

Finanzielle Entwicklung und Vertiefung der Finanzmärkte gehen Hand in Hand

Die weltweite Finanzkrise hat dazu geführt, dass die Kosten und der Nutzen der Kapitalflüsse genauer analysiert wurden. Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat sich dabei als wichtigstes Forum für diese wissenschaftlichen und politischen Diskussionen etabliert. Im Dezember 2012 verabschiedete der IWF ein Analyseschema, das Kapitalkontrollen unter gewissen Umständen legitimiert. Dieser Entscheid ist hauptsächlich im Zusammenhang mit der Strategie des IWF zu sehen. Der erste Teil dieses Artikels ist deshalb dem Begriff der «finanziellen Entwicklung» gewidmet. Im Anschluss daran werden einige aktuelle Forschungsergebnisse zum Nutzen und zu den Risiken einer finanziellen Öffnung beleuchtet und abschliessend kurz drei konkrete Fallbeispiele vorgestellt.

1 IWF (2011).

2 «Home Bias» ist das logarithmische Verhältnis des Anteils ausländischer Anleihen am Total der von den Wirtschaftsakteuren eines Landes gehaltenen Anleihen verglichen mit dem Anteil der Kapitalisierung der Märkte für Auslandsanleihen an der weltweiten Kapitalisierung.

3 Brown et al. (2011).



Marc Surchat
Ressort Wachstum und
Wettbewerbspolitik,
Staatssekretariat für
Wirtschaft SECO, Bern

Kapitalkontrollen laut IWF denkbar

Der IWF betrachtet Kapitalkontrollen neu als ein weiteres Instrument der makroprudenziellen Regulierung. Wenn alle anderen verfügbaren makroökonomischen Massnahmen nicht die gewünschte Wirkung zeigen, ist die Einführung von Kapitalkontrollen als letztes Mittel künftig durchaus denkbar.¹ In der Praxis bedeutet dies: Ist die Währung eines Land «überbewertet», sind reichlich Währungsreserven vorhanden, Inflation und Zinsniveau niedrig und droht die Wirtschaft trotz antizyklischer Haushaltsausgaben zu überhitzen, können Kapitalkontrollen in Erwägung gezogen werden.

Viele Ökonomen wollen die Einführung von Kapitalkontrollen allerdings an weitere Bedingungen knüpfen: So müsse auf den internationalen Finanzmärkten eine «Stresssituation» vorliegen, und die Kontrollen dürften nur vorübergehend und in der dem makroprudenziellen Umfeld angepassten Intensität erfolgen. Es ist hinreichend bekannt, dass sich Volkswirtschaften langfristig an Kapitalkontrollen anpassen, indem sie deren Effizienz untergraben, Renten schaffen, welche die Wirtschaftsdynamik abbremsen oder kleine und mittlere Unternehmen (KMU) diskriminieren und die wirtschaftliche Öffnung behindern. Zudem sind in gewissen Ländern die informellen Märkte so stark, dass Kontrollen illusorisch sind.

Wichtigster Kritikpunkt ist jedoch, dass im Falle von Kapitalkontrollen die für die finanzielle Entwicklung notwendigen Strukturereformen aufgeschoben werden, obwohl eine proaktive Politik effizienter wäre. Allerdings lässt sich eine solche Strategie unter dem Druck ausländischer Kapitalzuflüsse nicht kurzfristig beschliessen, und sie muss mit dem Entwicklungsniveau der betreffenden Wirtschaft im Einklang stehen.

Drei Aspekte der finanziellen Entwicklung...

Die finanzielle Entwicklung konzentriert sich hauptsächlich auf folgende Aspekte:

- *Ausweitung der Bereiche der Finanzintermediation:* Diese definiert sich durch die Anzahl Kapitalkategorien, die Gegenstand von Finanztransaktionen sind. Sie reichen

von den Staatsschulden bis hin zur Finanzierung der riskantesten Innovationen.

- *Vertiefung der Finanzmärkte:* Diese wird für die einzelnen Bereiche durch die *Vertiefung der verwendeten Instrumente* bestimmt – von kurzfristigen Bankschulden bis hin zu den komplexesten *Contingent Assets* (Derivate).
- *Arten der Wirtschaftsakteure:* Zentralbank, Staat, Unternehmen (inkl. KMU), Haushalte (auch benachteiligte Schichten), Banken, weitere Finanzinstitutionen (wie Pensionskassen und informelle Finanzintermediäre) sowie ausländische Investoren (auch im Agrarbereich).

