

## VI. Globalisierung im Fokus

Durch die Globalisierung hat sich das Leben der Menschen in den letzten fünfzig Jahren deutlich verbessert. Trotz der enormen Vorteile wird sie aber dennoch für viele Nachteile der modernen Wirtschaft und Gesellschaft verantwortlich gemacht. So steht die Globalisierung stärker in der Kritik als technologische Innovationen und andere längerfristige Trends, die womöglich weitaus tiefgreifendere Konsequenzen hatten. Das vorliegende Kapitel beschreibt, wie eine stärkere wirtschaftliche Globalisierung – also eine vertiefte Handels- und Finanzintegration – zu einem bemerkenswerten Anstieg des Lebensstandards beigetragen hat. Anpassungskosten und finanzielle Risiken bedürfen einer sorgfältigen Steuerung; sie rechtfertigen jedoch keinesfalls eine Abkehr von der Globalisierung.<sup>1</sup>

Handel und finanzwirtschaftliche Offenheit weisen eine stark symbiotische Beziehung auf. Finanzbeziehungen sind nicht nur Voraussetzung für Handelsintegration, sondern vertiefen diese noch. Banken mit internationalem Geschäft finanzieren den Außenhandel und folgen ihren Kunden an ausländische Märkte. Handelsgeschäfte in Fremdwährung erfordern womöglich Absicherungsgeschäfte, wobei die Geschäftspartner Auslandspositionen eingehen. Unternehmen können Kapazitäten in anderen Ländern aufbauen, wenn diese aufgrund der dort vorhandenen Qualifikationen oder Ressourcen attraktiv sind, und sie können von dort aus Exportgeschäfte tätigen. Die aus dem Handel resultierenden finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten führen zu noch tieferen Finanzbeziehungen, die auch den internationalen Finanzdienstleistungshandel umfassen.

Die stärkere Integration der Weltwirtschaft hat enorme Vorteile gebracht. Die Globalisierung hat maßgeblich zur Verbesserung des Lebensstandards beigetragen und großen Teilen der Weltbevölkerung aus der Armut geholfen. Die Offenheit für ausländische Güter und Dienstleistungen hat zu deutlich höherer Effizienz in der Produktion und zu weit größeren Konsummöglichkeiten geführt. Die finanzwirtschaftliche Offenheit unterstützt ihrerseits nicht nur den internationalen Handel, sondern schafft auch größeren Spielraum für die Diversifikation von Risiken und die Erzielung höherer Erträge. Sie steigert die Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln und fördert den länderübergreifenden Wissens- und Erfahrungstransfer.

Die Globalisierung hat daneben auch zu offenkundigen Problemen geführt. Gewinne aus dem Handel wurden auf nationaler Ebene nicht gleichmäßig verteilt. Die Politik in den betroffenen Ländern ist nicht immer erfolgreich auf die Sorgen derjenigen eingegangen, die von der Entwicklung abgehängt wurden. Die erforderlichen strukturellen Anpassungen nehmen mehr Zeit in Anspruch als erwartet, und sie sind weniger weit abgeschlossen. Darüber hinaus kann die finanzielle Globalisierung bei unzureichender Steuerung zur Instabilität des Finanzsystems beitragen, ganz ähnlich wie es bei der Liberalisierung der inländischen Finanzmärkte der Fall war. Und sie kann, nicht zuletzt durch die Instabilität des Finanzsystems, die Ungleichheit verstärken. Allerdings muss die Globalisierung auch oft als Sündenbock herhalten. So ist hinreichend belegt, dass die Globalisierung nur in geringem Maße für den gleichzeitig verzeichneten Anstieg der Einkommensungleichheit innerhalb von Ländern verantwortlich ist.

Der Versuch, die Globalisierung rückgängig zu machen, wäre die falsche Antwort auf diese Probleme. Die Globalisierung ist wie technologische Innovationen ein wesentlicher Bestandteil der wirtschaftlichen Entwicklung. Als solcher bedarf sie einer

angemessenen Regelung und Steuerung. Die einzelnen Länder können auf nationaler Ebene Maßnahmen ergreifen, die ihre Widerstandsfähigkeit erhöhen. Hierzu zählen flexible Arbeits- und Gütermärkte sowie Maßnahmen zur Stärkung der Anpassungsfähigkeit, beispielsweise Umschulungsangebote. Aufgrund einer engen Verflechtung der Volkswirtschaften wirken sich Politik und Maßnahmen einzelner Länder unweigerlich auf andere Länder aus. Die nationale Politik muss daher mit einer internationalen Zusammenarbeit ergänzt werden. So sollte insbesondere ein weltweiter Regulierungsrahmen das Fundament für ein solides und widerstandsfähiges internationales Finanzsystem bilden.

Das vorliegende Kapitel beschäftigt sich zunächst mit der engen Verflechtung von Handel und finanzwirtschaftlicher Offenheit und führt einen schematischen Rahmen für die Analyse der Globalisierung ein. Anschließend wird die historische Entwicklung der Globalisierung beschrieben, von der ersten Welle in den Jahrzehnten vor dem Ersten Weltkrieg über ihren Niedergang zwischen den Weltkriegen bis hin zur Wiederbelebung und der enormen Dynamik der zweiten Globalisierungswelle nach dem Zweiten Weltkrieg. Es folgt eine Erörterung der strukturellen Entwicklung der Handels- und Finanzintegration in der zweiten Globalisierungswelle. Die Schlussfolgerung ist, dass Behauptungen, wonach die Globalisierung ihren Höhepunkt erreicht habe, irreführend sind. Der zweite Teil des Kapitels befasst sich mit den Auswirkungen der Globalisierung auf die Wohlfahrt. Zum einen betrifft dies ihren Beitrag zum beträchtlichen Einkommenszuwachs und zum drastischen Armutsrückgang, zum anderen die Risiken für die Finanzstabilität im Zusammenhang mit der finanzwirtschaftlichen Offenheit. Im letzten Abschnitt werden zusammenfassend einige Maßnahmen diskutiert, mit denen die Vorteile der Globalisierung noch verstärkt und Anpassungskosten minimiert werden können.

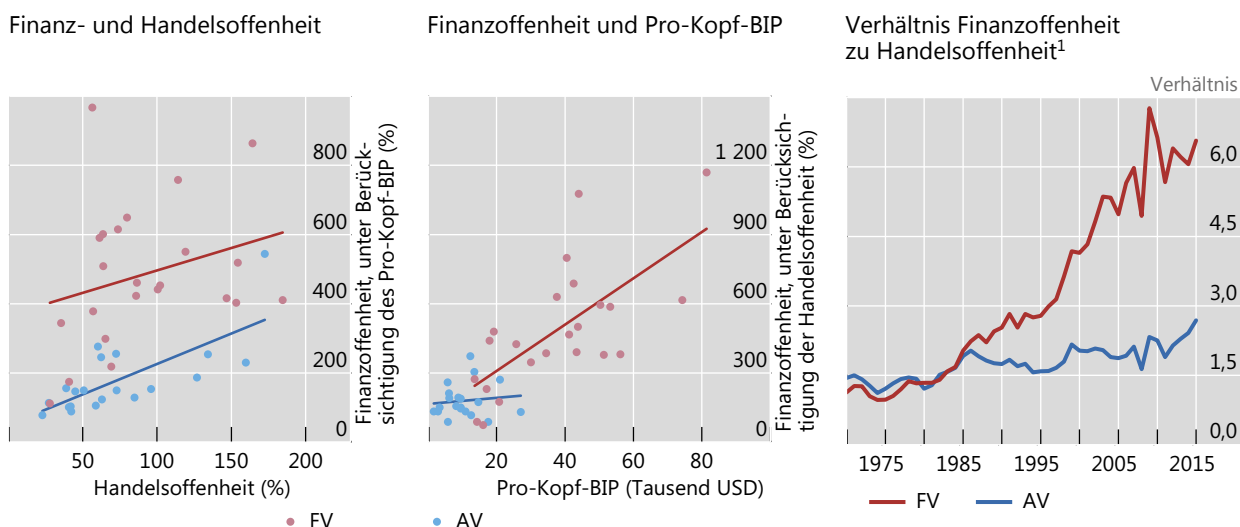
## Verflechtung von Handel und finanzwirtschaftlicher Offenheit

Internationaler Handel und finanzwirtschaftliche Offenheit gehen Hand in Hand. Der Handel profitiert von Finanzbeziehungen, beispielsweise in Form internationaler Zahlungen und Kredite, und schafft seinerseits Finanzbeziehungen, beispielsweise durch das Eingehen von Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten. Dementsprechend überrascht es kaum, dass Länder, die offener für Handel sind, in der Regel auch einen höheren Grad der finanzwirtschaftlichen Offenheit aufweisen (Grafik VI.1 links).

Die Verflechtung der real- und finanzwirtschaftlichen Offenheit ist jedoch abhängig vom Integrations- und Entwicklungsstand. Dabei lassen sich drei Globalisierungsebenen unterscheiden. Die erste, elementarste Ebene ist der Handel mit Rohstoffen und Fertigerzeugnissen sowie damit einhergehende einfache internationale Finanzbeziehungen wie beispielsweise grenzüberschreitende Zahlungen. Die zweite Globalisierungsebene betrifft komplexere Handels- und Finanzverflechtungen. Sie umfasst den Handel mit Zwischenerzeugnissen und Dienstleistungen, die mit der länderübergreifenden Fragmentierung des Produktionsprozesses zur Steigerung der Effizienz sowie den entsprechenden Finanzierungsvereinbarungen im Zusammenhang stehen. Die dritte Globalisierungsebene bezieht sich auf Finanztransaktionen, die bei der aktiven Steuerung von Bilanzpositionen zunehmend zum Einsatz kommen. Zu diesen Bilanzpositionen zählen Bestände an Forderungen und Verbindlichkeiten sowie Risikopositionen ganz allgemein, die auf den ersten beiden Ebenen entstanden sind. Außerdem sind hier die Allokation und die Diversifikation

## Finanzwirtschaftliche Offenheit nimmt im Einklang mit der Handelsoffenheit und dem Pro-Kopf-BIP zu

Grafik VI.1



Finanzoffenheit = (Auslandsforderungen + -verbindlichkeiten) / BIP; Handelsoffenheit = (Exporte + Importe) / BIP; Finanzoffenheit unter Berücksichtigung des Pro-Kopf-BIP (der Handelsoffenheit) = Finanzoffenheit ohne den Teil, der sich durch das um den Mittelwert bereinigte Pro-Kopf-BIP (die um den Mittelwert bereinigte Handelsoffenheit) mittels einer Regression der Finanzoffenheit sowohl auf das Pro-Kopf-BIP als auch auf die Handelsoffenheit erklärt.

FV = fortgeschrittene Volkswirtschaften: AT, AU, BE, CA, CH, DE, DK, EE, ES, FI, FR, GB, GR, IT, JP, LT, LV, NO, PT, SE, SI, SK, US; AV = aufstrebende Volkswirtschaften: AR, BR, CL, CN, CO, CZ, HU, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PH, PL, RU, SA, TH, TR, ZA.

<sup>1</sup> Medianwert für die in der jeweiligen Gruppe aufgeführten Länder. Ohne CH, CN, CZ, EE, HU, KR, LT, LV, PL, PT, RU, SI, SK.

Quellen: Lane und Milesi-Ferretti (2017); Weltbank; Berechnungen der BIZ.

von Ersparnissen zu nennen, die nicht zwangsläufig eine Beziehung zum Handel aufweisen. Auf der dritten Ebene lässt sich also eine gewisse Entkopplung von real- und finanzwirtschaftlicher Offenheit feststellen.

Auf der ersten Globalisierungsebene ist die Verflechtung von Handel und finanzwirtschaftlicher Offenheit am augenfälligsten. Haupttriebfeder des Handels auf dieser Ebene ist die Ressourcenausstattung der einzelnen Länder. Darüber hinaus stützt er sich unmittelbar auf eine Reihe internationaler Finanzdienstleistungen. Der Handel wird mithilfe internationaler Zahlungstransaktionen abgewickelt, die fast immer Devisengeschäfte beinhalten. Diese Zahlungstransaktionen basieren normalerweise auf einer internationalen Leitwährung und nicht auf der Landeswährung des Exporteurs oder des Importeurs: Bei rund der Hälfte aller Handelstransaktionen erfolgt die Rechnungsstellung in US-Dollar und bei knapp einem Viertel in Euro (wobei die USA bzw. die Mitgliedstaaten des Euro-Raums jeweils nicht mitberücksichtigt werden).<sup>2</sup> Da der Abschluss internationaler Handelsgeschäfte aufgrund von Transport und Zollabwicklung Zeit in Anspruch nimmt, ist außerdem eine zusätzliche Finanzierung erforderlich. Bei einem Drittel des internationalen Handels kommt die Handelsfinanzierung der Banken zum Einsatz. Große internationale Banken kommen dabei für ein Viertel bis zu einem Drittel dieser Finanzierung auf.<sup>3</sup> Rund ein Sechstel des Handels wird mithilfe von Akkreditiven abgewickelt, bei denen Banken die Zahlung gegen Lieferung der Güter garantieren.

Auf der zweiten Globalisierungsebene begünstigen die internationalen Finanzbeziehungen eine größere Spezialisierung des Handels und der Produktion, vor allem was den Handel mit Zwischenerzeugnissen betrifft. Die Produktion kann über

den Erwerb von Eigentum an ausländischen Standorten in Form von ausländischen Direktinvestitionen (Foreign Direct Investment, FDI), über die Auslagerung an ausländische Unternehmen oder über eine Fragmentierung des Produktionsprozesses in globale Wertschöpfungsketten (Global Value Chains, GVC) erfolgen. Dieser komplexere Handel kann Hand in Hand gehen mit dem Wachstum multinationaler Unternehmen, die verschiedene Märkte bedienen, und zwar oft über produktionsnahe Tochtergesellschaften im Ausland, während Forschung und Entwicklung in der Muttergesellschaft konzentriert sind.<sup>4</sup> Die beschriebenen vielschichtigeren Produktionsstrukturen bedürfen einer umfangreicheren und oft auch komplexeren Finanzierung. Bei GVC-bezogenen Investitionen kann eine grenzüberschreitende Finanzierung erforderlich sein, häufig in Fremdwährung. Und längere Produktionsketten können mehr Betriebskapital und größere Fremdwährungspositionen bedeuten.<sup>5</sup> Der Finanzsektor kann den Handel unterstützen, indem er diese Risiken reduziert, beispielsweise durch Derivate oder Kredite in Fremdwährung zum Ausgleich entsprechender Ertragsströme.

Die dritte Globalisierungsebene ist durch komplexe Finanzbeziehungen gekennzeichnet, die ausschließlich finanziellen Zwecken dienen. Diese Ebene baut insofern auf den ersten beiden auf, als durch den Handel Bestände an Forderungen und Verbindlichkeiten entstehen, die gesteuert werden müssen. Allgemeiner ausgedrückt, steigen Nachfrage und Angebot von komplexeren Finanzprodukten und -dienstleistungen im Einklang mit einem größeren Vermögen der Unternehmen und privaten Haushalte. In gewisser Weise wird auch diese dritte Ebene der Globalisierung durch den Handel über dessen Beitrag zu einem stärkeren Einkommenswachstum unterstützt. Tatsächlich nimmt in der Regel die finanzwirtschaftliche Offenheit bei steigendem Einkommensniveau merklich zu (Grafik VI.1 Mitte). Allerdings erhöhen sich die Bruttositionen für Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten deutlich stärker als die Nettositionen, was den unabhängigeren Charakter von Finanzbeziehungen unterstreicht: Die realwirtschaftliche Offenheit ist seit Ende der 1980er Jahre deutlich hinter der finanzwirtschaftlichen Offenheit zurückgeblieben, was vor allem für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften gilt (Grafik VI.1 rechts).

