahl direkter und indirekter Instrumente zur Beeinflussung der internationalen Kapitalströme ausmachen (siehe dazu *Epstein* 2009). Kapitalverkehrskontrollen und die Besteuerung von Kapitalströmen wirken direkt auf die Kapitalimporte und -exporte ein. Sie können wie im Fall

der Besteuerung preisbasiert oder wie im Fall von Export- und Importquoten (bis hin zum absoluten Verbot) mengenbasiert wirken. Die denkbaren Differenzierungsmöglichkeiten entsprechen jenen der Außenhandelspolitik. Eine Beeinflussung der Kapitalströme kann hingegen auch indirekt über die Regulierung der Finanzinstitutionen – beispielsweise durch die Eigenkapitalunterlegung, Leverage-Ratio bestimmter Geschäfte, Begrenzung derivativer Kontrakte, Limitierung der Fristentransformation etc. – erfolgen.

Die Kombination aus Kapitalverkehrskontrollen, der Besteuerung, Regulierungsinstrumenten mit indirekter Wirkung und dem Versuch der Wechselkursbeeinflussung bezeichnet man als „capital management techniques“. Zielsetzung dieser Techniken, ist (a) der Versuch, Finanzmarktstabilität zu gewährleisten, (b) gewünschte Investitionen und Finanzierungsprojekte zu motivieren, (c) die wirtschaftspolitische Autonomie zu stärken einschließlich der Etablierung stabiler und „wettbewerbsfähiger“ Wechselkurse und (d) die nationale Souveränität zu garantieren (*Epstein 2009*).

Die empirischen Ergebnisse in Bezug auf die Effektivität von Kapitalverkehrskontrollen liefern aber ebenfalls keine eindeutigen Ergebnisse (siehe zu einem Überblick *Ostry et al. 2010*). *Frenkel* (2002, S. 259) kommt zu dem Schluss, dass die Kontrollen allenfalls temporäre Wirkungen aufweisen und in der Vergangenheit nicht geeignet waren, bei Turbulenzen auf den Devisenmärkten Währungskrisen nachhaltig zu verhindern. Auch *Magud, Reinhard and Rogoff* (2007, S. 21) kommen bei der Auswertung von mehr als dreißig empirischen Studien zu keinem eindeutigen Befund. Sie wiesen zwar darauf hin, dass Kapitalimportkontrollen die Autonomie der Geldpolitik erhöhen und die Zusammensetzung der Kapitalströme verändern können. Aber bereits bei der Frage, ob das Instrumentarium geeignet ist, eine unerwünschte reale Wechselkursentwicklung zu vermeiden, relativieren sie ihre Aussage. Bei den Kapitalexporten ist die Effektivität der wirtschaftspolitischen Eingriffe noch schwächer ausgeprägt. Angesichts derartiger Ergebnisse ist es verwunderlich, dass sich Kapitalverkehrskontrollen und andere Regulierungsinstrumente weiterhin einer hohen Beliebtheit erfreuen. Es liegt der Verdacht nahe, dass politökonomische Gründe das wirtschaftspolitische Verhalten dominieren. Regierungen greifen auf Kapitalverkehrsbeschränkungen aufgrund einer kurzfristigen Ausrichtung ihrer Politik, die durch die Wiederwahlchancen geprägt ist, zurück (*Frenkel 2002, S. 260*).

Bei allen Maßnahmen zur Abschirmung der eigenen Volkswirtschaft gegenüber unerwünschten Kapitalimporten oder -exporten bleibt zu beachten, dass die Marktteilnehmer vielfältige Möglichkeiten zur Umgehung der vorhandenen Barrieren nutzen können (siehe Überblick bei *Frenkel 2002*).

5.3. Kritische Würdigung

Die Frage, ob und inwieweit unregulierte Finanzmärkte ursächlich für die zunehmende Häufigkeit und Stärke von Finanzkrisen sind, bleibt aber jenseits der „beeindruckenden“ empirischen Ergebnisse weiterhin offen, und ihre Beantwortung hängt letztlich von der sorgfältigen Identifikation staatlicher Eingriffe auf scheinbar unregulierten Finanzmärkten ab.