Tabelle 1 illustriert die beiden ersten Aspekte anhand einer nicht abschliessenden Liste konkreter Beispiele.

... und deren Nutzen und Risiken

Der Nutzen der finanziellen Entwicklung ist sowohl auf der theoretischen als auch auf der praktischen Ebene bekannt. Nehmen die Finanzierungsmöglichkeiten zu, so sinken die Zinssätze und die Risikoprämien. Folglich können noch mehr Projekte realisiert werden. Da gleichzeitig die Investitionen präziser evaluiert werden und die internationale Risikodiversifikation verbessert wird, nehmen die Risiken tendenziell ab. *Grafik 1* verdeutlicht diesen Zusammenhang durch den Vergleich von *Home Bias*² und finanzieller Entwicklung (dargestellt anhand des Marktanteils privater Anleihen).

Trotz der robusten Ergebnisse kann eine zu rasche Entwicklung des Finanzsektors kurz- und mittelfristige Risiken mit sich bringen. Bemerkenswert ist, dass sich die Länder Osteuropas in finanzieller Hinsicht sehr gut behaupteten, während die Schuldenkrise der Eurozone die Finanzwelt zwischen 2010 und 2012 in Atem hielt.³ Eine kohärente Langfriststrategie für die finanzielle Entwicklung ist daher zu empfehlen, um das Risiko von Entgleisungen zu vermeiden.

Voraussetzungen, um eine solche Strategie festlegen zu können, ist unter anderem, dass die Glaubwürdigkeit der Zentralbank gewährleistet und die Finanzsituation der verschiedenen öffentlichen Instanzen solide und liquide ist, die Aktivitäten der Banken

Tabelle 1

Beispiele von Instrumenten der finanziellen Entwicklung

		Finanzmärkte			
		Kurzfristige Schulden	Langfristige Schulden	Eigenkapital	Contingent Assets
Intermediationsbereiche	Staatliche Verpflichtungen	T-Bills	Langfristige Obligationen	Tax Sharing	Credit Default Swaps
	Immobilien	Baukredite	Hypotheken	Home Equity	Hypothekenbesicherte Wertpapiere
	Infrastruktur	Diskont, Kontokorrent	Langfristige Kredite	Aktien	PPP
	Ausrüstung	Leasing	Anleihen, Mikrokredite	Unternehmensaktien	Optionen, Feuerversicherung
	Aktiven im/aus dem Ausland	Devisenhandel	Portfoliointvestitionen	ADE	Swaps
	Humankapital	Kreditkarte	Studiendarlehen		Lebensversicherung
	Intangibles		Junk Bonds	Risikokapital	Fund-of-Funds

Quelle: Surchat / Die Volkswirtschaft

und einer Reihe anderer Finanzintermediäre mit unvollkommenen und möglicherweise schwerfälligen Instrumenten reguliert werden, die Devisenmärkte orchestriert sind, die Sparneigung gefördert wird und schliesslich auch die anderen erforderlichen Rahmenbedingungen – insbesondere für die Investitionen – vorhanden sind. Die Krise hat dieses Thema noch komplizierter gemacht, da neue regulatorische Antworten für die systemrelevanten Institutionen (*Too big to fail*), die Netzwerkeffekte und das Potenzial einer makroprudenziellen Politik nötig geworden sind. Ein Finanzzentrum wie die Schweiz verfügt über die notwendigen Kenntnisse, um diese Herausforderungen zu meistern. In den Entwicklungsländern ist dies jedoch

nicht unbedingt der Fall: Hier gilt es, tieferegreifende Entscheidungen zu treffen.

Bedingungen für wachstums- und stabilitätsfördernde finanzielle Entwicklung

Um besser zu verstehen, wann und wie die finanzielle Entwicklung sich mehr oder weniger wachstums- und stabilitätsfördernd auswirkt, hat sich der IWF im September 2012 an einem Treffen in Washington⁴ mit der Vertiefung der Finanzmärkte befasst. Aus den diskutierten Unterlagen ergaben sich zusammenfassend die folgenden Punkte:

- Auf theoretischer Ebene sind die beiden zentralen Elemente die Kosten der Finanzkontrollen (z.B. Informationen über die Schuldner) sowie die Kosten der erforderlichen Anreize (z.B. selbst zu tragende Kosten bei Konkursverfahren), damit die Vertragsbedingungen eingehalten werden. Würden die Schwellenländer in diesem Bereich Best Practices anwenden, würde sich dies massgeblich auf ihr BIP auswirken.⁵
- Auf empirischer Ebene umfasst eine Finanzpolitik oft nur drei zentrale Indikatoren: a) der Staat hat nicht die Möglichkeit zu Enteignungen, b) Schutz gegen missbräuchliche Aneignungen durch die Gläubiger (Enteignung durch Gläubiger) und c) Schutz der Minderheitsaktionäre (Enteignung durch andere Aktionäre).
- Spezifische Aspekte einer gelungenen Wirtschaftspolitik sind konkret die Konkurrenzsituation zwischen den Banken, die moderate Beteiligung von Staatsbanken, die Öffnung für ausländische Banken, die kohärente Umsetzung der Finanzreformen und der Wettbewerb auf den Produktmärkten im allgemeinen. Diese Aspekte verstärken die positiven Auswirkungen der finanziellen Entwicklung auf Wachstum und Stabilität.
- Weitere oft exogene Einflussfaktoren maximieren die positiven Effekte der Vertiefung der Finanzmärkte. So scheint diese etwa bei Ländern mit durchschnittlicher wirtschaftlicher Entwicklung besonders stimulierend zu wirken.
- Die Entwicklung der Aktienmärkte und die Öffnung für ausländische Direktinvestitionen (ADE) sind stets von Vorteil.

Die zuletzt erwähnten Punkte wurden von der *OECD (2012)* bestätigt. Gemäss der *OECD* lassen sich bei der Liberalisierung der Sektoren, die die Zahlungsbilanz bilden, anhand der Struktur der Finanzflüsse die günstigen von den zu riskanten Situationen unterscheiden. Folglich sollte die Wirtschaftspolitik in Bezug auf die Qualität der

Kasten 1

Finanzinnovation und Vertiefung der Finanzmärkte

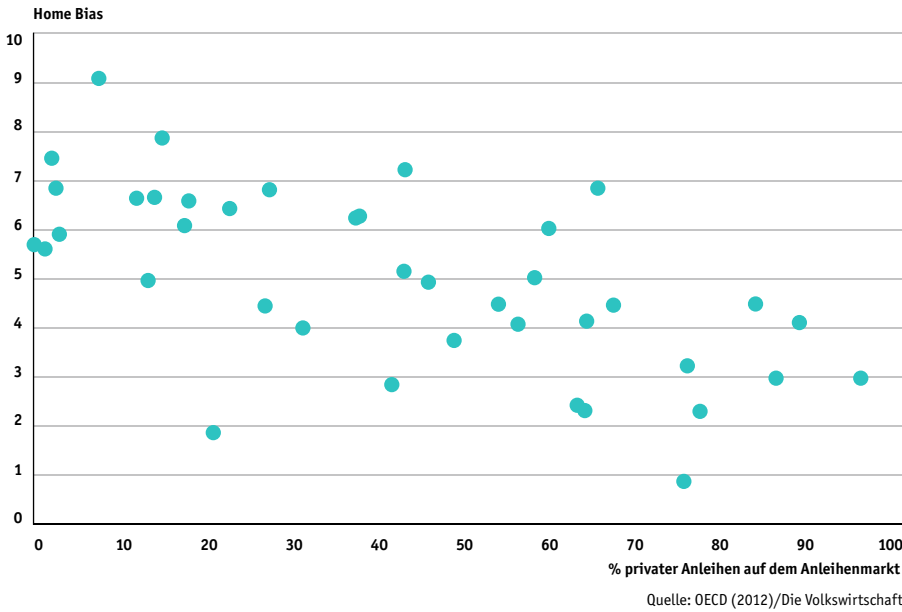
Für die Länder, die bei den Finanztechnologien führend sind, zeigt sich die Vertiefung in Form erfolgreicher Innovationen bei Derivaten, die eine höhere Komplexität aufweisen als Aktien. Diese Politik der finanziellen Entwicklung erfolgt in einem Umfeld globalisierter Innovationen und einer immer stärkeren Vernetzung. Die meisten bedeutenden Innovationen im Finanzbereich kommen aus den USA, aber auch aus Schwellenländern wie Kenia (Bankdienstleistungen über das Mobiltelefon). Solche Neuheiten sowie die Weiterentwicklung des finanziellen Netzwerks wirken sich in der Regel positiv auf das Wachstum und die Stabilität aus. Sie sind aber sowohl für die Regulatoren als auch für die Investoren und Haushalte unter Umständen mit riskanten Lernphasen verbunden. Wünschenswert wäre eine enge Zusammenarbeit zwischen den innovativen Finanzinstitutionen und den Regulatoren sowie zwischen den verschiedenen Regulierungsbehörden auf internationaler Ebene. Fehlt es an Erfahrung, empfiehlt das Konzept der Vertiefung Lösungen, die das Risiko auf ein angemessenes Aktienkapital abstützen. Oft sind dies auch die einfachsten