Die drei Ebenen weisen eine Reihe von Gemeinsamkeiten auf. Hierzu zählt beispielsweise die Nutzung von internationalen Leitwährungen. Nicht nur rund die Hälfte des Handels, sondern auch ungefähr die Hälfte der weltweiten grenzüberschreitenden Bankforderungen und mehr als 60% der von Zentralbanken gehaltenen Währungsreserven lauten auf die vorherrschende Leitwährung, den US-Dollar. Ferner kommt der US-Dollar in 90% der Devisengeschäfte zum Einsatz. Der US-Dollar nimmt also entscheidend Einfluss auf die globalen Finanzierungsbedingungen (siehe auch Kapitel V). Eine weitere Gemeinsamkeit sind weltweit tätige Finanzinstitute, die in zahlreichen Ländern auf verschiedenen Kontinenten ihr Geschäft betreiben. Durch ihre internationale Präsenz und ihre Erfahrung ermöglichen sie den globalen Transfer von Finanzierungsmitteln und Finanzrisiken. Eine Bilanzsteuerung auf konsolidierter Ebene führt zu engen internationalen Finanzbeziehungen.

## Die Entwicklung der Globalisierung

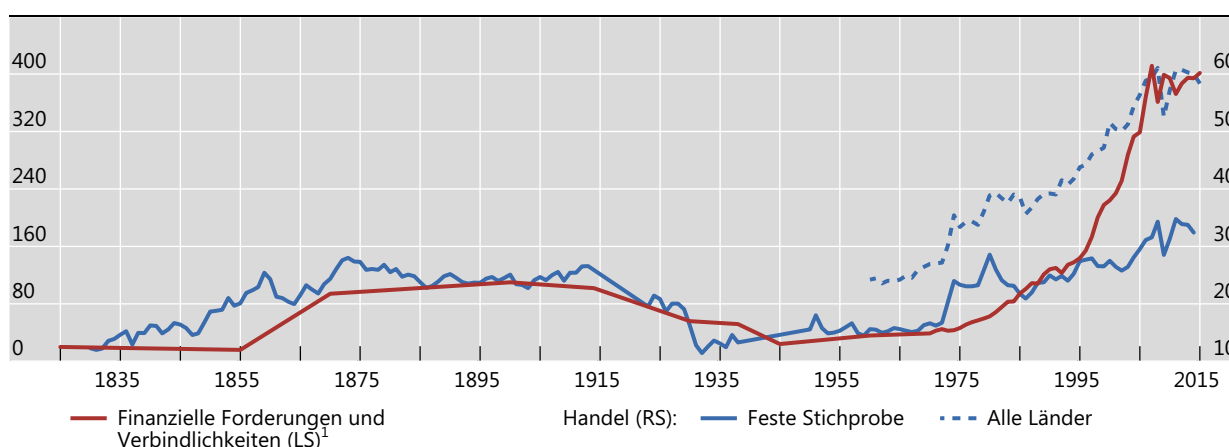
In der ersten Globalisierungswelle, die mit dem Ersten Weltkrieg und der Weltwirtschaftskrise endete, kam es zu einer deutlichen Zunahme grenzüberschreitender Handels- und Finanzbeziehungen. Gemessen als Verhältnis von Importen und Exporten zum BIP war die Handelsoffenheit der großen Volkswirtschaften um die Jahrhundertwende mit nahezu 30% mehr als doppelt so hoch wie noch zu Beginn des 19. Jahrhunderts (Grafik VI.2).<sup>6</sup> Die Zunahme der finanzwirtschaftlichen Offenheit, gemessen als Verhältnis der von Gebietsfremden gehaltenen Anlageaktiva zum BIP, fiel nicht weniger dramatisch aus, insbesondere was die Kapitalflüsse in Kolonialgebiete betraf. Allerdings wies die erste Globalisierungswelle eine relativ unkomplizierte Struktur auf: Die meisten Transaktionen fanden auf der ersten oder zweiten Ebene statt. Der Zusammenbruch der ersten Globalisierungswelle war ähnlich bemerkenswert wie ihre Entstehungsgeschichte. In der Zwischenkriegszeit kam es zu einer fast kompletten Kehrtwende. Viele Faktoren spielten hierbei eine Rolle, nicht zuletzt der zunehmende Protektionismus, der für rund die Hälfte des weltweiten Handelseinbruchs während der Weltwirtschaftskrise verantwortlich war.<sup>7</sup>

Die erste Globalisierungswelle wurde durch die nach Ende des Zweiten Weltkriegs einsetzende zweite Welle deutlich übertroffen. Da die Länder mehr Handel trieben und sich mehr Länder dem Handel öffneten, stieg die Handelsoffenheit rasch über den vor dem Krieg verzeichneten Höchststand. Weltweit ist die Handelsoffenheit heute doppelt so hoch wie noch im Jahr 1960 (Grafik VI.2). Bessere Transport- und Kommunikationsmöglichkeiten spielten wiederum eine Rolle, aber die Liberalisierung des Handels war ein deutlich wichtigerer Faktor als in der ersten Globalisierungswelle.<sup>8</sup> In den zwanzig Jahren bis Mitte der 2000er Jahre war ein besonders rapides Handelswachstum zu verzeichnen. China und ehemalige kommunistische Länder öffneten sich wieder dem Welthandel, und die zweite Globalisierungsebene erfuhr eine rasche Expansion. Die Spezialisierung in Form einer grenzüberschreitenden Aufteilung von Produktionsstufen führte zu einer beispiellosen Ausbreitung von GVC.

### Zweite Welle der wirtschaftlichen Globalisierung übertrifft die erste

Prozent des BIP der betrachteten Ländergruppe

Grafik VI.2



<sup>1</sup> Vor 1970 berechnet als mit 2 multiplizierte finanzielle Auslandsforderungen.

Quellen: Federico und Tena-Junguito (2017); Lane und Milesi-Ferretti (2017); Obstfeld und Taylor (2004); Federal Reserve, Flow-of-Funds-Rechnung; IWF, *Balance of Payments Statistics*; Weltbank; Department of the Treasury der USA; Analyse des McKinsey Global Institute; Berechnungen der BIZ.

In beiden Globalisierungswellen nahm die finanzwirtschaftliche Offenheit im Einklang mit der Handelsoffenheit zu, in der zweiten Welle war ihr Anstieg jedoch deutlich ausgeprägter. Die verfügbaren Schätzungen sind zwar wenig zuverlässig, deuten aber darauf hin, dass die finanzwirtschaftliche Offenheit gegenüber ihrem vor dem Krieg verzeichneten Höchststand um mehr als das Dreifache gestiegen ist. Finanzielle Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten sind von 36% des BIP im Jahr 1960 auf rund 400% des BIP (\$ 293 Bio.) im Jahr 2015 in die Höhe geschneilt.

Die finanzwirtschaftliche Offenheit hat seit Mitte der 1990er Jahre vor allem in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften rapide zugenommen. Gemessen am BIP lagen die Auslandspositionen der fortgeschrittenen und der aufstrebenden Volkswirtschaften bis zu Beginn der 1990er Jahre nahezu gleichauf. Seither stiegen die grenzüberschreitenden finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften sprunghaft von rund 135% auf mehr als 570% des BIP an. In den aufstrebenden Volkswirtschaften hingegen war im gleichen Zeitraum mit einem Anstieg von ungefähr 100% auf 180% des BIP eine verhaltenere Entwicklung zu verzeichnen.

## Handel

In der zweiten Globalisierungswelle änderte sich der Charakter des Handels deutlich. Ein höherer wirtschaftlicher Entwicklungsstand und Verbesserungen im Bereich von Marktzugang, Transportmöglichkeiten sowie Informations- und Kommunikationstechnologien haben zu einer größeren Palette an handelbaren Gütern und Dienstleistungen beigetragen. Vor 50 Jahren war die Ausstattung mit natürlichen Ressourcen ein wesentlicher Bestimmungsfaktor der Handelsströme, wobei ein Großteil des Handels auf der ersten Globalisierungsebene stattfand. Inzwischen sind die geografische Verteilung qualifizierter und unqualifizierter Arbeitskräfte sowie die jeweiligen Fachkenntnisse wichtiger geworden, und die zweite Globalisierungsebene ist damit stärker in den Vordergrund gerückt. Anfang der 1960er Jahre machten Nahrungsmittel nahezu ein Viertel der handelbaren Güter aus, heute beläuft sich ihr Anteil auf weniger als 10% (Grafik VI.3 links). Doch wie bei Nahrungsmitteln ist auch beim Handel mit Treibstoffen sowie Metallen und Erzen gemessen am BIP kaum eine Veränderung festzustellen, wenn die enormen Preisschwankungen außer Acht gelassen werden. Dagegen war beim Handel mit Dienstleistungen, einschließlich finanziellen Dienstleistungen, in den vergangenen drei Jahrzehnten ein massiver Anstieg von 7% auf 13% des globalen BIP festzustellen. Bei Weitem die größte Veränderung verzeichnete jedoch der Handel mit Industrieerzeugnissen, der inzwischen für mehr als die Hälfte des Welthandels verantwortlich ist.

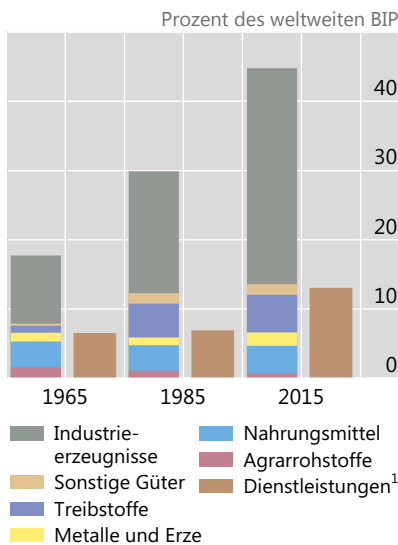
Ein wesentlicher Faktor für das Handelswachstum waren die GVC, insbesondere im Bereich der Industrieerzeugnisse. Diese Entwicklung, die Mitte der 1980er Jahre ihren Anfang nahm, wurde durch Verbesserungen im Bereich von Marktzugang, Transportmöglichkeiten und Technologien begünstigt.<sup>9</sup> Hoch- und geringqualifizierte Tätigkeiten wurden zunehmend in unterschiedlichen Ländern angesiedelt. Dementsprechend macht der Handel mit Zwischenerzeugnissen und Dienstleistungen inzwischen fast zwei Drittel des gesamten Welthandels aus.

Die Beteiligung der aufstrebenden Volkswirtschaften an den GVC hat enorm zugenommen. 2014 waren die aufstrebenden Volkswirtschaften an der Hälfte des GVC-Handels beteiligt, gemessen am Handel mit Zwischenerzeugnissen und Dienstleistungen. 2001 betrug dieser Anteil noch ein Drittel (Grafik VI.3 Mitte). Der Anteil des GVC-Handels unter den aufstrebenden Volkswirtschaften hat sich mehr als

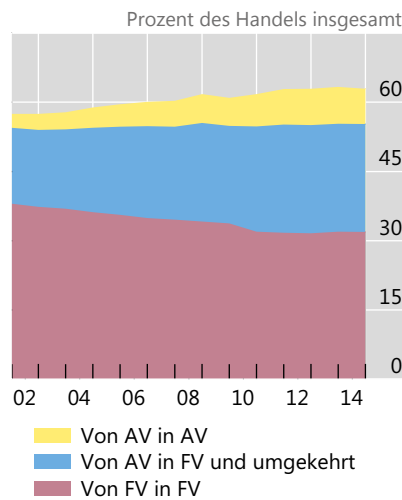
## Handel hat mit zunehmender Integration der aufstrebenden Volkswirtschaften an Komplexität gewonnen

Grafik VI.3

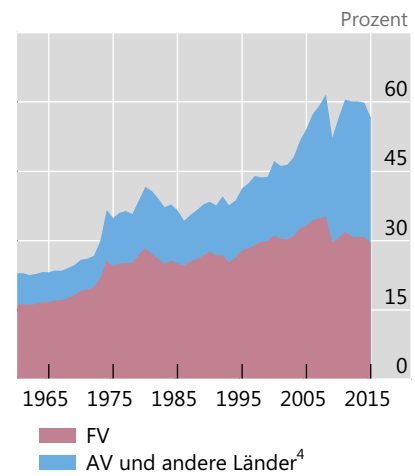
### Zusammensetzung des Handels



### Länderbeziehungen über globale Wertschöpfungsketten<sup>2</sup>



### Beitrag zur Offenheit des Welthandels<sup>3</sup>



<sup>1</sup> 1965: extrapolierte Werte. <sup>2</sup> Basierend auf dem Handel mit Zwischenerzeugnissen und Dienstleistungen. FV = fortgeschrittene Volkswirtschaften: AT, AU, BE, CA, CH, CY, DE, DK, EE, ES, FI, FR, GB, GR, IE, IT, JP, LT, LU, LV, MT, NL, NO, PT, SE, SI, SK, US; AV = aufstrebende Volkswirtschaften: BG, BR, CN, CZ, HR, HU, ID, IN, KR, MX, PL, RO, RU, TR, TW sowie übrige Welt. <sup>3</sup> Exporte und Importe der jeweiligen Ländergruppe dividiert durch das weltweite BIP. <sup>4</sup> Handel weltweit abzüglich Anteil der fortgeschrittenen Volkswirtschaften.

Quellen: Weltbank; World Input-Output Database; Berechnungen der BIZ.

verdoppelt. Allein auf China entfallen inzwischen 19% des GVC-Handels, dessen Anteil 2001 noch bei 7% gelegen hatte. Dabei hat sich parallel zur gewachsenen Bedeutung der aufstrebenden Volkswirtschaften in der Weltwirtschaft die Handelsintegration unter diesen Volkswirtschaften in einem rascheren Tempo erhöht als unter den fortgeschrittenen Volkswirtschaften (Kasten VI.A sowie Grafik VI.3 rechts).

Im Welthandel nehmen große multinationale Unternehmen eine dominierende Stellung ein. Diese in verschiedenen Ländern tätigen Unternehmen spielen in GVC oft eine wesentliche Rolle. So sind in den USA bei rund 90% des Handels multinationale Firmen beteiligt, und die Hälfte davon findet zwischen Einheiten eines multinationalen Konzerns statt.<sup>10</sup> Trotz des Handelszuwachses in den aufstrebenden Volkswirtschaften sind multinationale Firmen stärker in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften verbreitet.