Finanzkrisen lassen sich traditionell in drei Kategorien unterteilen: Währungskrisen, Bankenrisen und internationale Verschuldungskrisen (Eichengreen und Rose 1998, Übersicht bei Michler und Thieme 2003). Währungskrisen liegen vor, wenn spekulative Attacken gegen den Wechselkurs einer Währung entweder zu einer drastischen Abwertung führen oder aber die erfolgreiche Verteidigung des Außenwertes nur durch den Abbau der Devisenreserven bzw. durch drastische Zinserhöhungen garantiert werden kann. Bankenrisen charakterisieren Situationen, in denen eine Vielzahl von Banken die interne Konvertibilität ihrer Verpflichtungen nicht mehr gewährleisten kann bzw. die öffentliche Hand durch weitreichende Hilfestellungen den Ausfall von Banken oder einen Banken-Run verhindert. Im Fall von internationalen Verschuldungskrisen ist ein Land nicht mehr in der Lage, seine öffentlichen bzw. privaten Auslandsverpflichtungen vollständig zu erfüllen.

Bis auf wenige Ausnahmen waren alle Währungskrisen der letzten Dekade mit einem System fester Wechselkurse – also massiven staatlichen Eingriffen in das Gefüge relativer Preise – verknüpft. Die Währungskrisenmodelle der ersten und zweiten Generation weisen zudem auf die zentrale Rolle des Staates im Vorfeld spekulativer Attacken hin. In den Modellen der ersten Generation wird auf die Rolle einer inkonsistenten Wirtschaftspolitik – die zu Liquiditätsüberhängen neigt – verwiesen (Krugman 1979, Flood and Garber 1984), in den Modellen der zweiten Generation auf die Nichtlinearitäten im Verhalten der wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger (Obstfeld 1986). Die Modelle der dritten Generation, die im Zuge der Asienkrise entwickelt wurden (Krugman 1998), erklären den Zusammenhang zwischen Währungskrisen und allgemeinen Strukturproblemen im Finanzsektor respektive im Bankensektor von Schwellenländern (Demirgüç-Kunt and Detragiache 1998). Implizite oder explizite Staatsgarantien im Aktivgeschäft von Kreditinstituten und die im Vertrauen auf die Stabilität von Fixkurs-Systemen erfolgte Refinanzierung in Fremdwährungen von Industrieländern lieferten die Grundlage für die Asienkrise (Michler und Thieme 2003).

Im Fall von Bankenrisen spielt nicht nur eine inkonsistente Regulierung eine vitale Rolle, die ein „level playing field“ auf der nationalen oder internationalen Ebene verhindert und der Regulierungsarbitrage beispielsweise durch die Schaffung neuer Finanzprodukte Tür und Tor öffnet, sondern auch die antizipierten Reaktionen der Wirtschaftspolitik im Fall auftretender Verspannungen.⁴ Können die Marktakteure davon ausgehen, dass Kreditinstitute im Fall von Schieflagen durch die Wirtschaftspolitik gerettet werden und damit de facto konkursunfähig sind, darf man umgekehrt keine ausreichende Marktdisziplin von den Beteiligten erwarten. Auch eine verstärkte Regulierung und Kontrolle durch Aufsichtsbehörden stellt hierbei keinen ausreichenden Ersatz für die fehlende Disziplin auf den Märkten dar.⁵ Die Bereitschaft von Noten-

⁴ Als zentrale Motivation für den Aufbau von verbrieften Kreditstrukturen wird in nahezu allen einzelwirtschaftlich orientierten Monographien zum Thema ABS- oder speziell CDO-Strukturen auf die Möglichkeiten der Regulierungsarbitrage und damit auf die Umgehung von Eigenkapitalunterlegungsvorschriften verwiesen.

⁵ Rochet (2008, S. 33) kommt in einer umfassenden Analyse von Bankenrisen in Industrie- und Schwellenländern zu dem Schluss: „... the main reason behind the frequency and

banken, im „Ernstfall“ eine ausreichende Liquidität auf den Interbankenmärkten sicherzustellen, lädt zudem zu einem laxen Refinanzierungsverhalten mit erheblichen Mismatch-Risiken ein.

Ähnliche Überlegungen lassen sich auch für die Verschuldung ganzer Länder anführen. Eine hohe Verschuldung bzw. rasch ansteigende Haushaltsdefizite müssten sich eigentlich in steigenden Risikozuschlägen niederschlagen. Die Risikoprämien hängen aber nicht nur von lokalen oder nationalen Regierungen ab, entscheidend ist die Frage, inwieweit übergeordnete Institutionen bereit sind, die Finanzierung im „Ernstfall“ sicherzustellen. Existieren derartige „bail out“-Klauseln, ist für die Finanzmärkte letztlich die Kreditwürdigkeit der übergeordneten Institution relevant. Die Frage, ob in der Europäischen Union eine solche Klausel für die Nationalstaaten existiert, wurde von den Regierungen und der EU-Kommission in der Vergangenheit vehement bestritten. Die geringen Risikoprämien für hoch verschuldete Länder in der Eurozone wiesen allerdings in der Vergangenheit darauf hin, dass die Finanzmärkte eine derartige Klausel nicht völlig ausgeschlossen haben. Länder mit einer hohen Staatsverschuldung wurden demzufolge nicht ausreichend durch eine höhere Risikoprämie „bestraft“ bzw. die Bestrafung traf alle Länder der Eurozone im gleichen Umfang. Erst die Verschuldungskrise Griechenlands ließ Zweifel an der nachhaltigen Finanzierbarkeit von Staatsschulden aufkommen und bewirkte einen raschen Anstieg der Risikoprämien.