Lösungen. Auf lange Sicht sollten die neuen Instrumente der Netzwerkanalyse erlauben, die Qualität des finanziellen Netzwerks zu verbessern, indem die Kapitalquoten in Abhängigkeit der Bonität der Wirtschaftsakteure und der gewählten Instrumente getestet werden können.

So hat die Schweiz eine *Too-big-to-fail*-Gesetzgebung verabschiedet, die *Contingent Convertible Bonds (CoCos)* privilegiert, d.h. Anleihen, die unter gewissen Voraussetzungen in Aktien umgewandelt werden. Generell könnte die Analyse der finanziellen Netzwerke Empfehlungen hervorbringen, die unter anderem eine bessere Trennung von Staat und Banken (namentlich die Privatisierung der Kantonalbanken), eine Beschränkung der öffentlichen Verschuldung als «Reserve-eigenkapital», die Anpassung des Eigenkapitalbeitrags beim Abschluss neuer Hypotheken sowie die Förderung des IPO erlauben. Solche Analysen sind nötig, da die strukturellen Risiken, die durch die Finanzkrisen verursacht und durch die beträchtlichen globalen Finanzungleichgewichte vergrössert werden, noch längst nicht überwunden sind.

Grafik 1

Zusammenhang zwischen der finanziellen Entwicklung und dem «Home Bias» für 40 Länder, 2006



Finanzflüsse eine Vertiefung anstreben (mehr Aktien, ADE und langfristige Verpflichtungen, weniger kurzfristige Bankdarlehen in Fremdwährungen usw.). Gleichzeitig braucht es eine Wachstumspolitik, welche die Widerstandsfähigkeit verbessert (Liberalisierung der Produktmärkte usw.).

Reduktion der Risiken durch Vertiefung der Finanzmärkte

Wollen die Schwellenländer die mit ihrer finanziellen Entwicklung einhergehenden Risiken reduzieren, ohne dadurch ihr Wachstum zu stark zu bremsen, sollten sie sich bei ihren Entscheidungen am Konzept der finanziellen Vertiefung orientieren. Massnahmen, die das Eingehen von Risiken in Form von Aktien oder Derivaten begünstigen, sollten daher eine hohe Priorität geniessen. Investitionsfördernde Rahmenbedingungen, Anreize zur Beschränkung des Hebeleffekts sowie die Öffnung für ADE – einschliesslich jener von ausländischen Banken, die im Land aktiv werden möchten – verstärken die finanzielle Stabilität und maximieren die Auswirkungen auf das Realwachstum. Dagegen ist ein rascher Anstieg der kurzfristigen Verschuldung in Fremdwährungen bei Banken im Ausland ein gewichtiger Risikofaktor, der auf Schwächen in der finanziellen Entwicklungsstrategie hinweisen kann.

Selbst wenn instabile Finanzflüsse zu Fehlentwicklungen führen können, veranlasst das Konzept der Vertiefung doch eher dazu, die Eigenkapitalquote der Banken anzupassen,⁶ als auf andere Instrumente – wie Kapitalkontrollen – zurückzugreifen. Mit der

Wiedereröffnung dieser Debatte riskiert der IWF somit, dass seine Empfehlungen von den Mitgliedstaaten falsch angewendet werden, obwohl andere Regulierungsinstrumente genauso effizient sein könnten.

Die finanzielle Vertiefung ist allerdings kein Allheilmittel. Für die ärmsten Länder empfiehlt die Weltbank,⁷ mit den grundlegenden Elementen zu beginnen (*Basics first*) und sich dabei den institutionellen Kapazitäten anzupassen. Hierbei geht es darum, bezüglich Information und Regulierung zunächst die Strukturen zu schaffen, die den Umlauf immer vielfältigerer Kapitalformen und deren Handel begünstigen. Eine finanzielle Vertiefung macht nämlich nur dann Sinn, wenn die Intermediationsbereiche über eine gewisse Breite verfügen. Dies ist selbst in den ärmsten Ländern in der Regel aber sehr schnell der Fall.