## Finanzen

Die finanzwirtschaftliche Offenheit der fortgeschrittenen Volkswirtschaften beschleunigte sich ab Mitte der 1990er Jahre erheblich. Durch die Liberalisierung der Finanzmärkte und innovative Finanzprodukte ergaben sich neue Möglichkeiten zur Steuerung von Positionen und Risiken. In der Folge kam es zu einem sprunghaften Anstieg der Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten. Die Auslandsverbindlichkeiten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften schnellten von weniger als 80% des BIP im Jahr 1995 auf mehr als 290% des BIP im Jahr 2015 hoch. Sämtliche wesentlichen Komponenten der Auslandsverbindlichkeiten verzeichneten gemessen am BIP zumindest eine Verdoppelung. Die Verbindlichkeiten aus Portfolioinvestitionen in

Schuldtitel vervierfachten sich, und die Verbindlichkeiten aus Portfolioinvestitionen in Aktien stiegen um mehr als das Fünffache, was die Bedeutung der dritten Globalisierungsebene herausstreicht.

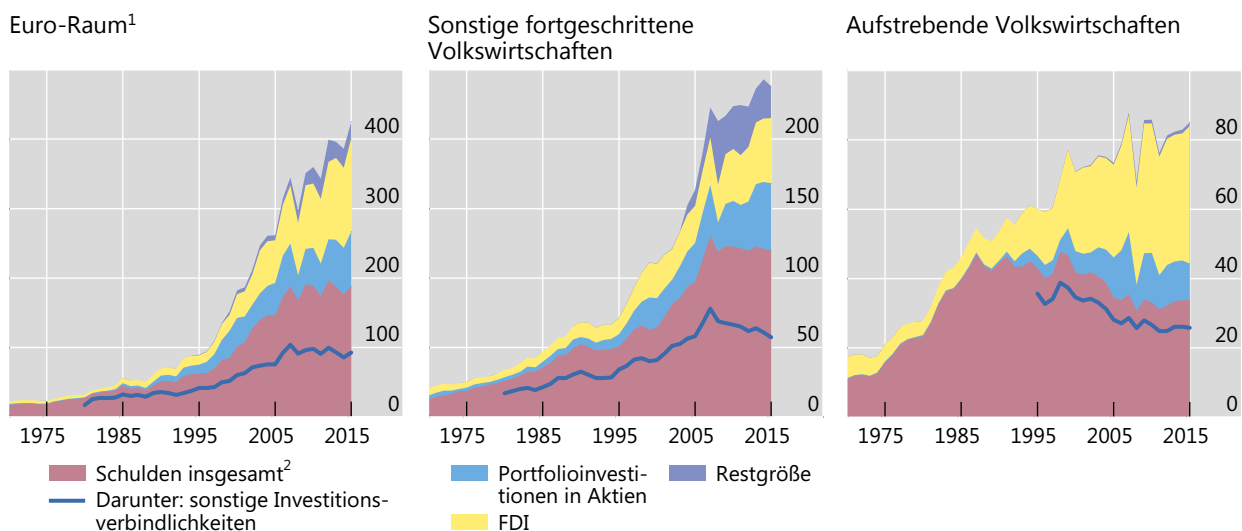
Eine vertiefte finanzielle Integration war vor allem in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften Europas zu beobachten, wo die Einführung des Euro zu einem beträchtlichen Anstieg der grenzüberschreitenden Transaktionen beitrug (Grafik VI.4 links). 23 Prozentpunkte der Zunahme der am BIP gemessenen Auslandspositionen der fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Zeitraum 2001–07 waren auf Finanztransaktionen innerhalb des Euro-Raums und weitere 14 Prozentpunkte auf finanzielle Forderungen Gebietsfremder gegenüber dem Euro-Raum zurückzuführen.

Wie der Handel wird auch das globale Finanzwesen vor allem in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zunehmend von großen international tätigen Finanzinstituten beherrscht. Diese Branchenriesen verfügen über Tochtergesellschaften und Niederlassungen in verschiedenen Ländern auf mehreren Kontinenten. Ihr Geschäft erstreckt sich nicht nur auf grenzüberschreitende Finanztransaktionen, sondern auch auf die lokale Kreditaufnahme und -vergabe, die gemäß den Grundsätzen für die Erstellung der Zahlungsbilanz nicht als internationale Transaktionen gelten. Infolgedessen unterzeichnen standardisierte zahlungsbilanzbasierte Messgrößen der finanzwirtschaftlichen Offenheit in der Regel den Grad der globalen Verflechtung (Kasten VI.B), was auch für den Nichtfinanzsektor gilt, in dem die Tochterunternehmen multinationaler Firmen für den jeweiligen lokalen Markt produzieren.

## Unterschiedliche Entwicklung der außenwirtschaftlichen Positionen der fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften

Bruttoauslandsverbindlichkeiten in Prozent des BIP

Grafik VI.4



Die vollständige Liste der Länder ist verfügbar auf [http://www.bis.org/statistics/ar2017stats/ar87\\_c6.xlsx](http://www.bis.org/statistics/ar2017stats/ar87_c6.xlsx).

<sup>1</sup> Datenreihen für den Euro-Raum = Summe der jeweiligen Datenreihen der Mitgliedsländer; Positionen innerhalb des Euro-Raums werden nicht miteinander verrechnet. <sup>2</sup> In den Zeiträumen, in denen „sonstige Investitionsverbindlichkeiten“ angegeben sind, besteht der Unterschied zwischen Gesamtverschuldung und „sonstigen Investitionsverbindlichkeiten“ primär in „Portfolioinvestitionen in Schuldtitel“; zudem gibt es eine kleine Restgröße nicht zugeordneter Schulden.

Quellen: Lane und Milesi-Ferretti (2017); Berechnungen der BIZ.



In den aufstrebenden Volkswirtschaften hat die finanzwirtschaftliche Offenheit insgesamt nicht viel rascher zugenommen als die Handelsoffenheit, die Zusammensetzung der Auslandsverbindlichkeiten hat sich jedoch erheblich verändert und trägt so zu einer stärkeren Risikoverteilung bei (Grafik VI.4 rechts). Der Aktienanteil (Portfolioinvestitionen in Aktien und Aktienkomponente der Direktinvestitionen) hat seit den frühen 1980er Jahren deutlich zugenommen.

Mehrere Faktoren haben zu dem höheren Anteil der gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften eingegangenen Verbindlichkeiten aus Aktieninvestitionen beigetragen. Erstens hat eine vertiefte Handelsintegration unter den aufstrebenden Volkswirtschaften Zuflüsse in Aktienpositionen begünstigt, beispielsweise über GVC. Zweitens haben Verbesserungen der Qualität und Governance von Institutionen sowie makroökonomische Bedingungen die Attraktivität langfristiger Engagements in den aufstrebenden Volkswirtschaften für Anleger erhöht. Diese Faktoren waren im Zusammenhang mit Direktinvestitionen besonders wichtig, da Letzteren längerfristige makroökonomische Überlegungen zugrunde liegen.<sup>11</sup>

Die Risikoverteilung ist jedoch nicht so stark gestiegen, wie angesichts des steigenden Anteils der gesamten Direktinvestitionen an den weltweiten Kapitalströmen zu erwarten gewesen wäre. Erstens setzen sich die Direktinvestitionen sowohl aus Eigen- als auch aus Fremdkapital zusammen, was eine geringere Risikoverteilung mit sich bringt. Diese Fremdkapitalkomponente bildet (nicht finanzielle) Ströme innerhalb von Unternehmen ab, die auf die Auslandsemissions- und Investitionstätigkeit von Nichtfinanzunternehmen zurückgehen.<sup>12</sup> Dementsprechend verhält sich die Schuldtitelkomponente der Direktinvestitionen eher wie die Portfolioinvestitionen in Schuldtitel und nicht wie die stabilere Aktienkomponente der Direktinvestitionen. Zweitens ist ein großer Teil des jüngsten Anstiegs auf Positionen gegenüber Finanzzentren zurückzuführen. Insofern spiegelt er vor allem die größere Komplexität der Unternehmensstruktur multinationaler Firmen wider und lässt sich nicht ohne Weiteres mit herkömmlichen Greenfield-Investitionen vergleichen.<sup>13</sup>

Die Auslandsforderungen der aufstrebenden Volkswirtschaften unterscheiden sich in ihrer Zusammensetzung deutlich von den Auslandsverbindlichkeiten. Grund hierfür ist die Reaktion der aufstrebenden Volkswirtschaften auf die zunehmende Bedeutung der dritten Globalisierungsebene in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Aufgrund des gestiegenen Umfangs und der größeren Reichweite internationaler Finanzbeziehungen sind die aufstrebenden Volkswirtschaften anfälliger gegenüber finanziellen Schocks geworden, was sich in den Finanzkrisen der 1980er und 1990er Jahre zeigte. Diese Krisen führten dazu, dass viele aufstrebende Volkswirtschaften umfangreiche Währungsreserven aufgebaut haben. Darüber hinaus ist die Nachfrage des privaten Sektors nach Vermögenswerten aus den fortgeschrittenen Volkswirtschaften gestiegen. Ausschlaggebend hierfür ist eine Kombination aus steigenden Einkommen, hoher Ersparnis und begrenzter Verfügbarkeit sicherer Anlagen im Heimatland.

## Hat die Globalisierung ihren Höhepunkt erreicht?

Seit der Großen Finanzkrise hat sich die Globalisierung verlangsamt.<sup>14</sup> Der internationale Handel brach während der Krise ein und entwickelt sich seither trotz einer raschen Wiederbelebung verhalten (Grafik VI.3 rechts).<sup>15</sup> In realer Rechnung konnte das Wachstum des Welthandels gerade noch mit dem Anstieg des globalen BIP mithalten. Das ist auffällig, da seit Mitte des 19. Jahrhunderts der Handel das BIP

mit Ausnahme der Zwischenkriegszeit kontinuierlich übertroffen hat. In nominaler Rechnung scheint der Handel sogar noch schlechter abzuschneiden und hinter das BIP-Wachstum zurückzufallen. Grund hierfür ist ein Rückgang der relativen Preise für handelbare Güter und Dienstleistungen, insbesondere für Rohstoffe. Die Große Finanzkrise beendete auch den rapiden Anstieg standardisierter zahlungsbilanz-basierter Messgrößen der finanzwirtschaftlichen Offenheit. 2015 war der weltweite Bestand an Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten verglichen mit dem Höchststand von knapp über 400% des globalen BIP im Jahr 2007 weitgehend unverändert. Dies steht in starkem Kontrast zum Anstieg von fast 190 Prozentpunkten im Zeitraum 2000–07 (Grafik VI.2).

Das Zusammenwirken von real- und finanzwirtschaftlichen Faktoren auf den ersten beiden Globalisierungsebenen erklärt zumindest teilweise den Rückgang von Handel und finanzwirtschaftlicher Offenheit. In der Anfangsphase der Krise wurde der Handelseinbruch durch restriktivere Finanzierungsbedingungen verstärkt.<sup>16</sup> Die Ausfuhr von langlebigen Konsum- und Investitionsgütern, die stärker auf Finanzierung angewiesen sind, gab deutlich nach, und sowohl die Bereitschaft zur Kreditaufnahme als auch die Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln verringerten sich. Seither haben weitere gemeinsame Faktoren an Bedeutung gewonnen. Die nachfragebedingte Schwäche handelsintensiver Anlageinvestitionen hat auch die entsprechenden internationalen Finanzierungsströme gedämpft. Die schwache konjunkturelle Erholung in Europa – einer besonders handelsintensiven und finanziell offenen Region – hat ebenfalls eine Rolle gespielt. Allgemeiner betrachtet, spiegelt sich in dem Rückgang von Handel und finanzwirtschaftlicher Offenheit der Wunsch nach einem Abbau von Risiken. Dies gilt am offenkundigsten für Finanzinstitute, aber auch für Nichtfinanzunternehmen, wie aus dem Abbau störungsanfälliger GVC ersichtlich.

Allerdings ist die vermeintliche Verlangsamung der Globalisierung zumindest mit Blick auf ihre finanzielle Seite mit Vorsicht zu interpretieren. Erstens wird die Abnahme der Offenheit durch die herkömmlichen Messgrößen etwas überzeichnet. Zwar stagnieren auf globaler Ebene die Auslandsverbindlichkeiten gemessen am BIP, doch haben sie sich sowohl in den fortgeschrittenen als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften nach der Krise weiter erhöht (Grafik VI.4). Diese scheinbare Anomalie ist darauf zurückzuführen, dass der Grad der finanziellen Globalisierung in den aufstrebenden Volkswirtschaften deutlich niedriger ausfällt als in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Der wachsende Beitrag der aufstrebenden Volkswirtschaften zum weltweiten BIP lässt die globale Messgröße der finanziellen Globalisierung schrumpfen. Das Wachstum der finanzwirtschaftlichen Offenheit hat sich in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften seit der Krise deutlich verlangsamt, während es sich in den aufstrebenden Volkswirtschaften unvermindert fortgesetzt hat.

Zweitens beschränkte sich die Verlangsamung der finanziellen Globalisierung auf bestimmte Arten von Kapitalflüssen. Der Schwerpunkt lag auf grenzüberschreitenden Bankkrediten, die das im Vorfeld der Krise verzeichnete rasche Wachstum auf der äußerst prozyklischen dritten Globalisierungsebene vorangetrieben hatten.<sup>17</sup> Die aktuelle Kontraktion der Bankkreditvergabe ist also zumindest in Teilen auf einen durchaus angemessenen Abbau nicht tragfähiger Positionen aus der Vorkrisenzeit zurückzuführen.<sup>18</sup> Außerdem wurde der Rückgang bei den grenzüberschreitenden Krediten teilweise durch einen Anstieg von Portfolioinvestitionen in Schuldtitel ausgeglichen. Beflügelt von niedrigen und mitunter negativen Renditen haben Anleihemärkte und Kapitalanlagegesellschaften die von den Banken hinterlassene Lücke größtenteils gefüllt, was zuweilen als „zweite Phase globaler Liquidität“ beschrieben wird.<sup>19</sup> Direktinvestitionen und Portfolioinvestitionen in Aktien nahmen ebenfalls weiter zu.