Berücksichtigt man diese ordnungspolitischen Fehlentwicklungen bei der Abschätzung der Chancen und Risiken einer zunehmenden Finanzmarktintegration, so ist die schlichte These, dass die aktuelle Finanzmarktkrise im Wesentlichen auf ein Versagen der Märkte zurückgeführt werden kann, kaum haltbar. Dieser Eindruck verstärkt sich noch, wenn man zusätzlich die prozesspolitischen Fehlentwicklungen respektive die Stop-and-go-Strategie der US-Notenbankpolitik in das Kalkül einbezieht.

6. Schlussbemerkungen

Die Analyse zeigt, dass sich eine Reihe von Bestimmungsfaktoren für die zunehmende Integration der Finanzmärkte und damit für die steigenden Kapitalmarktströme identifizieren lassen. Im Ergebnis führen deshalb unterschiedliche Variationen grenzüberschreitender Positionen zu komplexen Transmissionsmechanismen. Lokale Schocks in einem Land führen folgerichtig zu sehr differenzierten Reaktionen auf den Finanzmärkten anderer Länder. Kleine und wenig liquide Finanzsysteme – wie in den Schwellenländern – reagieren deutlich stärker auf Verschiebungen in den globalen Portfoliogewichten. Auch moderate Umschichtungsprozesse in den Industrieländern können mithin starke Vermögenspreis- und Wechselkursvolatilitäten auslösen.

Die Entwicklungsprozesse im Vorfeld, während und insbesondere im Nachgang der Finanzkrise deuten darauf hin, dass sich die grenzüberschreitenden Kapitalströme zu Lasten der Industrieländer und zugunsten der Schwellenländer verschieben werden. Die weiterhin vorhandenen globalen Ungleichgewichte schaffen neue Nettogläubiger-

magnitude of recent banking crises is ... essentially the commitment problem of political authorities who are likely to exert pressure for bailing out insolvent banks.”

positionen insbesondere in den EMCs. Dies wird künftig eine deutlich einfachere Refinanzierung zwischen den Schwellenländern ermöglichen und partiell eine Regionalisierung der Kapitalströme bewirken.

Mit den weiterhin vorhandenen Ungleichgewichten besteht auch künftig die Gefahr von Überhitzungen einzelner Finanzmärkte, die sich auf das globale Finanzsystem ausbreiten können und die bekannten realwirtschaftlichen Folgen auslösen. Die unmittelbar einleuchtende Forderung nach einer Limitierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs in Form von Kapitalverkehrskontrollen oder in Form steuerlicher Belastungen ist kritisch zu hinterfragen. Eine Begrenzung der internationalen Kapitalströme erscheint angesichts der mangelnden Effektivität von Regulierungsmaßnahmen wenig opportun. Globale Ungleichgewichte lassen sich letztlich nur mithilfe von Wechselkursanpassungen, d.h. durch eine Aufwertung der kapitalimportierenden Länder abbauen. Die negativen realwirtschaftlichen Konsequenzen insbesondere für die Schwellenländer dürften im Vergleich zu den Folgen erneut entstehender Vermögenspreisblasen und den damit verbundenen heftigen Kurskorrekturen in der Folgezeit das kleinere Übel darstellen („*short-run pain, long-run gain*“; Kaminsky und Schmukler 2003; Loayza und Ranciere 2006).

Zur Vermeidung stärkerer Ungleichgewichte zwischen den Industrieländern sollte eine gemeinsame Exit-Strategie entwickelt werden, mit der die immense Liquidität auf den internationalen Finanzmärkten eingesammelt wird. Eine geldpolitische Straffung sollte also nicht im Alleingang, sondern im Gleichlauf zwischen den Industrieländern stattfinden. Andernfalls dürften entstehende Zinsdifferenzen und eine mangelnde Konjunktursynchronisation weitere Umlenkungsprozesse in den internationalen Kapitalströmen initiieren.