Beispiele: Schweiz, Brasilien, Ghana

Aus internationalen Vergleichen lassen sich wertvolle Empfehlungen für die finanzielle Entwicklung ableiten. Ein in diesem Zusammenhang oft erwähnter Indikator ist der *Financial Development Index* des Weltwirtschaftsforums (WEF). Dieser umfasst drei Säulen:

- Qualität der Politiken und Institutionen;
- Engagement der Finanzintermediäre in der Wirtschaft;
- Zugang zu Finanzdienstleistungen.

Obwohl diese drei Aspekte leicht vom hier vorgestellten Ansatz abweichen, sind sie doch besser messbar. Daraus lassen sich rasch verlässliche Folgerungen ziehen, wie die drei Beispiele Schweiz, Brasilien und Ghana zeigen.

Die *Schweiz*, die im WEF-Index auf Platz neun liegt, ist mit ihrem regulatorischen Ansatz nach Finanzmarktteilnehmern und ihrer seit der Krise noch gestiegenen Glaubwürdigkeit ein Paradebeispiel. Obwohl die Schweizer Finanzmärkte zu den am weitesten entwickelten zählen, weisen sie laut WEF nach wie vor einige Schwächen auf, so z. B. der Schutz der Minderheitsaktionäre, die Dauer der Konkursverfahren, die Staatsbeteiligung an gewissen Banken, der vermutete Protektionismus gegenüber ADE und Mängel bei den Informationen zu den Schuldnern. Die Hauptschwäche der Schweizer Finanzmärkte liegt gemäss WEF darin, dass sie bei den Finanzinnovationen immer noch im Hintertreffen ist, insbesondere was Börsengänge (*Initial Public Offering, IPO*) und Verbriefungen anbelangt.

Brasilien verfügt heute über eine glaubwürdige Zentralbank, der es gelungen ist, die

4 IWF (2012).
 5 Cole, Greenwood und Sanchez (2012).
 6 D.h. die Vertiefung der Finanzmärkte durch die Stärkung des Eigenkapitals der Banken.
 7 Graduate Institute (2012).

Tabelle 2

Vergleich der finanziellen Entwicklung gemäss WEF, 2011

Klassierung von 60 Ländern

	Schweiz	Brasilien	Ghana
Gesamtindex	9	30	58
Institutionelles Umfeld	11	41	38
Umfeld für die Unternehmen	4	50	47
Finanzstabilität	2	11	60
Bankdienstleistungen	14	41	44
Nicht-Bankdienstleistungen	19	11	57
Finanzmärkte	6	27	59
Zugang zu Finanzierungen	25	23	54

Quelle: Financial Development Index (WEF) / Die Volkswirtschaft

Kapitalkontrollen angesichts der Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten gezielt einzusetzen.⁸ Die brasilianischen Finanzmärkte entwickelten sich sehr dynamisch, sowohl bezüglich der Banken als auch der Unternehmen und der Haushalte. Dies ist vor allem der Einführung eines zentralisierten Informationssystems zur Überprüfung der Qualität der Wirtschaftsakteure zu verdanken. Mit dem Eintritt ausländischer Banken auf dem brasilianischen Finanzmarkt konnten der Wettbewerb angeregt und neue Technologien eingeführt werden. Unternehmensanleihen in Lokalwährung mit langen Laufzeiten befinden sich inzwischen auf einem Höhenflug. Zurückzuführen ist dies darauf, dass die makroökonomischen Infrastrukturen deutlich verbessert wurden: Seit 1995 haben sich bedingte Verhaltensregeln bei den verschiedenen Wirtschaftsakteuren allmählich durchgesetzt. Das beweisen die bemerkenswerten Erfolge wie die begrenzte Inflation, die erzielten Haushaltsüberschüsse, die Öffnung für ADE und eine bessere soziale Integration. Diese rasche Entwicklung des brasilianischen Finanzsektors hielt jedoch auch einige potenziell riskante Überraschungen bereit, insbesondere der unerwartete Zusammenhang zwischen der privaten Verschuldung und der Stärke des brasilianischen Real. Diese Korrelation rechtfertigt denn auch die schrittweise Öffnung des Landes. Aus der Evaluation des WEF geht aber hervor, dass die administrativen, rechtlichen und sicherheitsbezogenen Schwierigkeiten (unternehmerisches und institutionelles Umfeld, Effizienz der Bankdienstleistungen) trotz aller Fortschritte eine bedeutende Hemmschwelle für Investoren und Aktionäre in Brasilien bleiben.