Drittens schließlich ist die Kontraktion der Bankkreditvergabe weniger gravierend, wenn alternative Messgrößen der finanzwirtschaftlichen Offenheit herangezogen werden. Die zuvor verwendeten Zahlen basieren auf dem *Sitzland* der Wirtschaftseinheit, was den Grundsätzen für die Erstellung der Zahlungsbilanz entspricht. Eine ergänzende Messgröße stützt sich auf den Standort des Hauptsitzes dieser Wirtschaftseinheiten (ihre *Nationalität*), wobei eine Konsolidierung der entsprechenden Bilanz erfolgt. So wird eine bessere Erfassung des Unternehmens möglich, das die Entscheidungen trifft. Die Messgröße ist damit insbesondere mit Blick auf international tätige Banken von Bedeutung, da sie auch die Geschäftstätigkeit der Niederlassungen im Ausland abbildet. Die BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft (IBS) deuten darauf hin, dass diese länderübergreifende Komponente nach der Krise deutlich stabiler war (Kasten VI.B). Ferner gibt es Anhaltspunkte dafür, dass Banken in den aufstrebenden Volkswirtschaften, von denen viele nicht in den IBS erfasst sind, ihre internationale Präsenz durch Gründung von Auslandsniederlassungen deutlich ausgebaut haben. Dieser Trend ist auf regionaler Ebene besonders ausgeprägt.<sup>20</sup>

## Globalisierung und Wohlfahrt

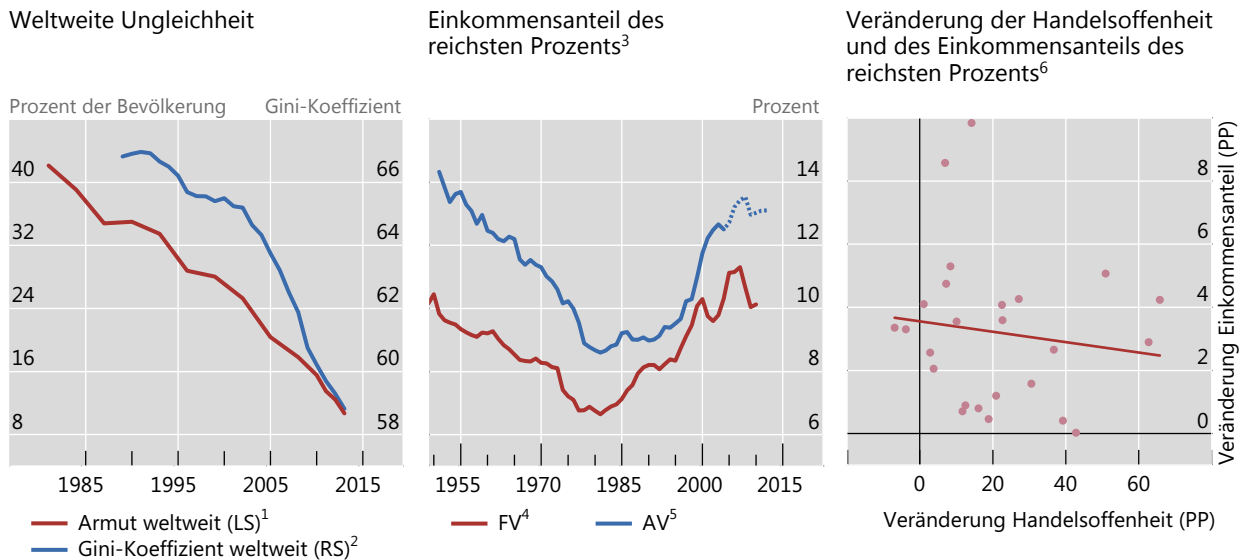
Die Globalisierung hat weltweit zu enormen Verbesserungen des Lebensstandards beigetragen und das Einkommenswachstum angekurbelt. Während der letzten drei Jahrzehnte war sie maßgeblich dafür verantwortlich, dass sowohl der Anteil der in beträchtlicher Armut lebenden Weltbevölkerung als auch die Einkommensungleichheit zwischen Ländern stark abgenommen haben (Grafik VI.5 links).<sup>21</sup> Deutlich gesenkt werden konnte die Armut beispielsweise in China, wo die dynamische Exportwirtschaft wesentlich zum rasanten Wachstum des BIP und der Einkommen beigetragen hat.

Eine Betrachtung der Einkommenszuwächse über diesen Zeitraum zeigt allerdings, dass diese nicht gleichmäßig verteilt sind. So wurden die bedeutendsten Zuwächse von den Mittelschichten in den rasch wachsenden aufstrebenden Volkswirtschaften und den reichsten Einwohnern fortgeschrittener Volkswirtschaften verzeichnet. Im Unterschied dazu stiegen die Einkommen der oberen Mittelschicht international gesehen lediglich geringfügig.<sup>22</sup> Somit hat die innerstaatliche Einkommensungleichheit in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und selbst in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften zugenommen. Der Einkommensanteil des obersten Prozents der Spitzenverdiener hat sich seit Mitte der 1980er Jahre erheblich vergrößert (Grafik VI.5 Mitte).<sup>23</sup> In den Zwischenkriegsjahren und auch über mehrere Jahrzehnte nach dem Zweiten Weltkrieg sank sein Anteil hingegen aufgrund von Kapitalvernichtung, Regulierung und Fiskalpolitik.<sup>24</sup> Ein gewisses Maß an Einkommensungleichheit kann, wenn sie das Resultat auf Anstrengung beruhenden ökonomischen Erfolgs ist, für das Wachstum förderlich sein, weil dadurch Innovationsanreize gesetzt werden. Ein hohes Maß an Ungleichheit allerdings scheint das Wachstum zu hemmen und hat dazu geführt, dass die Akzeptanz der Globalisierung in der Bevölkerung gesunken ist.<sup>25</sup>

Überzeugenden empirischen Belegen zufolge ist der Hauptgrund für die erhöhte innerstaatliche Einkommensungleichheit nicht in der Globalisierung, sondern im technologischen Wandel zu suchen.<sup>26</sup> Globalisierungskritiker sehen jedoch häufig in den Herausforderungen, die mit der Globalisierung einhergehen, die vermeintlichen Auslöser vieler wirtschaftlicher und sozialer Missstände.

## Weltweite Ungleichheit ist gesunken; zunehmende nationale Ungleichheit beruht zumeist nicht auf dem Handel

Grafik VI.5



<sup>1</sup> Armutsgrenze definiert als pro Kopf verfügbarer Betrag von \$ 1,90/Tag (Kaufkraftparität 2011). <sup>2</sup> Gini-Koeffizient-Schätzung von Darvas (2016) für 128 Länder anhand einer deterministischen Log-Normalverteilung. <sup>3</sup> Einfacher Durchschnitt der aufgeführten Volkswirtschaften. <sup>4</sup> Fortgeschrittene Volkswirtschaften: AU, CA, CH, DE, DK, ES, FR, GB, IE, IT, JP, NL, NO, NZ, PT, SE, US. <sup>5</sup> Aufstrebende Volkswirtschaften: AR, CN, ID, IN, KR, MY, SG, ZA. Gestrichelte Linie: ohne AR, ID und IN aufgrund von Datenbeschränkungen. <sup>6</sup> Veränderung 1985–2012, mit Ausnahme der folgenden Länder: IN: Veränderung bis 1999; AR und ID: Veränderung bis 2004; PT: Veränderung bis 2005; IE und IT: Veränderung bis 2009; CA, CH, DK und JP: Veränderung bis 2010; DE: Veränderung bis 2011. Ländergruppen wie im mittleren Feld dieser Grafik.

Quellen: Darvas (2016); Weltbank; World Wealth and Income Database.

## Globalisierung und Wachstum

Handels- und Finanzoffenheit haben eine zumeist belebende Wirkung auf das Wirtschaftswachstum. So wird durch den zwischenstaatlichen Handel ein größerer Marktplatz erschlossen, und auch der Wettbewerb unter den Unternehmen wird beflügelt. Die Produktion verlagert sich standortunabhängig zu den produktivsten Unternehmen, was Effizienzsteigerungen mit sich bringt. Die wirtschaftlichsten Firmen erhöhen mittels Expansion ihre Skalenerträge und Effizienz weiter, während das Geschäft der ineffizientesten Firmen zurückgeht. Die Gesamtproduktivität nimmt somit zu. Generell hat der Handel schon vielen Volkswirtschaften Wachstumsschübe beschert. Unmittelbar vom Handel profitieren auch die Verbraucher, da ihnen eine größere Vielfalt an Produkten höherer Qualität zur Auswahl steht.<sup>27</sup>

Auch die Öffnung der Finanzmärkte dürfte das Wirtschaftswachstum ankurbeln, denn sie ermöglicht eine effizientere Allokation von Kapital und fördert den Technologie- und Wissenstransfer. Der Besitz ausländischer finanzieller Vermögenswerte steigert die Chancen, höhere Renditen zu erzielen und Risiken zu diversifizieren. Kapitalspritzen aus dem Ausland können dazu beitragen, unterkapitalisierte Firmen wieder flott zu machen, was sich wiederum positiv auf Wettbewerb und Effizienz niederschlägt. Direktinvestitionen können durch Wissens- und Technologietransfers sowie die Verbreitung von Best Practices einen noch größeren Nutzen entfalten.

Einkommens- bzw. Wachstumsgewinne aufgrund einer größeren finanzwirtschaftlichen Offenheit lassen sich aus den empirischen Belegen grundsätzlich

nicht ableiten. Dies könnte einerseits an der nicht monotonen Art der Beziehung liegen: Nutzen entfaltet sich nur dann, wenn das Zielland gewisse Schwellenwerte hinsichtlich Finanzmarktentwicklung, Qualität der Institutionen, Steuerungsrahmen, gesamtwirtschaftlicher Maßnahmen und internationaler Handelsintegration erfüllt. Ein weiterer Grund könnte sein, dass der Nutzen der Deregulierung des internationalen Kapitalverkehrs eher indirekt und schwierig zu ermitteln ist.<sup>28</sup> Und zu guter Letzt werden Handelsöffnung und Finanzöffnung in zahlreichen empirischen Studien als zwei unabhängige Variablen betrachtet. Mit anderen Worten: Handelsintegration wäre auch ohne finanzielle Integration möglich. Handelsöffnung geht allerdings, wie oben ausgeführt, üblicherweise mit finanzwirtschaftlicher Öffnung Hand in Hand.

## Globalisierung und Ungleichheit

Es ist unbestritten, dass das Volkseinkommen mit zunehmender Handelstätigkeit steigt. Die Erträge sind allerdings ungleich verteilt, was gemeinhin ein Kennzeichen wirtschaftlicher Dynamik ist. Weniger effiziente Unternehmen werden von stärkeren Wettbewerbern vom Markt verdrängt, und regulatorische und finanzielle Sachzwänge können neuen Unternehmen den Markteintritt erschweren. Die Gewinner und Verlierer sind über Qualifikations- und Einkommensniveaus wie auch geografisch ungleich verteilt. In der Regel profitieren die in den Industrieländern ansässigen qualifizierten Arbeitskräfte, die global gesehen Mangelware sind, stärker vom Handel zwischen fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften. Umgekehrt fällt der Nutzen für ungelernete Arbeitskräfte in den Industrieländern geringer aus, und zwar aufgrund des stärkeren Wettbewerbsdrucks durch das große Angebot an unqualifizierten Arbeitskräften aus den aufstrebenden Volkswirtschaften. Ungelernte Arbeitskräfte in den aufstrebenden Märkten profitieren hingegen. Gleichzeitig führt der Handel zu einem relativen Preisverfall bei Gütern, die überdurchschnittlich stark von einkommensschwachen privaten Haushalten nachgefragt werden. Deren relative Kaufkraft erhöht sich somit.<sup>29</sup> Angesichts dieser gegenläufigen Auswirkungen lässt sich in Wirtschaftsmodellen keine zuverlässige Aussage über den Nettoeffekt der Handelsöffnung auf die Ungleichheit treffen.

Auch die finanzwirtschaftliche Öffnung könnte sich über entgegengesetzte Kanäle auf die Einkommensverteilung auswirken. Wenn die finanzwirtschaftliche Öffnung nämlich dazu führt, dass Personen mit niedrigem Einkommen leichter einen Kredit aufnehmen können, stärkt sie die finanzielle Inklusion und erlaubt ihnen eher, Einkommen zu generieren. Tatsächlich gibt es Belege dafür, dass ein verbesserter Zugang zu (inländischer) Finanzierung das Einkommen der Armen steigern kann.<sup>30</sup> Wenn umgekehrt finanzwirtschaftliche Öffnung und insbesondere Direktinvestitionen die Kapitalintensität und die Erträge für qualifizierte Arbeitskräfte erhöhen, würden Personen mit einem höheren Einkommen begünstigt. Verschärfen könnte finanzwirtschaftliche Öffnung die ungleiche Einkommensverteilung auch dann, wenn nationale Institutionen nicht stark genug sind, um zu verhindern, dass einzelne Interessengemeinschaften die entsprechenden Erträge für sich beanspruchen.<sup>31</sup>

Zu einem Anstieg der Ungleichheit kann es auch kommen, wenn durch die Öffnung des Handels und des Finanzsystems Einkommen aus Kapitalquellen begünstigt werden. Eine relativ zum Faktor Arbeit verstärkte internationale Mobilität von Gütern und Kapital kann die Verhandlungsposition der Arbeitskräfte reduzieren und damit Abwärtsdruck auf die Löhne ausüben. Folglich wären die Möglichkeiten zur Kapitalbesteuerung eingeschränkt, was eine höhere steuerliche Belastung des Erwerbseinkommens nach sich ziehen könnte.<sup>32</sup> Weil Haushalte mit niedrigerem

Einkommen hauptsächlich auf ihr Erwerbseinkommen angewiesen sind, würden diese Effekte die Ungleichheit voraussichtlich verstärken.

In der Praxis scheinen Handelsöffnung und Finanzöffnung nur relativ geringfügig zur Erhöhung der Einkommensungleichheit beigetragen zu haben (Grafik VI.5 rechts), wobei in ärmeren Ländern die finanzielle Globalisierung die Einkommensdifferenz etwas mehr vergrößert haben dürfte.<sup>33</sup> Den Ausschlag dürfte indes der technologische Fortschritt gegeben haben: So ist der Nutzen für qualifizierte Arbeitskräfte, die Technologien stärker einsetzen, erheblich gestiegen.<sup>34</sup>

Sinkende Lohnquoten werden zwar mit der Globalisierung in Verbindung gebracht, aber Belege deuten darauf hin, dass die Globalisierung nicht die alleinige Ursache dafür ist. Nicht gefallen sind die Lohnquoten in einigen sehr offenen Ländern wie Frankreich und dem Vereinigten Königreich sowie in Sektoren wie der Landwirtschaft und den Finanz- und unternehmensnahen Dienstleistungen. In vielen Volkswirtschaften nahmen darüber hinaus die Lohnquoten am stärksten in ehemals regulierten Dienstleistungs- und Versorgungssektoren ab, also in Bereichen, in denen kein Handel betrieben wird und die Erträge aufgrund von Strukturreformen zurückgingen. In einigen weiteren Ländern waren die sinkenden Lohnquoten hauptsächlich auf rasant steigende Wohnungsmieten (einschl. der kalkulatorischen Mieten der Immobilieneigentümer) zurückzuführen.<sup>35</sup>

Hervorzuheben ist, dass die Art und Weise, wie sich der Handel auf die Ungleichheit auswirkt, durch Anpassungshemmnisse beeinflusst wird. So trübte sich in manchen besonders betroffenen Gegenden die lokale Wirtschaft dauerhaft ein. Verschärfend zu Beschäftigungs- und Lohneinbußen bei Firmen, die einer Konkurrenz durch Importe ausgesetzt waren, kam die rückläufige Nachfrage ihrer zumeist in der Nähe angesiedelten Lieferanten hinzu. Solche Entwicklungen beeinflussen das Konsumverhalten in der lokalen Gemeinschaft.<sup>36</sup> Sind Arbeitskräfte über Regionen und Branchen hinweg immobil, können diese Effekte lange anhalten.