Literatur

- Bandholz, Harm, Jörg Clostermann and Franz Seitz (2009), Explaining the US Bond Yield Conundrum, in: Applied Financial Economics, Vol. 19, pp. 539-550.
- Bartram Söhnke M. and Gordon M. Bodnar (2009), No Place to Hide: The Global Crisis in Equity Markets in 2008/2009, in: Journal of International Money and Finance, Vol. 28, pp. 1246-1292.
- Blanchard, Olivier and Gian Maria Milesi-Ferretti (2009), Global Imbalances, International Monetary Fund Staff Position Note, No. 09/29, Washington D.C.
- Boorman, Jack (2009), The Impact of the Financial Crisis on Emerging Market Economies: Transmission Mechanism, Policy Response and Lessons, Emerging Markets Forum Discussion Draft, Washington D.C.
- Cerra, Valerie and Sweta Charman Saxena (2008), Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery, in: American Economic Review, Vol. 98, pp. 439-457.
- Cooper, Richard N. (1998), Should Capital-Account Convertibility be a World Objective?, in: Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility, Princeton University Essays in International Finance, No. 207, pp. 11-19.
- Curcuru, Stephanie, Charles Thomas and Francis Warnock (2008), Current Account Sustainability and Relative Reliability, National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 14295, Cambridge, MA.

- Demirguc-Kunt, Asli and Enrica Detragiache* (1998), The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries, in: International Monetary Fund Staff Papers, Vol. 45, pp. 81-109.
- De Santis, Roberto and Stefanie Lührmann* (2009), On the Determinants of Net International Portfolio Flows: A Global Perspective, in: Journal of International Money and Finance, Vol. 28, pp. 880-901.
- Eichengreen, Barry and Andrew K. Rose* (1998), Staying Afloat When the Wind Shifts: External Factors and Emerging-Market Banking Crises, National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 6370, Cambridge, MA.
- Epstein, Gerald* (2009), Should Financial Flows be Regulated? Yes, United Nations DESA Working Paper, No. 77, New York.
- Fischer, Stanley* (1998), Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF, in: Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility, Princeton University Essays in: International Finance, No. 207, pp. 1-10.
- Flood, Robert P. and Peter M. Garber* (1984), Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Example, in: Journal of International Economics, Vol. 17, pp. 1-13.
- Frenkel, Michael* (2002), Kapitalverkehrskontrollen: Ein Überblick zur Theorie und zum empirischen Befund, in: *Renate Ohr und Franz Peter Lang* (Hg.), Integration, Währung und Wachstum: Dimensionen internationaler Wirtschaftsbeziehungen, Festschrift für Dieter Bender zum 60. Geburtstag, Berlin, S. 243-263.
- Hume, Michael and Andrew Sentance* (2009), The Global Credit Boom: Challenges for Macroeconomics and Policy, in: Journal of International Money and Finance, Vol. 28, pp. 1426-1461.
- IMF – International Monetary Fund* (2009a), Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks, Global Financial Stability Report, April 2009, Washington, D.C.
- IMF – International Monetary Fund* (2009b), Asia and Pacific. Building a Sustained Recovery, Regional Economic Outlook, October 2009, Washington, D.C.
- Jost, Thomas* (2009), Sovereign Wealth Funds - Size, Economic Effects and Policy Reactions, Hochschule Amberg-Weiden, Diskussionspapier, No. 13, Weiden.
- Kaminsky, Graciela Laura and Sergio L. Schmukler* (2003), Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization, International Monetary Fund Working Paper, No. 03/34, Washington D.C.
- Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff and Shang-Jin Weim* (2006), Financial Globalization: A Reappraisal, International Monetary Fund Working Paper, No. 06/189, Washington, D.C.
- Krugman, Paul* (1979), A Model of Balance of Payments Crises, in: Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 11, pp. 311-325.
- Krugman, P.* (1998), What Happened to Asia?, Januar 1998, veröffentlicht im Internet: <http://web.mit.edu/krugman/www/disinter.html>.
- Lane, Philip R. and Gian Maria Milesi-Ferretti* (2008a), The Drivers of Financial Globalization, Trinity College IIS Discussion Paper, No. 238, Dublin.
- Lane, Philip R. and Gian Maria Milesi-Ferretti* (2008b), Where Did All the Borrowing Go? A Forensic Analysis of the US External Position, International Monetary Fund Working Paper, No. 08/28, Washington, D.C.
- Lee, Kang-Kook and Arjun Jayadev* (2005), Capital Account Liberalization, Growth and the Labor Share of Income: Reviewing and Extending the Cross-Evidence, in: *Gerald Epstein* (ed.), Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries, Northampton, pp. 15-57.