Ghana ist eines der am schlechtesten klassierten Länder im *Financial Development Index*. Allerdings sind bei der Beurteilung der Breite und des Entwicklungsstandes der Finanzmärkte auch die oft innovativen informellen Finanzinstrumente zu berücksichtigen.⁹

Zudem verunmöglicht der Mangel an Daten ein definitives Urteil. Die grösste Herausforderung Ghanas liegt nach wie vor darin, lokale Ersparnisse zu fördern, um damit die KMU im Land zu finanzieren. Auch das WEF bestätigt dies. Die Schwachpunkte Ghanas sind gemäss WEF der Zugang zu den grundlegenden Finanzdienstleistungen sowie die Aussenfinanzierung über Kredite oder Eigenkapitalbeiträge. Auch hier braucht es eine finanzielle Vertiefung. Laut dem Schema der Weltbank dürfte der Schlüssel zur weiteren Ankurbelung der ghanaischen Finanzmärkte darin liegen, Informationskanäle zu Banken, Haushalten und Unternehmen zu entwickeln, weil sie für die Finanzintermediation von zentraler Bedeutung sind. Das Land muss sich zudem mit den notwendigen Infrastrukturen ausstatten. Die administrative Belastung ist eines der grössten Hindernisse für die nationale finanzielle Entwicklung. Gewisse Lösungsansätze zeigen aber, dass dieses Problem überwindbar ist. Stichworte sind unter anderen Finanzmediator, Audit der Banken untereinander statt durch eine Regulierungsinstanz, Standards für Mikrofinanzierungen der *International Finance Corporation IFC* (eine Tochter der Weltbankgruppe), Entwicklung von Regulierungen in Form von *Traffic Lights*, Möglichkeiten des Internets zur Zentralisierung der Informationen. Dies alles zeigt, dass die Vertiefung der Finanzmärkte nur die halbe Antwort ist.

Aus diesen drei Beispielen wird deutlich, dass die Vertiefung zwar im Zentrum der finanziellen Entwicklung steht, ihre genaue Ausgestaltung jedoch je nach Wirtschaftsstruktur variiert.

Fazit

Während die Forschung zur kognitiven Verzerrung (*Cognitive Bias*) und zu den Netzwerkanalysen noch zu wenig weit fortgeschritten ist, erlaubt das Konzept der Vertiefung der Finanzmärkte in ihren verschiedenen Facetten (ADE, Unternehmertum, Eigenkapitalquote der Banken, bedingte Regeln bei Grossbanken, Finanzinnovationen in Richtung *Contingent Assets* usw.) schon heute in vielen Fällen, die finanzielle Entwicklung voranzutreiben und gleichzeitig das Wachstum anzukurbeln sowie die Stabilität zu wahren. Ausserdem macht es Kapitalkontrollen vollkommen überflüssig. Vor diesem Hintergrund lassen sich mit einer kohärenten finanziellen Entwicklungsstrategie beträchtliche potenzielle Gewinne erzielen.

Kasten 2

Literatur

- Brown Martin, Ongena Steven, Popov Alexander und Yesin Pinar: Who Needs Credit and Who gets Credit in Eastern Europe, in: *Economic Policy*, Januar 2011, Nr. 65, S. 93–130.
- Cole Harold, Greenwood Jeremy und Sanchez Juan: Why Doesn't Technology Flow from Rich to Poor Countries, *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series*, Oktober 2012, 2012-040A.
- IWF: Managing Capital Inflows: What Tools to Use, Staff Discussion Note authorized by Olivier Blanchard, April 2011.
- IWF: Konferenz «Financial Deepening, Macro-Stability, and Growth in Developing Countries», Washington D.C., September 2012. Internet: www.imf.org/external/np/seminars/eng/2012/spr/index.htm.
- OECD: International Capital Mobility: Structural policies to Reduce Financial Fragility?, *OECD Economics Department Policy Notes*, Nr. 13, Juni 2012.
- Graduate Institute: Konferenz *Financial Sector Development, Growth and Stability*, in Zusammenarbeit mit dem SECO, Genf, Oktober 2012, Internet: http://graduateinstitute.ch/ctei/events/events_2012/fdsg.html.

8 Graduate Institute (2012).

9 Graduate Institute (2012).