## Globalisierung und Finanzstabilität

Die Globalisierung nimmt auf Wirtschaftswachstum, Armut und Ungleichheit auch über ihren Effekt auf die Finanzstabilität Einfluss. Finanzkrisen können einen dauerhaften Einkommensverlust nach sich ziehen, sich verheerend auf Armut auswirken und Ungleichheiten vergrößern.<sup>37</sup>

Unbegrenzte finanzwirtschaftliche Öffnung kann – ähnlich wie eine schlecht gesteuerte Liberalisierung eines nationalen Finanzsektors – das Finanzsystem destabilisieren, wenn keine ausreichenden Sicherheitsvorkehrungen getroffen werden. Nachdem Finanzkrisen in der ersten Globalisierungswelle relativ häufig aufgetreten waren, kam es in der nachfolgenden Phase massiver Finanzregulierung, die bis in die 1970er Jahre andauerte, selten zu einer Krise, was kein Zufall ist. In den aufstrebenden Volkswirtschaften lösten die Finanzkrisen in den 1980er und 1990er Jahren jeweils eine abrupte Umkehr der internationalen Kapitalströme aus. Und auch bei der Großen Finanzkrise waren enorme Ansteckungseffekte auf nationale Finanzsysteme zu beobachten. Darüber hinaus wirkt sich finanzwirtschaftliche Öffnung auch negativ auf die Finanzstabilität aus, wenn sie die Schlagkraft unabhängiger nationaler geldpolitischer Maßnahmen beschränkt.<sup>38</sup>

Frühere Episoden finanzieller Instabilität haben die Bedeutung von drei internationalen Verbreitungsmechanismen vor Augen geführt. Erstens kann hochmobiles internationales Kapital ein äußerst prozyklisches Verhalten aufweisen,

wodurch Auf- und Abschwünge im Finanzzyklus verstärkt werden. Zweitens werden verschärfte globale Finanzierungsbedingungen über Fremdwährungspositionen übertragen, insbesondere wenn sie auf US-Dollar lauten, was dazu führt, dass Länder Devisenverluste einstecken müssen. Drittens ist aufgrund der engen Finanzbeziehungen zwischen global tätigen Finanzinstituten die Ansteckungsgefahr im Fall von finanziellen Anspannungen hoch. Bei Problemen im Inland können diese Verflechtungen allerdings auch eine Pufferwirkung entfalten.

Prozyklizität entsteht vor allem aus der internationalen Kreditvergabe, die sich in Bezug auf den Konjunktur- und Finanzzyklus des Ziellandes prozyklisch verhält. Sowohl grenzüberschreitende Bankkredite als auch Kapitalabflüsse bei den Portfolioinvestitionen in Schuldtitel sind mit dem inländischen Konjunktur- und Kreditzyklus positiv korreliert.<sup>39</sup> Während die Kapitalflüsse in Form von Direktinvestitionen eher azyklisch sind, scheinen sich die Kapitalzuflüsse bei Portfolioinvestitionen in Aktien in fortgeschrittene Volkswirtschaften sogar leicht antizyklisch zu verhalten.

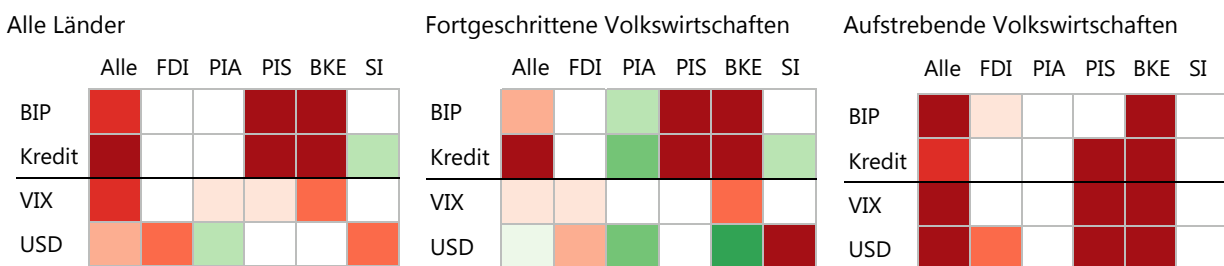
Aus dem engen Zusammenhang zwischen der grenzüberschreitenden und der inländischen Kreditvergabe könnten sich weitere Finanzstabilitätsrisiken ergeben. Als marginale Finanzierungsquelle verstärkt die grenzüberschreitende Kreditvergabe zumeist inländische Kreditbooms: In Zeiten von Finanzbooms – vor allem im Vorfeld schwerwiegender finanzieller Anspannungen – wächst die grenzüberschreitende Komponente im Normalfall stärker als die inländische.<sup>40</sup>

Schuldenströme reagieren ebenfalls auf globale Faktoren. Insbesondere Kredit- und Anleihezufüsse in aufstrebende Volkswirtschaften werden von der globalen Risikoaversion und der Stärke des US-Dollars beeinflusst (Grafik VI.6 Mitte und rechts). Tatsächlich hat die globale Risikoaversion bzw. zumindest ihre historische Näherungsgröße (der Index für die Finanzmarktvolatilität VIX) einen nicht

## Schuldtitelströme sind prozyklischer als Aktienströme

Überblick über die geschätzten Regressionskoeffizienten, nach Empfängerland

Grafik VI.6

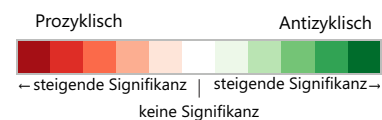


### Erklärende Variablen:

BIP = Wachstum des nationalen BIP  
 Kredit = inländisches Kreditwachstum  
 VIX = S&P-500-Index der impliziten Volatilität  
 USD = nominaler effektiver Wechselkurs des US-Dollars

### Abhängige Variablen:

Alle = Summe von FDI, PIA, PIS, BKE und SI  
 FDI = ausländische Direktinvestitionen  
 PIA = Portfolioinvestitionen in Aktien  
 PIS = Portfolioinvestitionen in Schuldtitel  
 BKE = Bankkredite und Einlagen  
 SI = sonstige Investitionen abzüglich BKE



Bei BIP und Kredit bezeichnet prozyklisch (antizyklisch) eine positive (negative) Beziehung; bei VIX und USD bezeichnet prozyklisch (antizyklisch) eine negative (positive) Beziehung. Der Farbcode der einzelnen Zellen basiert auf einem Index, der die gesamte statistische Signifikanz der jeweiligen aus einer Reihe von Panel-Regressionen ermittelten Koeffizienten abbildet. Die abhängige Variable in jeder Regression ist die jeweilige Art des Kapitalstroms (skaliert anhand des BIP); jede Regression enthält eine nationale und eine globale Erklärungsvariable sowie länderspezifische Effekte.

Quellen: IWF, *Balance of Payments Statistics* und *World Economic Outlook*; Bloomberg; BIZ-Indizes für effektive Wechselkurse; standortbezogene Bankgeschäftsstatistik der BIZ; Berechnungen der BIZ.

unwesentlichen Einfluss auf Bankkredite, auch auf jene an fortgeschrittene Volkswirtschaften. Diese Reagibilität scheint aber in jüngster Zeit gesunken zu sein.<sup>41</sup> Demgegenüber gibt es seit der Großen Finanzkrise Anzeichen für eine deutlich erhöhte Reagibilität der grenzüberschreitenden Bankkredite und der Kapitalabflüsse bei Portfolioinvestitionen in Schuldtitel auf die Geldpolitik der USA.<sup>42</sup>

Die ausgeprägte Anfälligkeit der Kapitalströme gegenüber der US-Geldpolitik ist Ausdruck der übermäßigen Elastizität des internationalen Währungs- und Finanzsystems, d.h. der Tatsache, dass es finanzielle Auf- und Abschwünge verstärken und so hohe Kosten für die Wirtschaft verursachen kann.<sup>43</sup> Es gibt zwei Hauptkanäle, über die das Wechselspiel geldpolitischer Systeme zum Aufbau einer solchen übermäßigen Elastizität führt. Erstens breitet sich der geldpolitische Kurs der wichtigsten Volkswirtschaften auf die übrige Welt aus, wenn sich dort die geldpolitischen Entscheidungsträger gegen eine Währungsaufwertung stemmen. Getrieben wird diese Abwehrreaktion in der Regel von der Angst, an Wettbewerbsfähigkeit einzubüßen (realwirtschaftliche Sicht), und der Aussicht, dass die Kapitalflüsse rasant ansteigen (finanzwirtschaftliche Sicht). Der zweite Kanal hängt damit zusammen, dass die wichtigsten internationalen Währungen weit über ihre jeweiligen Landesgrenzen hinaus genutzt werden.<sup>44</sup>

Dieser zweite, globale Währungen betreffende Kanal kommt besonders im Fall des US-Dollars, der wichtigsten internationalen Leitwährung, zum Tragen. Die ausstehenden in US-Dollar denominierten Kreditforderungen gegenüber Nichtbanken außerhalb der USA – eine wichtige Messgröße der globalen Liquidität – beliefen sich Ende 2016 auf \$ 10,5 Bio. Dieser enorm hohe Stellenwert impliziert, dass sich Änderungen im geldpolitischen Kurs der USA maßgeblich auf die Finanzierungsbedingungen in anderen Teilen der Welt auswirken (Kasten VI.C). Da sich geldpolitische Entscheidungsträger, darunter auch die für die wichtigsten internationalen Währungen zuständigen, auf die inländischen Rahmenbedingungen konzentrieren, könnten sie letztlich ungewollt zu finanziellen Ungleichgewichten weit über ihre Landesgrenzen hinaus beitragen. Vor dem Hintergrund der außergewöhnlich lockeren US-Geldpolitik hat sich insbesondere die Vergabe von US-Dollar-Krediten an Nichtbanken in den aufstrebenden Volkswirtschaften von 2008 bis 2016 knapp verdoppelt und betrug Ende 2016 \$ 3,6 Bio.

Einer der zentralen Kanäle, über den sich die US-Geldpolitik auf die Finanzierungsbedingungen in der übrigen Welt auswirkt, ist der US-Dollar-Wechselkurs. Über den sog. Risikoübernahmekanal von Wechselkursschwankungen verbessert sich bei der Abwertung einer globalen Finanzierungswährung die Bilanzsituation von Schuldnern mit Währungsinkongruenzen und erhöht sich die Risikoübernahme der Kreditgeber. Besonders relevant ist dieser Kanal für ausländische Investitionen in Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften (Grafik VI.6 rechts). Über die GVC, die besonders empfindlich auf die Finanzierungsbedingungen reagieren, kann dieser Kanal im Speziellen auch den Handel mit Industrierzeugnissen beeinflussen.<sup>45</sup>

Das Intermediationsgeschäft mit globalen Währungen, speziell mit dem Dollar, führt zudem zu engen Verflechtungen zwischen global tätigen Banken. Die Große Finanzkrise hat die Rolle solcher Verflechtungen bei der Verbreitung von Finanzierungsproblemen zwischen den weltgrößten Banken verdeutlicht; diese waren letztlich gezwungen, ihre Fremdfinanzierung auf internationaler Ebene zu reduzieren. Der Schwerpunkt der Regulierungsreformen im Gefolge der Großen Finanzkrise lag daher auf der Stärkung der Widerstandsfähigkeit international tätiger Banken, die das Rückgrat der globalen Finanzintermediation bilden.



## Die Globalisierung optimal nutzen

Der Globalisierungsboom der letzten fünf Jahrzehnte hat zu vielen positiven Entwicklungen in der Weltwirtschaft geführt. Verstärkter Wettbewerb und Technologietransfer sind Früchte der außenwirtschaftlichen Öffnung und haben zu Effizienzsteigerungen und verbesserter Gesamtproduktivität beigetragen. Die Einkommen wuchsen in der Folge schneller, wodurch die weltweite Armut und die Einkommensungleichheit zwischen den Ländern deutlich abnahmen. Der Zugang zu kostengünstigeren wie auch hochwertigeren Gütern und Dienstleistungen aus der ganzen Welt hat zudem zu einer Verbesserung unseres Lebensstandards geführt. Die Vorteile der Globalisierung reichen aber weit über den Handel hinaus. Die finanzwirtschaftliche ist untrennbar mit der realwirtschaftlichen Offenheit verknüpft; einerseits erleichtern Finanzbeziehungen den Handel, andererseits werden sie durch den Handel stets erweitert. Finanzwirtschaftliche Offenheit kann bei entsprechender Steuerung auch völlig unabhängig von anderen Faktoren den Lebensstandard erhöhen, und zwar durch effizientere Allokation von Kapital und Wissenstransfers.

Die Globalisierung trägt zwar zu einer Verbesserung des Lebensstandards bei, führt aber auch zu Problemen. Zum einen sind die Globalisierungsgewinne nicht gleichmäßig verteilt. Um faire Verhältnisse in der Gesellschaft und nachhaltige Unterstützung für wachstumsfördernde Politik und wirtschaftliche Rahmenbedingungen (den Welthandel eingeschlossen) sicherzustellen, ist es notwendig, sich mit den Verteilungsfragen zu befassen, die die real- und finanzwirtschaftliche Offenheit mit sich bringt. Allerdings haben auch andere Faktoren, insbesondere der technologische Fortschritt, die Einkommensungleichheit verstärkt. Niemand regt jedoch deswegen an, das Rad des technologischen Fortschritts zurückzudrehen. Und genauso abwegig wäre es, die Globalisierung rückgängig zu machen, da dies unseren Lebensstandard massiv beeinträchtigen würde.

Zum anderen setzt die finanzwirtschaftliche Offenheit Volkswirtschaften potenziell destabilisierenden externen Kräften aus. Dieses Risiko lässt sich – ähnlich wie die im Zuge der Finanzmarktliberalisierung eines Landes auftretenden Risiken – mittels entsprechender Sicherheitsvorkehrungen in den Griff bekommen. Ohne internationale Finanzbeziehungen wäre es unmöglich, das volle Potenzial des Handels auszuschöpfen. Schließlich sind globale Handels- und Finanztransaktionen eng miteinander verwoben, insbesondere auf den ersten zwei Globalisierungsebenen. Die Lösung besteht daher auch nicht darin, die finanzwirtschaftliche Offenheit zu verringern. Vielmehr geht es darum, die damit verbundenen Risiken aufmerksam anzugehen.

Die Steuerung des wirtschaftlichen Wandels stellt nicht nur im Zusammenhang mit der Globalisierung eine Herausforderung dar. Wie bei anderen längerfristigen Trends können auch hier gut durchdachte politische Maßnahmen die mit der Globalisierung einhergehenden Anpassungskosten kompensieren und die Globalisierungsgewinne maximieren.

Auf nationaler Ebene können Länder Maßnahmen ergreifen, die ihre Widerstandskraft stärken. Die Verlagerung oder Verdrängung von Arbeitsplätzen infolge des Welthandels (oder des technologischen Fortschritts) lässt sich durch flexible Arbeits- und Gütermärkte sowie Maßnahmen zur Erhöhung der Anpassungsfähigkeit, darunter Umschulungsangebote, begrenzen. Mit gezielten Maßnahmen, beispielsweise Beschäftigungsinitiativen in bestimmten Regionen, ließe sich zudem den manchmal dauerhaften Verlusten in einigen Gesellschaftssegmenten begegnen.<sup>46</sup>

Damit die Vorteile der finanzwirtschaftlichen Offenheit voll zum Tragen kommen können, bedarf es solider politischer und institutioneller Rahmen, die darauf ausgerichtet sind, Finanzsysteme robuster zu machen. Eine entscheidende Rolle kommt den auf nationaler Ebene verfügbaren finanzstabilitätspolitischen Instrumenten zu.<sup>47</sup> Grundvoraussetzung ist ein gut strukturierter makroprudenzieller Rahmen, der auf einer soliden mikroprudenziellen Aufsicht basiert. Zusätzlich bedarf es der Fähigkeit, Schuldenüberhänge und Probleme mit der Qualität von Aktiva, die in einem finanziellen Abschwung auftreten können, direkt in Angriff zu nehmen, um Bilanzen zu sanieren und die Kreditwürdigkeit insgesamt zu verbessern.