- Loayza, Norman and Romain Ranciere* (2006), Financial Development, Financial Fragility, and Growth, in: *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 38, pp. 1051-1076.
- Magud, Nicolas E., Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff* (2007), Capital Controls: Myth and Reality. A Portfolio Balance Approach to Capital Controls, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, No. 2007-31, San Francisco.
- Martin, Phillipe and Helene Rey* (2004), Financial Super-Markets: Size Matters for Asset Trade, in: *American Economic Review*, Vol. 64, pp. 335-361.
- McKinsey Global Institute* (2008a), Mapping Global Capital Markets, 4th Annual Report.
- McKinsey Global Institute* (2008b), Mapping Global Capital Markets, 5th Annual Report.
- McKinsey Global Institute* (2009), Global Capital Markets: Entering a New Era.
- Michler, Albrecht F. und H. Jörg Thieme* (2003), Finanzmarktintegration, Krisenprävention und Krisenmanagement, in: *Dieter Cassel und Paul J. J. Welfens* (Hg.), Regionale Integration und Osterweiterung der Europäischen Union, Stuttgart, S. 187-217.
- Obstfeld, Maurice* (1986), Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises, in: *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 72-81.
- Obstfeld, Maurice and Kenneth S. Rogoff* (2001), The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is there a Common Sense?, *National Bureau of Economic Research Macroeconomics Annual*, Vol. 15, pp. 339-390.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Gosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahyash S. Oureshi and Dennis B. S. Reinhardt* (2010), Capital Inflows: The Role of Controls, International Monetary Fund Staff Position Note, No. 10/04, Washington D.C.
- Reinhart, Carmen and Kenneth Rogoff* (2008), Banking Crisis: An Equal Opportunity Menace, *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No. 14587, Cambridge, MA.
- Rochet, Jean-Charles* (2008), Why Are There so Many Banking Crises? The Politics and Policy of Bank Regulation, Princeton.
- Rodrik, Dani and Arvind Subramaniam* (2008), Why Did Financial Globalization Disappoint? Mimeo, veröffentlicht im Internet: <http://www.piie.com/publications/papers/subramanian0308.pdf>.
- Sula, Ozan and Thomas D. Willett* (2009), The Reversibility of Different Types of Capital Flows to Emerging Markets, in: *Emerging Market Review*, Vol. 10, pp. 926-310.
- Warnock, Francis E. and Veronica Cacadac Warnock* (2009), International Capital Flows and U.S. Interest Rates, in: *Journal of International Money and Finance*, Vol. 28, pp. 903-919.

Kommentar zu *Albrecht F. Michler und Franz Seitz*, Internationale Kapitalströme vor dem Hintergrund der Finanzkrise

Thomas Jost

Albrecht F. Michler und *Franz Seitz* haben sich eine Herkulesaufgabe gestellt. Sie analysieren in ihrem Beitrag die internationalen Kapitalströme vor dem Hintergrund der globalen Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise. Die Autoren werfen zahlreiche Fragestellungen auf, die für das Verständnis der Ursachen der Krise und die Reaktionen der verschiedenen Akteure an den internationalen Finanzmärkten im Verlauf der Krise wichtig sind. Zudem diskutieren sie die wirtschaftspolitischen Implikationen und das Pro und Kontra zunehmender Regulierungen der internationalen Kapitalmärkte. Der Beitrag gibt somit einen sehr interessanten Überblick über die wichtigsten Entwicklungen und Probleme der internationalen Kapitalströme.

Naturgemäß stellt sich derzeit vor allem die Frage, wie es weitergeht: (1) Werden sich die einzelnen Segmente der internationalen Kapitalströme, die im Zuge der Finanzkrise besonders stark eingebrochen sind, wieder erholen? (2) Werden Entwicklungen im internationalen Kapitalverkehr, die zur Entstehung der Krise beigetragen haben und die längerfristig nicht tragbar erscheinen, abgebaut und in eine gleichgewichtigere Entwicklung gelenkt? (3) Was können die Regierungen und Aufsichtsbehörden tun? Welche Wirksamkeit haben staatliche Eingriffe in das Finanzsystem? Und sind die Regierungen überhaupt entschlossen zu koordinierten neuen Regelungen?

Der vorliegende Beitrag kann – alleine schon aus Platzgründen – nicht alle diese Fragen ausreichend beantworten, die unter Ökonomen und Politikern sehr kontrovers diskutiert werden. Aus diesem Grund sollen sich auch die Anmerkungen nur auf eine Frage konzentrieren, die aber eines der Kernprobleme für die Zukunft darstellt, nämlich die Frage nach den Ursachen, den Konsequenzen und der Tragfähigkeit des hohen amerikanischen Leistungsbilanzdefizits und der spiegelbildlichen Kapitalimporte, die die Aufblähung des US-Finanzsektors und die spekulative Überhitzung des amerikanischen Immobilienmarktes mit verursacht haben.