Die aufstrebenden Volkswirtschaften haben bereits Mitte der 1990er Jahre begonnen, wichtige Schritte in diese Richtung zu unternehmen. Ihre Anfälligkeit gegenüber externen Faktoren konnten sie mithilfe von Verbesserungen der außenwirtschaftlichen Bilanzstruktur verringern. Insbesondere verbesserte sich ihr jeweiliger Auslandsvermögensstatus erheblich, nahmen ihre Währungsreserven beträchtlich zu und erhöhte sich ihr Anteil an den Direktinvestitionen.<sup>48</sup>

Nationale Maßnahmen sind mit internationaler Zusammenarbeit zu kombinieren, die den globalen Verflechtungen Rechnung trägt. Auf den ersten zwei Globalisierungsebenen spielen globale Finanzinstitute und internationale Währungen angesichts ihres besonderen Stellenwerts in einer eigenen Liga, was den internationalen Handel und die damit direkt verbundenen Interaktionen betrifft. Damit die politischen Entscheidungsträger die globalen finanziellen Risiken – nicht zuletzt auch jene, die auf der äußerst prozyklischen dritten Globalisierungsebene auftreten – adäquat steuern, ist ein international vereinbarter gemeinsamer Aufsichtsansatz vonnöten. Hohe Priorität genießt hier eine multilaterale Vorgehensweise, um das bestmögliche Ergebnis für alle zu erzielen; schließlich agiert kein Land isoliert, und jede politische Maßnahme betrifft auch andere Länder.

Mit Blick auf die globalen Finanzinstitute hat die Vollendung der bereits auf den Weg gebrachten internationalen Finanzreformen absoluten Vorrang. Diese Reformen werden maßgeblich zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit des globalen Finanzsystems beitragen. Ein international vereinbarter Regulierungsrahmen, der auch den grenzüberschreitenden Informationsaustausch beinhaltet, ermöglicht eine schlagkräftige Beaufsichtigung international tätiger Banken. Zudem ist ein solcher Rahmen für die Schaffung gleicher Wettbewerbsbedingungen für alle förderlich – eine Voraussetzung für weltweite Effizienz und Robustheit.

Im Zusammenhang mit den Weltwährungen bleiben wirksame Mechanismen für das Krisenmanagement bedeutsam und setzen naturgemäß internationale Zusammenarbeit voraus. Die Zentralbanken haben die erfolgreiche Zusammenarbeit während der Großen Finanzkrise weiter verstärkt. So haben die Zentralbanken der wichtigsten Währungsräume Devisenswaplinien vereinbart oder könnten diese bei Bedarf rasch einrichten. Und diese Mechanismen könnten noch weiter gestärkt werden, auch wenn dies schwierige Fragen im Zusammenhang mit Risikomanagement und Führungsstrukturen aufwirft. Dabei erscheint es allerdings wünschenswert, größeres Augenmerk auf Maßnahmen zu legen, die dem Aufbau finanzieller Ungleichgewichte entgegenwirken. Dies würde zumindest bedeuten, dass Übertragungs- und Rückkopplungseffekte bei der Festlegung geldpolitischer Maßnahmen systematischer berücksichtigt werden.<sup>49</sup>

Internationale Zusammenarbeit ist auch über den Finanzsektor hinaus wichtig, um in Handels- und beispielsweise auch Steuerbelangen gleiche Wettbewerbsbedingungen sicherzustellen. Multilaterale Handelsabkommen schaffen die größten gemeinsamen Märkte bei maximaler Effizienz. Handels- und Finanzbeziehungen

gestatten es Unternehmen, insbesondere großen multinationalen Konzernen, sich hinsichtlich Produktionsstätten und der Deklaration ihrer Gewinne so zu entscheiden, dass sie ihre Steuerlast minimieren. Mit der Unterbindung dieses Verhaltens lässt sich sicherstellen, dass die Steuerlast zwischen hochmobilem Kapital und dem weniger mobilen Faktor Arbeit austariert und damit die Einkommensungleichheit angegangen wird. Gemeinsam können solche gut durchdachten nationalen und internationalen Aktionen erreichen, dass sich die Globalisierung weiterhin sehr positiv auf die Weltwirtschaft und unseren Lebensstandard auswirkt.

## Eine Weltkarte der Globalisierung

Die weltweiten Handels- und Finanzbeziehungen verteilen sich nicht gleichmäßig auf alle Länder. Tendenziell treiben Länder in geografischer Nähe oder mit vergleichbaren Wirtschaftsstrukturen mehr Handel (Tabelle VI.A links oben).<sup>①</sup> Entsprechend ist die Handelsoffenheit innerhalb einer Region (Zahlen auf der Diagonale) in der Regel größer als die Handelsoffenheit zwischen verschiedenen Regionen (nicht auf der Diagonale liegende Zahlen). Die fortgeschrittenen Länder Europas weisen hier den mit Abstand höchsten Wert auf. Allerdings hat sich der Grad der intraregionalen Handelsoffenheit der fortgeschrittenen Volkswirtschaften in den letzten 15 Jahren kaum verändert, während er bei den aufstrebenden Volkswirtschaften markant angestiegen ist (Tabelle VI.A links unten). Gleichzeitig hat auch der Handel zwischen den fortgeschrittenen und den aufstrebenden Volkswirtschaften zugenommen, was in erster Linie dem Wachstum und den Entwicklungsfortschritten in den aufstrebenden Volkswirtschaften zuzuschreiben war.

### Bilaterale Handelsbeziehungen sind weit verbreitet, Finanzbeziehungen dagegen stärker konzentriert

Bilaterale Handels- und Finanzbeziehungen zwischen den verschiedenen Regionen in Prozent des regionalen BIP

Tabelle VI.A

Handelsbeziehungen								Finanzbeziehungen											
2015								2015											
				Importeure								Schuldner							
				FEu	SFV	AEu	AA	LA	ANO					FEu	SFV	AEu	AA	LA	ANO
Exporteure	FEu			20,9	1,4	2,7	1,5	0,6	1,5	Kreditgeber	FEu			86,2	23,6	7,6	4,5	5,9	5,3
	SFV			1,0	7,7	0,2	1,9	1,3	0,5		SFV			20,5	31,0	0,7	4,1	4,1	2,1
	AEu			3,1	0,2	9,0	0,6	0,2	1,0		AEu			2,1	0,3	1,8	0,2	0,1	0,0
	AA			1,9	2,8	0,8	12,0	1,0	1,6		AA			0,9	1,7	0,3	2,4	0,3	0,8
	LA			0,5	1,5	0,2	0,7	3,5	0,3		LA			0,7	1,0	0,0	0,0	1,5	0,0
	ANO			1,1	0,6	0,4	2,0	0,2	5,4		ANO			3,5	2,0	0,5	0,5	0,3	5,5
	ANO																		
Veränderung 2001–15								Veränderung 2001–15											
				Importeure								Schuldner							
				FEu	SFV	AEu	AA	LA	ANO					FEu	SFV	AEu	AA	LA	ANO
Exporteure	FEu			0,3	0,1	1,2	0,4	0,1	0,5	Kreditgeber	FEu			31,5	8,4	4,8	2,6	1,9	2,6
	SFV			-0,1	-0,4	0,1	0,3	0,3	0,2		SFV			7,7	17,9	0,4	2,3	1,7	1,4
	AEu			1,5	0,1	2,6	0,1	0,1	0,6		AEu			1,6	0,1	1,2	0,0	0,1	0,0
	AA			0,4	0,6	0,3	4,1	0,5	0,7		AA			0,3	1,0	0,3	0,2	0,2	0,6
	LA			0,1	0,3	0,1	0,4	0,2	0,1		LA			0,6	0,7	0,0	0,0	0,6	0,0
	ANO			0,0	0,0	0,1	0,5	0,0	2,5		ANO			2,2	1,7	0,4	0,5	0,3	4,4
	ANO																		



Fortgeschrittene Volkswirtschaften: FEu = fortgeschrittenes Europa; SFV = sonstige fortgeschrittene Volkswirtschaften.

Aufstrebende Volkswirtschaften: AA = aufstrebendes Asien; AEu = aufstrebendes Europa; ANO = Afrika und Naher Osten; LA = Lateinamerika.

Zähler berechnet als Summe der bilateralen (Handels- oder Finanz-)Beziehungen der einzelnen Länder; Nenner entspricht dem aggregierten BIP der beiden Regionen, bereinigt um eventuell fehlende bilaterale Beziehungen. Die vollständige Liste der Länder ist verfügbar auf [http://www.bis.org/statistics/ar2017stats/ar87\\_c6.xlsx](http://www.bis.org/statistics/ar2017stats/ar87_c6.xlsx).

Quellen: IWF, Coordinated Portfolio Investment Survey und *Direction of Trade Statistics*; Konferenz der Vereinten Nationen für Handel und Entwicklung (UNCTAD), Foreign Direct Investment Statistics; standortbezogene Bankgeschäftsstatistik der BIZ; Berechnungen der BIZ.

Wie anhand der ersten beiden Globalisierungsebenen, auf denen real- und finanzwirtschaftliche Offenheit eng miteinander verflochten sind, zu erwarten, gibt es klare Ähnlichkeiten zwischen den jeweiligen Mustern der bilateralen Finanz- und Handelsbeziehungen.<sup>②</sup> Wie bei den Handelsbeziehungen gibt es die stärksten bilateralen Finanzbeziehungen innerhalb der fortgeschrittenen Volkswirtschaften, und zwar sowohl innerhalb der jeweiligen Region als auch zwischen den einzelnen Regionen (Tabelle VI.A rechts oben). Und wie bei den Handelsbeziehungen gibt es auch hier enge Finanzbeziehungen zwischen den fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften Europas, zwischen Nord- und Lateinamerika sowie zwischen sämtlichen Regionen fortgeschrittener Länder und den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens. Diese Ähnlichkeiten der Muster der real- und finanzwirtschaftlichen Beziehungen gehen auf die ersten beiden Globalisierungsebenen zurück.

In Übereinstimmung mit der dritten Globalisierungsebene gibt es allerdings auch wesentliche Unterschiede zwischen den Mustern der real- und finanzwirtschaftlichen Beziehungen. Beispielsweise sind die bilateralen Finanzbeziehungen weniger gleichmäßig verteilt als die Handelsbeziehungen. Die stärksten Finanzbeziehungen bestehen unter den fortgeschrittenen Volkswirtschaften Europas. Sie gehen wesentlich tiefer als die Finanzbeziehungen zwischen den fortgeschrittenen und den aufstrebenden Volkswirtschaften, und sie gehen auch tiefer als die Finanzbeziehungen unter den aufstrebenden Volkswirtschaften.

Überdies hat die Entwicklung von Finanzbeziehungen und Handelsbeziehungen in den letzten Jahrzehnten deutlich unterschiedliche Richtungen eingeschlagen. Während es zu einer markanten Zunahme des Handels zwischen aufstrebenden Volkswirtschaften gekommen ist, insbesondere innerhalb der jeweiligen Regionen, gilt dies – mit Ausnahme der Region Afrika und Naher Osten – nicht für die Finanzbeziehungen (Tabelle VI.A unten). Dass die Finanzströme zwischen fortgeschrittenen Volkswirtschaften wesentlich stärker zugenommen haben als zwischen den aufstrebenden Volkswirtschaften, lässt vermuten, dass trotz der Großen Finanzkrise Finanzinnovationen und Finanzmarktentwicklung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften nach wie vor weit schneller voranschreiten (linker oberer Quadrant im Feld rechts unten). Hier kommt die dritte Globalisierungsebene klar zum Ausdruck.

① In der Literatur zum internationalen Handel ist dies seit Langem belegt, siehe beispielsweise J. Bergstrand, „The gravity equation in international trade: some microeconomic foundations and empirical evidence“, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 67, Nr. 3, S. 474–481, 1985. ② Die drei im Haupttext erläuterten Globalisierungsebenen beruhen auf dem steigenden Entwicklungsgrad der Beziehungen zwischen Ländern. Sie umfassen i) den Handel mit Rohstoffen und Fertigerzeugnissen sowie damit einhergehende einfache internationale Finanzbeziehungen wie den grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr, ii) komplexere Handels- und Finanzbeziehungen, einschließlich der länderübergreifenden Fragmentierung des Produktionsprozesses zur Steigerung der Effizienz sowie der entsprechenden Finanzierungsvereinbarungen, und iii) Finanztransaktionen, die zunehmend zur aktiven Bilanzsteuerung eingesetzt werden, u.a. mit Blick auf die Bestände an Forderungen und Verbindlichkeiten, die auf den ersten beiden Globalisierungsebenen entstanden sind.

## Finanzielle Entglobalisierung des Bankgeschäfts?

Beim „Peak Trade“ geht es um die Hypothese, dass der Welthandel nicht mehr stärker wächst als das globale BIP, womit der Strategie eines handelsbasierten Wirtschaftswachstums ein Ende gesetzt sein dürfte. In Anlehnung dazu wurde eine Art „Peak Finance“-These aufgestellt, wonach die Welt den Höhepunkt der finanziellen Globalisierung erreicht und eine finanzielle Entglobalisierung begonnen habe. Insbesondere wurden als Beweis für die finanzielle Entglobalisierung Daten zum internationalen Bankgeschäft herangezogen. Im vorliegenden Kasten wird argumentiert, dass diese These nicht zutrifft.