Die Autoren erklären die starke Zunahme der internationalen Kapitalströme in der letzten Dekade unter anderem mit dem markanten Anstieg des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits. Die Ursachen des Leistungsbilanzdefizits seien dabei nicht definitiv zu klären. Auf der einen Seite, die Erklärung über die Leistungsbilanzseite, führte das deutlich höhere Wirtschaftswachstum in den USA im Vergleich zu den anderen Industrieländern, allerdings nicht im Vergleich zu den Schwellenländern, die

im vergangenen Jahrzehnt eine nie dar gewesene Wirtschaftsdynamik verzeichneten, bei einer hohen Einkommenselastizität der Importe zu einem starken Anstieg der amerikanischen Einfuhren. Die amerikanischen Ausfuhren wuchsen dagegen aufgrund einer stärkeren Binnenorientierung der US-Wirtschaft schwächer. Die innovativen und produktiven amerikanischen Unternehmen müssten danach vor allem über ihre ausländischen Tochterunternehmen den Weltmarkt bedient haben, was sich nicht in den Exporten der USA niederschlägt, wohl aber in den Gewinnen der US-Unternehmen im Ausland, die zum Teil in das Inland zurückfließen und die Leistungsbilanz im Bereich der Vermögenseinkommen aus dem Ausland wenigstens zum Teil entlasten.

Auf der anderen Seite, die Erklärung über die Kapitalbilanzseite, wird von den Autoren beschrieben, dass die Attraktivität der US-Wirtschaft und die Erwartung höherer Ertragschancen zu hohen Kapitalzuflüssen in die USA führte, die spiegelbildlich ein Defizit in der Leistungsbilanz bedingen, das sich unter anderem über eine Aufwertung des Dollar gegenüber den Haupthandelspartnern und die damit verbundene Zunahme der Importe und Abnahme der Exporte einstellte. Ist diese Sichtweise plausibel? Haben die Anleger aus Europa, Asien und dem Nahen Osten rational gehandelt, als sie in den vergangenen Jahren in großem Umfang in den USA investiert haben?

Eine Reihe bekannter Ökonomen und politischer Entscheidungsträger haben vor Ausbruch der Krise in ähnlicher Weise gedacht. Die wichtigsten Argumente seien noch einmal kurz aufgeführt: (1) Das US-Leistungsbilanzdefizit reflektiere vor allem den Prozess einer zunehmenden Finanzintegration (*global financial deepening*), der den Ländern größere Leistungsbilanzdefizite und -überschüsse als in der Vergangenheit ermögliche (der ehemalige Fed-Chairman *Greenspan*). (2) Aufgrund des hohen Produktivitätswachstums der US-Wirtschaft sei es natürlich, dass andere Länder den USA Kapital zur Verfügung stellen. Das Konzept der Leistungsbilanz sei im Übrigen bedeutungslos (*meaningless*) (der ehemalige US-Staatssekretär *O'Neill*). (3) Die Schwellenländer seien nach den Erfahrungen der Asienkrise und den Krisen in Brasilien und Russland an einer sicheren Anlage in den Vereinigten Staaten interessiert. (4) Der zunehmende Wunsch nach Diversifikation und die Suche nach geeigneten Anlagemöglichkeiten bei unterentwickelten heimischen Finanzmärkten müsse naturgemäß in eine Anlage in den USA führen, deren hoch entwickeltes und effizient reguliertes Finanzsystem geeignete Anlagemöglichkeiten biete (der derzeitige Fed-Chairman *Bernanke*). (5) Das US-Leistungsbilanzdefizit sei Folge der exportgetriebenen Wachstumsstrategie der Entwicklungsländer bei einer Wechselkursanbindung an den US-Dollar in Form eines *Bretton Woods II* (die Deutsche Bank-Volkswirte *Dooley*, *Folkerts-Landau* und *Garber*). (6) Hohe Sparraten in alternden Volkswirtschaften, wie der japanischen und deutschen Volkswirtschaft, suchten nach produktiven Anlagemöglichkeiten.