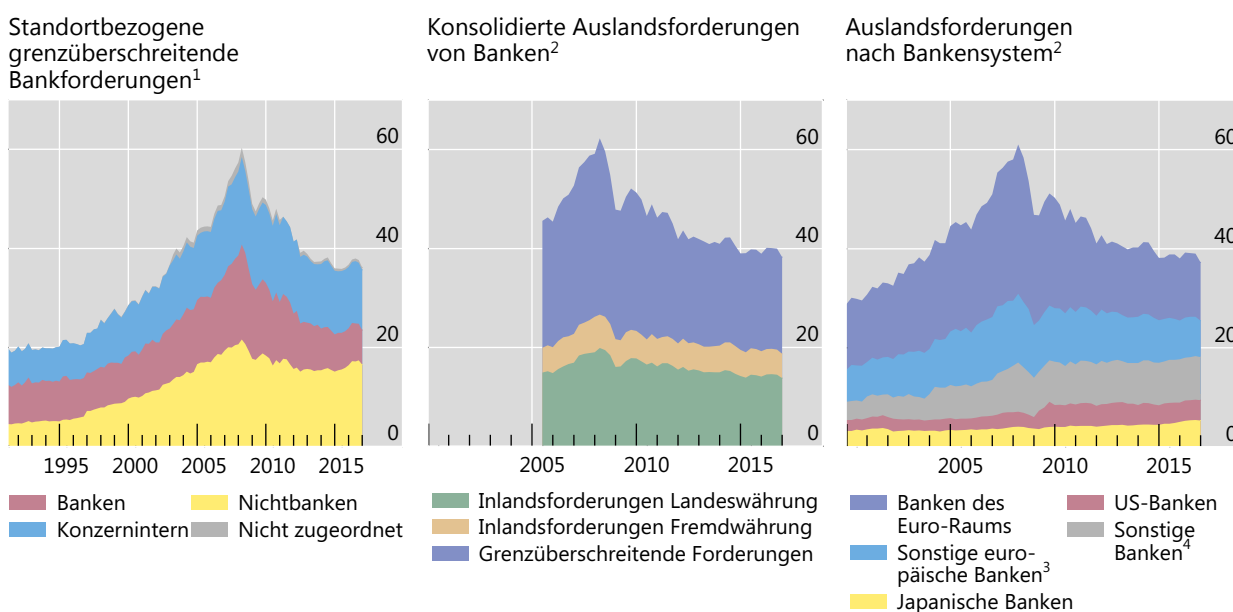
Daten der BIZ zu den grenzüberschreitenden Positionen der Banken erwecken den Eindruck, dass während der Großen Finanzkrise von 2007–09 eine Entglobalisierung des Bankgeschäfts begonnen und sich seither fortgesetzt habe. Das linke Feld in Grafik VI.B.1 zeigt, dass die von Banken in mehr als 40 Ländern gemeldeten grenzüberschreitenden Forderungen 2007 einen Höchststand von 60% des weltweiten BIP verzeichneten. Danach gingen sie zurück und machen seit 2013 weniger als 40% des weltweiten BIP aus. Diese Daten basieren auf (standortbezogenen) Zahlungsbilanzdaten. Solche Bestandsgrößen von Auslandsforderungen werden häufig zur Bestimmung der internationalen Finanzintegration herangezogen.<sup>①</sup>

Eine Einschränkung der Verwendung von Auslandsforderungen ist, dass einige Positionen doppelt erfasst werden und andere relevante Positionen unberücksichtigt bleiben. Bei der Betrachtung gesamtwirtschaftlicher Messgrößen wie Beschäftigung und Wertschöpfung kann es zwar nützlich sein, dem Ort, an dem die Bankgeschäfte stattfinden, Vorrang einzuräumen. Grenzüberschreitende Forderungen sind aber womöglich nicht ideal für eine Analyse von Globalisierungstrends im Bankgeschäft. Wenn der Hauptsitz einer Bank seiner Zweigstelle in einem Finanzzentrum wie London vor der Kreditvergabe im Ausland Finanzierungsmittel bereitstellt (blauer Bereich in Grafik VI.B.1 links) kommt

### Entglobalisierung? Standortbezogene vs. konsolidierte Perspektive

In Prozent des weltweiten BIP

Grafik VI.B.1



<sup>1</sup> Sämtliche grenzüberschreitenden Forderungen (einschl. konzerninterner Positionen) von Banken in allen Berichtsländern gegenüber Schuldnern weltweit. <sup>2</sup> Konsolidierte Auslandsforderungen (ohne konzerninterne Positionen) von Banken mit Hauptsitz in allen Berichtsländern gegenüber Schuldnern weltweit. Auslandsforderungen umfassen grenzüberschreitende Forderungen und Inlandsforderungen der Auslandsniederlassungen der Banken, nicht aber Forderungen gegenüber Gebietsansässigen des Herkunftslands der Banken. Die Trennung von Inlandsforderungen in Landeswährung und Inlandsforderungen in Fremdwährung erfolgt, indem der Anteil der Inlandsforderungen (in sämtlichen Währungen) an den Auslandsforderungen gemäß Statistik auf Basis des letztlichen Risikoträgers auf den Betrag der gesamten Auslandsforderungen in der Statistik auf Basis des unmittelbaren Kreditnehmers angewandt wird. <sup>3</sup> Banken mit Hauptsitz in CH, DK, GB, NO und SE. <sup>4</sup> Banken mit Hauptsitz in AU, BR, CA, CL, HK, IN, KR, MX, PA, SG, TR und TW.

Quellen: IWF, *World Economic Outlook*; konsolidierte Bankgeschäftsstatistik der BIZ (auf Basis des unmittelbaren Kreditnehmers sowie des letztlichen Risikoträgers); standortbezogene Bankgeschäftsstatistik der BIZ.

es zu einer doppelten Erfassung der entsprechenden Position. Dagegen werden nicht grenzüberschreitende Positionen einer Bank im Ausland, etwa Positionen einer ausländischen Geschäftsstelle gegenüber Gebietsansässigen des Aufnahmelandes, weder als Auslandsforderung des Herkunftslands der Bank noch als Auslandsforderung des Aufnahmelandes der Geschäftsstelle erfasst. In konsolidierter Betrachtung handelt es sich aber dennoch um Auslandspositionen: Die Bank weist eine Forderung gegenüber einem Kreditnehmer außerhalb des Herkunftslands auf, auch wenn diese Forderung lokal verbucht und refinanziert wird.

Die konsolidierte Bankgeschäftsstatistik der BIZ nach Nationalität (die auf dem Standort des Hauptsitzes der Bank basiert) liefert bessere Anhaltspunkte für die Einschätzung, ob eine Entglobalisierung des Bankgeschäfts stattfindet. Erstens ist bei den inländischen Positionen ein deutlich geringerer Rückgang festzustellen als bei den grenzüberschreitenden Positionen (Grafik VI.B.1 Mitte). Zwar heben sich die Ausklammerung konzerninterner Forderungen und die Berücksichtigung von Inlandsforderungen in etwa auf, sodass sich die Abbildungen im linken und im mittleren Feld der Grafik ähneln. Doch macht die konsolidierte Betrachtung auch deutlich, dass sich die Abnahme des internationalen Bankgeschäfts im Wesentlichen auf europäische Banken beschränkt (Grafik VI.B.1 rechts).

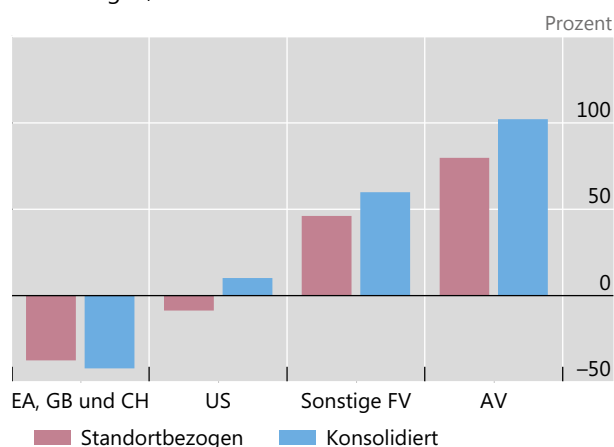
Dass es sich bei der offensichtlichen Entglobalisierung eher um ein regionales als ein weltweites Phänomen handelt, wird deutlich, wenn das Forderungswachstum nach Buchungsort dem Forderungswachstum nach Nationalität der Bank gegenübergestellt wird (Grafik VI.B.2 links). Banken mit Hauptsitz in Europa sind für mehr als den gesamten globalen Rückgang verantwortlich. Das heißt, ihre Auslandsforderungen gingen um mehr als \$ 9 Bio. zurück, während US-Banken sowie Banken in anderen fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften einen Anstieg verzeichneten. In der Intensität der offensichtlichen Entglobalisierung des Bankgeschäfts spiegeln sich die Größe der europäischen Banken im Vorfeld der Großen Finanzkrise und die anschließende Kontraktion.

Der Rückgang der Auslandsforderungen europäischer Banken ist eher als (zyklischer) Abbau des Fremdkapitalanteils infolge eines Überangebots an Bankdienstleistungen zu interpretieren und nicht als struktureller

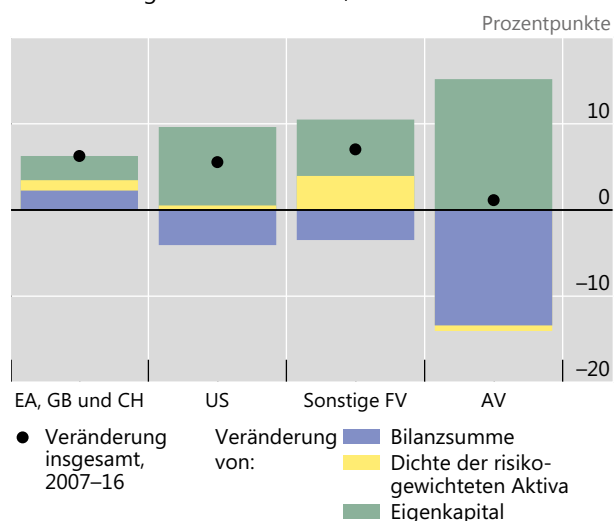
## Europäische Banken veräußern Aktiva zur Stärkung ihrer Kapitalisierung

Grafik VI.B.2

Wachstum der standortbezogenen/konsolidierten Forderungen, 2007–16<sup>1</sup>



Veränderung des Eigenkapitals im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva, 2007–16<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Standortbezogen: EA, GB und CH = AT, BE, CH, DE, ES, FI, FR, GB, GR, IE, IT, LU, NL, PT; sonstige fortgeschrittene Volkswirtschaften (FV) = AU, CA, DK, HK, JP, NO, SE, SG; AV = aufstrebende Volkswirtschaften: BR, CL, IN, KR, MX, MY, PA, TR, TW. Konsolidiert: EA, GB und CH = AT, BE, CH, DE, ES, FI, FR, GB, GR, IE, IT, NL, PT; sonstige fortgeschrittene Volkswirtschaften (FV) = AU, CA, DK, HK, JP, NO, SE, SG; AV = aufstrebende Volkswirtschaften: BR, CL, IN, MX, PA, TR, TW. US-Daten um Brüche in den Reihen bereinigt. <sup>2</sup> Stichprobe von mehr als 100 Banken mit einer Bilanzsumme von mindestens \$ 100 Mrd. im Jahr 2014. EA, GB und CH = AT, BE, CH, DE, ES, FR, GB, GR, IE, IT; sonstige fortgeschrittene Volkswirtschaften = AU, CA, DK, HK, NO, SE, SG; AV = aufstrebende Volkswirtschaften: CN, IN, KR, MY, TR, TW. In der Grafik wird die Veränderung der harten Kernkapitalquote (CET1) in einzelne Komponenten zerlegt. Die Veränderung der Quoten insgesamt wird mit Punkten dargestellt. Der Beitrag der einzelnen Komponenten wird durch die Höhe der jeweiligen Balkenabschnitte dargestellt. Ein Beitrag im negativen Bereich zeigt an, dass diese Komponente zu einem Rückgang der Quote beigetragen hat. Alle Zahlen sind auf Basis der Bilanzsumme per Ende 2016 gewichtete Durchschnittswerte.

Quellen: B. Cohen und M. Scatigna, „Banks and capital requirements“, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 69, Sup. 1, S. S56–S69, 2016; SNL; standortbezogene und konsolidierte Bankgeschäftsstatistik der BIZ; Berechnungen der BIZ.

Entglobalisierungstrend. Zwar haben alle großen Banken seit der Großen Finanzkrise Maßnahmen zur Steigerung der Eigenkapitalquote im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva ergriffen (schwarze Punkte in Grafik VI.B.2 rechts). Doch nur die europäischen Banken reduzierten dabei unter anderem auch ihre gesamten Aktiva (positiver lilafarbener Balken), während andernorts die Banken ihr Eigenkapital ausreichend durch einbehaltene Gewinne und Aktienemissionen bei gleichzeitiger Ausweitung der Bilanzsumme stärkten. Anders ausgedrückt: Die europäischen Banken haben sich nicht genug Kapital beschafft, um ihre gewichtete Eigenkapitalquote ohne Abbau von Forderungen um 5 Prozentpunkte anzuheben. Angesichts des umfangreichen Auslandsgeschäfts europäischer Banken machte sich ihr Rückzug weltweit bemerkbar.<sup>②</sup> Dagegen waren Inlandsforderungen dank einer Präferenz für die Heimatmärkte (Home-Bias) außer bei spanischen Banken in aller Regel nicht von dem Forderungsabbau betroffen.

Wenn eine Bank Einbußen hinnehmen muss und sich wieder stärker auf den Heimatmarkt ausrichtet, kann dies auf niedrigere erwartete Auslandsrenditen oder eine größere Risikoaversion zurückzuführen sein. Das gilt insbesondere dann, wenn die Verluste im Ausland verbucht wurden. Der Rückzug auf den Heimatmarkt ist womöglich aber auch auf politische Entscheidungen im Zusammenhang mit staatlichen Stützungsmaßnahmen für Banken sowie auf geldpolitische Sondermaßnahmen zur Förderung der inländischen Kreditvergabe zurückzuführen.<sup>③</sup> So gesehen ließe sich der Home-Bias europäischer Banken beim Abbau ihres Fremdkapitalanteils zum Teil mit politischen Maßnahmen erklären. Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die konsolidierten Bankgeschäftsdaten den regionalen Ursprung eines offensichtlichen Trends in globalen Aggregaten zeigen.

<sup>①</sup> P. Lane und G. Milesi-Ferretti, „International financial integration in the aftermath of the global financial crisis“, *IMF Working Papers*, Nr. WP/17/115, 2017. <sup>②</sup> R. McCauley, A. Bénétix, P. McGuire und G. von Peter, „Financial deglobalisation in banking?“, *BIS Working Papers*, erscheint demnächst. <sup>③</sup> K. Forbes, D. Reinhardt und T. Wieladek, „The spillovers, interactions, and (un)intended consequences of monetary and regulatory policies“, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 85, S. 1–22, 2016.



## Globalisierung und Spillover-Effekte von Zinssätzen

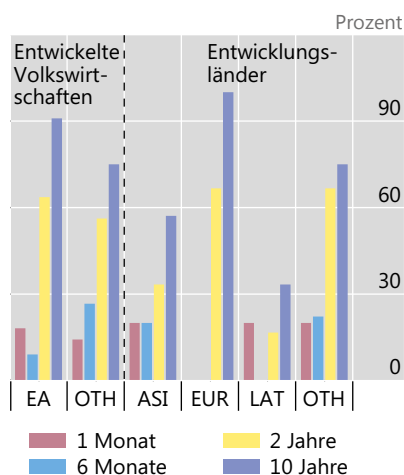
Die zunehmende Globalisierung ist mit einem verstärkten Gleichlauf der globalen Preise von Vermögenswerten einhergegangen. Beispielsweise hat sich in den letzten 20 Jahren die Korrelation zwischen den 10-jährigen Renditen von Staatsanleihen fortgeschrittener Volkswirtschaften im Vergleich zu den 20 Jahren davor mehr als verdoppelt. Angesichts der Vielzahl der Veränderungen bei den real- und finanzwirtschaftlichen Beziehungen zwischen den Ländern ist es schwierig zu ermitteln, ob die parallele Entwicklung der Vermögenspreise auf gemeinsame Faktoren oder aber auf Spillover-Effekte aus bestimmten Ländern zurückzuführen ist. Eine Möglichkeit, hier Klarheit zu bekommen, besteht darin, die Reaktion internationaler Vermögenspreise auf unerwartete Entwicklungen (Schocks) in einem bestimmten Land zu untersuchen.