Allen diesen Erklärungsversuchen ist gemeinsam, dass nicht etwaige Fehlentwicklungen in den USA, sondern Entwicklungen in den anderen Industrie- und Schwellenländern das Leistungsbilanzdefizit der USA verursacht haben. Das hohe amerikanische Leistungsbilanzdefizit erscheint dadurch auch tendenziell tragfähiger als bei einer leistungsbilanzorientierten Erklärungsweise. Die Deutungen kulminierten in der in dem Beitrag angesprochenen These, dass sich die Netto-Auslandsposition der Vereinigten Staaten trotz der über einen Zeitraum von fast 20 Jahren akkumulierten Leistungsbilanz-

defizite nicht dramatisch verschlechtert habe, da sich die Werthaltigkeit und Ertragskraft der amerikanischen Aktiva im Ausland deutlich besser entwickelt habe als diejenige der ausländischen Anlagen in den Vereinigten Staaten, so dass die Netto-Zahlungen der amerikanischen Wirtschaft an das Ausland nicht so hoch und längerfristig tragbar erscheinen. Dies impliziert natürlich, dass die amerikanischen Anleger und Unternehmen rational in wachstums- und ertragsstarken Auslandsmärkten investiert und dort hohe Renditen erzielen haben, während sich die ausländischen Anleger mit niedrigen und vermeintlich sicheren Renditen auf dem US-Markt begnügten. Der „Effizienzvorsprung“ der amerikanischen „Finanzindustrie“ hat damit dazu geführt, dass man sich erfolgreich eines Teils der hohen Risiken und Verluste von heimischen Immobilienfinanzierungen auf Kosten der ausländischen Anleger entledigen konnte.

Auf der anderen Seite warnten seit Ende der neunziger Jahr immer wieder bekannte Ökonomen wie *Krugman* (2007) sowie *Obstfeld* und *Rogoff* (2007) vor den Gefahren des steigenden amerikanischen Leistungsbilanzdefizits. Das Defizit, das in Relation zum Bruttoinlandsprodukt vor dem Ausbruch der Krise im Jahr 2007 bis auf 6 % anstieg, hat seine Ursachen vor allem in dem starken Rückgang der Ersparnisbildung der privaten Haushalte, die in den Jahren 2005 bis 2007 im Durchschnitt unter 2 % des verfügbaren Einkommens lag.

Infolge der Krise kam es in 2008 und 2009 zwar zu einem Anstieg der Sparneigung, der sich jedoch nach den Prognosen der *OECD* (2009) in 2010 und 2011 nicht fortsetzen wird. Die im Zuge der Krise drastisch eingebrochenen Investitionen in den Vereinigten Staaten führten zwar dazu, dass die gesamtwirtschaftliche Ersparnislücke geringer ausfiel und damit das Leistungsbilanzdefizit in den Jahren 2008 und 2009 deutlich zurückging. Aufgrund der sehr stark gewachsenen Staatsdefizite, die die gesamtwirtschaftliche Ersparnisbildung negativ beeinflussen, wird das amerikanische Leistungsbilanzdefizit nach den Prognosen der *OECD* jedoch bei wieder anziehenden Investitionen in den Folgejahren wieder ansteigen.

Insofern benötigt die amerikanische Volkswirtschaft weiterhin hohe Kapitalzuflüsse, die von der übrigen Welt bereitgestellt werden müssen. Ob die amerikanische Regierung angesichts des hohen Kapitalbedarfs der US-Wirtschaft ein großes Interesse an einer umfassenden Regulierung der Finanzmärkte hat, bleibt fraglich. Die Autoren schließen ihren Beitrag mit einem skeptischen Fazit hinsichtlich der Erfolgchancen koordinierter Bemühungen zur Eindämmung spekulativer Kapitalströme. Ihrem Fazit ist auch im Hinblick auf die geschilderten Probleme der amerikanischen Leistungsbilanz beizupflichten.

Literatur

Buiter, Willem (2006), Dark Matter or Cold Fusion?, Goldman Sachs Global Economic Papers, No. 136, im Internet veröffentlicht: <http://www.nber.org/~wbuiter/dark.pdf>.

Hausmann, Ricardo and *Federico Sturzenegger* (2006), The Implications of Dark Matter for Assessing the US External Imbalance, Center for International Development at Harvard University Working Paper 137, Cambridge, MA.

Krugman, Paul (2007), Will there be a dollar crisis?, in: Economic Policy, pp. 435-467.

Obstfeld, Maurice and *Kenneth S. Rogoff* (2007), The Unsustainable U.S. Current Account Position Revisited, in: Richard Clarida (ed.) G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, Chicago, IL, pp. 339-366.

OECD (2009), OECD Economic Outlook, No. 86, November 2009, Paris.

Reinhart, Carmen M. and *Kenneth S. Rogoff* (2009), This time is Different, Eight Centuries of Financial Folly, Princeton.

Autoren und Seminarteilnehmer

- Allroggen*, B.Sc. Florian, Universität Münster
- Apolte*, Prof. Dr. Thomas, Universität Münster
- Baranova*, Dr. Kira, Deutsche Hochschule für Verwaltungswissenschaften, Speyer
- Beck*, Prof. Dr. Hanno, Hochschule Pforzheim
- Börner*, Prof. Dr. Christoph, Universität Düsseldorf
- Bucher*, Dr. Monika, Universität Halle-Wittenberg
- Budzinski*, Prof. Dr. Oliver, University of Southern Denmark
- Cassel*, Prof. Dr. Dieter, Universität Duisburg-Essen, Campus Duisburg
- Diemer*, Dipl.-Vw. Michael, Universität Düsseldorf
- Dietrich*, PD Dr. Diemo, Institut für Wirtschaftsforschung IWH Halle
- Eckermann*, Dr. Henning, Partners Group, Zürich
- Färber*, Prof. Dr. Gisela, Deutsche Hochschule für Verwaltungswissenschaften, Speyer
- Fürtjes*, Dipl.-Vw. Christian, Universität Düsseldorf
- Hartwig*, Prof. Dr. Karl-Hans, Universität Münster
- Haucap*, Prof. Dr. Justus, Universität Düsseldorf
- Hauck*, Dr. Achim, Universität Düsseldorf
- Heimeshoff*, Dr. Ulrich, Universität Düsseldorf
- Herr*, Dr. Annika, Universität Düsseldorf
- Hielscher*, Dipl.-Vw. Stefan, Universität Halle-Wittenberg
- Ilgmann*, M.A., M Sc Ec. Cordelius Universität Münster
- Jennissen*, M.A. Oliver, Universität Münster
- Jost*, Prof. Dr. Thomas, Hochschule Aschaffenburg
- Knauff*, Dr. Rudi, Kassel
- Knedlik*, Dr. Tobias, Institut für Wirtschaftsforschung IWH Halle
- Knorr*, Prof. Dr. Andreas, Deutsche Hochschule für Verwaltungswissenschaften, Speyer
- Konjetzky*, Dr. Helmut, MT ifs GmbH, Ratingen
- Kramer*, Dipl.-Vw. Lucas, Universität Düsseldorf
- Krüger*, Prof. Dr. Malte, Fachhochschule Frankfurt/M.
- Leipold*, Prof. Dr. Helmut, Universität Marburg
- Leis*, Dr. Patrick, IKB Deutsche Industriebank AG, Düsseldorf
- Leschke*, Prof. Dr. Martin, Universität Bayreuth
- Lindner*, Dr. Axel, Institut für Wirtschaftsforschung IWH Halle
- Lindstädt*, Dipl.-Vw. Nadine, University of Southern Denmark
- Mandler*, PD Dr. Martin, Universität Giessen
- Matysik*, Dipl.-Vw. Norbert, Deutsche Bundesbank, Hauptverwaltung Düsseldorf
- Michler*, Prof. Dr. Albrecht, Universität Düsseldorf
- Müller*, Prof. Dr. Christian, Universität Münster
- Neyer*, Prof. Dr. Ulrike, Universität Düsseldorf
- Paraskewopolous*, Prof. Dr. Spiridon, Universität Leipzig
- Polleit*, Prof. Dr. Thorsten, Barclays Capital, Frankfurt
- Pradel*, Dipl.-Vw. Maik, Universität Leipzig
- Rösl*, Prof. Dr. Gerhard, Hochschule Regensburg
- Rückert*, Dipl.-Vw. Marian, Universität Münster

- Sass*, Dipl.-Vw. Peter, Universität Halle-Wittenberg
- Saueremann*, Dr. Martin, Universität Düsseldorf
- Schäfer*, Prof. Dr. Wolf, Universität der Bundeswehr, Hamburg
- Schomaker*, Dr. Rahel, Deutsche Hochschule für Verwaltungswissenschaften, Speyer
- Schüller*, Prof. Dr. Alfred, Universität Marburg
- Seitz*, Prof. Dr. Franz, Hochschule Amberg-Weiden
- Smeets*, Prof. Dr. Heinz-Dieter, Universität Düsseldorf
- Thieme*, Prof. Dr. H. Jörg, Universität Düsseldorf
- Uhde*, Dr. Andre, Universität Bochum
- Vogelsang*, Dipl.-Vw. Michael, Universität Wuppertal
- Vollmer*, Prof. Dr. Uwe, Universität Leipzig
- Welfens*, Prof. Dr. Paul J.J., Universität Wuppertal
- Wentzel*, Prof. Dr. Dirk, Hochschule Pforzheim