Nützlich sind in diesem Zusammenhang geldpolitische Ankündigungen, da sie sich in erster Linie auf die Bedingungen im Inland beziehen. Da Preise von Vermögenswerten sämtliche erwarteten Entwicklungen reflektieren, muss der Schock als unerwartete Veränderung der Geldpolitik gemessen werden und Angaben zum künftigen geldpolitischen Kurs enthalten.<sup>①</sup> Die Reaktion der Zinssätze auf einen geldpolitischen Schock in einem anderen Land wird geschätzt mittels einer Regression der täglichen Veränderung des inländischen Zinssatzes auf den Schock der ausländischen Geldpolitik, definiert als Veränderung der kurz- und langfristigen ausländischen Zinssätze in einem 25-Minuten-Fenster rund um den Zeitpunkt der geldpolitischen Ankündigung.<sup>②</sup> Analysiert werden die Reaktionen der 1-Monats-, 6-Monats-, 2-Jahres- und 10-Jahres-Sätze in 47 fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften.

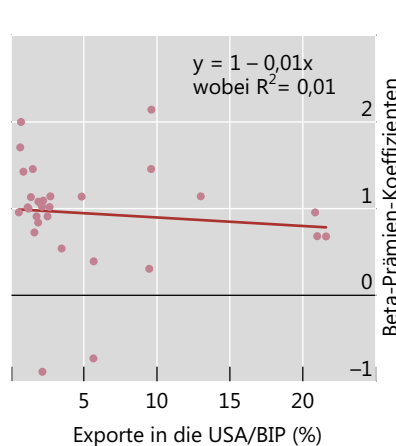
Die Ergebnisse zeigen erhebliche Spillover-Effekte in allen Ländern, insbesondere auf langfristige Zinssätze und von Schocks aus den USA. Beispielsweise weisen die Renditen von 10-jährigen Anleihen in 34 der 47 Länder eine statistisch signifikante Reaktion auf US-Schocks auf, verglichen mit rund halb so viel Ländern im Falle von Schocks aus

### Spillover-Effekte von Zinssätzen aufgrund von Finanz-, nicht Handelsbeziehungen Grafik VI.C

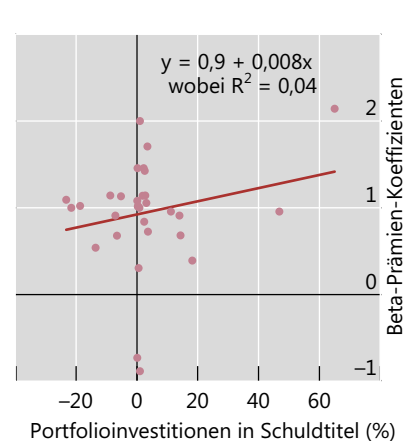
Anteil nationaler Zinssätze mit signifikanter Reaktion auf US-Schocks<sup>1</sup>



Korrelation zwischen Handels-offenheit und Zinsreagibilität auf US-Schocks<sup>2</sup>



Korrelation zwischen Finanzoffenheit und Zinsreagibilität auf US-Schocks<sup>3</sup>



Entwickelte Volkswirtschaften: EA = AT, BE, DE, ES, FI, FR, GR, IE, IT, NL, PT; OTH = AU, CA, CH, CZ, DK, GB, HK, IL, JP, KR, NO, NZ, SE, SG, TW, US. Entwicklungsländer: ASI = CN, ID, IN, MY, PH, TH, VN; EUR = PL, RO, TR; LAT = BR, CL, CO, MX, PE, VE; OTH = NG, PK, RU, ZA.

<sup>1</sup> Anteil der Länder mit einer statistisch signifikanten Reaktion auf US-Zinsschocks beim 1- und 6-monatigen Overnight-Index-Swap sowie bei Renditen von 2- und 10-jährigen Anleihen. Regionale Ländergruppen entsprechend IWF-Klassifizierung. <sup>2</sup> Streudiagramm des Koeffizienten für die Laufzeitprämie der 10-jährigen Rendite in einer Spillover-Regression in Bezug zum Verhältnis der Exporte des jeweiligen Landes in die USA zum BIP dieses Landes. Korrelation ist statistisch nicht signifikant. <sup>3</sup> Streudiagramm des Koeffizienten für die Laufzeitprämie der 10-jährigen Rendite in einer Spillover-Regression in Bezug zum Verhältnis der Portfolioinvestitionen in Schuldtitel zum BIP. Korrelation ist statistisch signifikant mit einem p-Wert von 0,12.

Quelle: J. Kearns, A. Schimpf und D. Xia, „The monetary spillover matrix: explaining interest rate spillovers“, *BIS Working Papers*, erscheint demnächst.

dem Euro-Raum und nur 5 bis 8 Ländern bei Schocks aus fünf anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Diese Reaktionen sind auch wirtschaftlich signifikant: Im Mittel steigen die langfristigen Renditen als Reaktion auf eine Erhöhung der US-Laufzeitprämien von 10 Basispunkten um 4 Basispunkte. Die stärkere Bedeutung von geldpolitischen Ankündigungen der USA ergibt sich aus der dominierenden Rolle des US-Dollars an den internationalen Finanzmärkten. Zudem sind die internationalen Spillover-Effekte deutlich höher für längerfristige Zinssätze. Die 1-Monats- und 6-Monats-Sätze zeigen nur in 8 Ländern eine statistisch signifikante Reaktion auf die US-Zinssätze. Demgegenüber weisen die Renditen von 2- und 10-jährigen Anleihen in 23 bzw. 34 Ländern eine signifikante Reaktion auf (Grafik VI.C links).

Spillover-Effekte von Zinssätzen stehen eher im Zusammenhang mit der finanzwirtschaftlichen Offenheit als mit der Handelsoffenheit. Die Intensität der Spillover-Effekte von Zinssätzen lässt keine Beziehung zur Handelsoffenheit – gemessen als Verhältnis von Importen und Exporten zum BIP – erkennen (Grafik VI.B Mitte). Dagegen ist sie mit Messgrößen für die finanzwirtschaftliche Offenheit korreliert. Beispielsweise besteht eine statistisch signifikante Beziehung zwischen der Intensität der Spillover-Effekte von Zinssätzen und der finanzwirtschaftlichen Offenheit gemessen am Verhältnis von internationalen Portfolioinvestitionen in Schuldtitel zum BIP (Grafik VI.C rechts).

① Die betrachteten Schocks stammen aus M. Ferrari, J. Kearns und A. Schrimpf, „Monetary policy's rising FX impact in the era of ultra-low rates“, *BIS Working Papers*, Nr. 626, 2017. Die Reaktion von inländischen Zinssätzen auf geldpolitische Schocks aus 7 Ländern wird beschrieben in J. Kearns, A. Schrimpf und D. Xia, „The monetary spillover matrix: explaining interest rate spillovers“, *BIS Working Papers*, erscheint demnächst. ② Es werden drei Schocks verwendet, um den ganzen Informationsgehalt von geldpolitischen Ankündigungen zu erfassen: i) die Veränderung des 1-Monats-OIS-Satzes (der „Ziel-Schock“), ii) die Veränderung der Rendite von 2-jährigen Anleihen, die orthogonal zum ersten Schock, d.h. von ihm unabhängig ist (der „Pfad-Schock“), und iii) die Veränderung der Rendite 10-jähriger Anleihen, die orthogonal zu den ersten beiden Schocks ist (der „Laufzeitprämien-Schock“).

## Fußnoten

- <sup>1</sup> Dieses Kapitel befasst sich nicht mit grenzüberschreitenden Migrationsströmen, einer weiteren wichtigen Dimension der Globalisierung. Borjas (2015) untersucht die potenziellen Beiträge der Migration zum Wachstum des BIP, für deren Realisierung jedoch zahlreiche praktische Hindernisse überwunden werden müssten. Außerdem liegen diesem Kapitel De-facto-Messgrößen des real- und finanzwirtschaftlichen Offenheitsgrads zugrunde, die auf beobachteten Ergebnissen basieren, und nicht De-jure-Messgrößen, die sich auf Regeln und Rechtsvorschriften stützen. De-facto-Messgrößen sind in der Regel ein besserer Indikator des tatsächlichen Offenheitsgrads, da De-jure-Messgrößen die Effektivität von Handelskontrollen oder impliziten Schutzmaßnahmen unberücksichtigt lassen.
- <sup>2</sup> Dieses Muster ist in den aufstrebenden Volkswirtschaften noch stärker ausgeprägt. Auf Basis der Daten in Casas et al. (2016) beträgt der Anteil in den aufstrebenden Volkswirtschaften ungefähr zwei Drittel, verglichen mit einem Anteil von rund einem Drittel in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Siehe auch Ito und Chinn (2015).
- <sup>3</sup> Siehe Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS 2014). Empirische Daten zeigen, dass Auslandsbanken die Exporte von aufstrebenden Volkswirtschaften unterstützen, indem sie externe Finanzierung und Zahlungsgarantien bereitstellen (Claessens et al. 2015).
- <sup>4</sup> Beispielsweise verteilt sich gemäß Antràs und Yeaple (2014) der Absatz von Tochtergesellschaften multinationaler US-Unternehmen wie folgt: Heimatmarkt (mehr als die Hälfte), Drittländer (ein Drittel) und USA (11%). Multinationale Unternehmen tätigen nicht nur mehr FDI und Handel, sondern leisten auch einen Technologietransfer, da Forschung und Entwicklung in der Muttergesellschaft konzentriert sind und die Produktion in den Tochtergesellschaften stattfindet (Keller 2010). Auf dieser zweiten Ebene kann der Wissens- und Ideentransfer den Handel unterstützen oder aber als dessen Ersatz dienen – ein Gedanke, der von Baldwin aufgegriffen wird (2016).
- <sup>5</sup> Siehe Kim und Shin (2016) zur Beziehung zwischen der Länge der Produktionskette und der Intensität der erforderlichen Auslandsfinanzierung.
- <sup>6</sup> Der Grad der Handelsoffenheit unterscheidet sich je nach Schätzung geringfügig, weist aber ein ähnliches Profil auf, siehe Federico und Tena-Junguito (2016), Klasing und Milionis (2014) sowie Estevadeordal et al. (2003).
- <sup>7</sup> Irwin (2002) schreibt die Hälfte des Rückgangs des Welthandels im Zeitraum 1929–32 höheren Zöllen, Einfuhrquoten und Wechselkurskontrollen zu.
- <sup>8</sup> Constantinescu et al. (2017) führen beispielsweise an, dass Handelsvereinbarungen seit 1995 jährlich 2 Prozentpunkte zum Handelswachstum beigetragen haben, während Meissner (2014) zeigt, dass der Handel in starken Wachstumsphasen schneller zulegen als das BIP.
- <sup>9</sup> Für einen Überblick über GVC siehe Elms und Low (2013), Kowalski et al. (2015), WTO (2014) und die jeweils enthaltenen Bibliografieangaben.
- <sup>10</sup> Siehe Antràs und Yeaple (2014) sowie Bernard et al. (2009).
- <sup>11</sup> Kose et al. (2009) und Koepke (2015) befassen sich ausführlicher mit den Faktoren, die zum Anstieg von Investitionen mit Beteiligungscharakter und insbesondere von Direktinvestitionen beitragen.
- <sup>12</sup> Siehe Avdjiev et al. (2014) und Gruić et al. (2014).
- <sup>13</sup> Siehe Lane und Milesi-Ferretti (2017).
- <sup>14</sup> Siehe die Ausführungen und Bibliografieangaben in Caruana (2017).
- <sup>15</sup> Es gibt zahlreiche Untersuchungen zum Einbruch und der anschließenden Schwächephase des Handels, beispielsweise Baldwin (2009), Constantinescu et al. (2015, 2017), EZB (2016), Hoekman (2015), IWF (2016) sowie Haugh et al. (2016).
- <sup>16</sup> Amiti und Weinstein (2011), Ahn et al. (2011), Chor und Manova (2012) sowie Cheung und Guichard (2009) geben den restriktiveren Kreditkonditionen eine Mitverantwortung am Handelsrückgang, während Paravisini et al. (2015) und Levchenko et al. (2010) keinen entsprechenden Zusammenhang feststellen.
- <sup>17</sup> Siehe Milesi-Ferretti und Tille (2011).
- <sup>18</sup> Siehe Borio (2014) und Caruana (2017).
- <sup>19</sup> Siehe Shin (2013).

- <sup>20</sup> Siehe Claessens und van Horen (2015) sowie Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS 2014).
- <sup>21</sup> Einen Überblick über die globale Einkommensungleichheit bieten Bourguignon (2015), Lakner und Milanović (2015), Deaton (2013) sowie Milanović (2013). Siehe auch Pereira da Silva (2016).
- <sup>22</sup> Siehe Milanović (2013).
- <sup>23</sup> Ein ähnlicher Trend zeichnet sich auch für die reichsten 10% ab; die für diesen Indikator vor den 1980er Jahren verfügbaren Daten sind allerdings weniger umfangreich.
- <sup>24</sup> Siehe Piketty und Saez (2014).
- <sup>25</sup> Dabla-Norris et al. (2015) stellen fest, dass sich das Wachstum infolge eines höheren Einkommensanteils der reichsten 20% verringert (umgekehrt führt ein höherer Anteil der ärmsten 20% zu beschleunigtem Wachstum). Unter Verwendung eines Gini-Koeffizienten zur Messung der Ungleichheit gelangen Ostry et al. (2014) zu derselben Erkenntnis. Laut Halter et al. (2014) stimuliert Ungleichheit das Wachstum zwar auf kurze, jedoch nicht auf lange Sicht.
- <sup>26</sup> Siehe Cline (1997) und IWF (2007).
- <sup>27</sup> Mit dem Thema Handel und Wachstum befassen sich zahlreiche Arbeiten, z.B. Frankel und Romer (1999), Irwin und Terviö (2002), Lee et al. (2004) sowie Noguer und Siscart (2005). Broda und Weinstein (2006) zeigen, dass eine größere Warenvielfalt eine wichtige Triebfeder für Handelsgewinne ist.
- <sup>28</sup> Kose et al. (2006) bieten eine umfassende Analyse, in der sie zu dem Schluss kommen, dass der Nutzen indirekt und schwer messbar ist. Rodrik und Subramanian (2009) und darin erwähnte Studien weisen auf das Fehlen von eindeutigen Belegen für erhebliche Vorteile der finanziellen Globalisierung hin. Einige Forschungsarbeiten zeigen jedoch, dass Finanz- und Kapitalmarktliberalisierung das Wachstum stimulieren, u.a. Alfaro et al. (2004), Bekaert et al. (2005) sowie Klein und Olivei (2008).
- <sup>29</sup> Siehe Fajjgelbaum und Khandelwal (2016).
- <sup>30</sup> Laut Beck et al. (2007) führte ein verbesserter Zugang zu Finanzmitteln dazu, dass sich das Einkommen der Armen erhöhte. Dies wurde jüngst von Ben Naceur und Zhang (2016) für die meisten Kennzahlen der Finanzmarktentwicklung bekräftigt, jedoch nicht für die Finanzmarktliberalisierung. Weniger strikte Auflagen für Bankgeschäfte können das Einkommen ärmerer Haushalte ebenfalls erhöhen, wie in Beck et al. (2010) dargelegt.
- <sup>31</sup> Eine Zusammenfassung findet sich in Claessens und Perotti (2007).
- <sup>32</sup> Autor et al. (2017) führen Belege dafür an, dass der Rückgang der Lohnquote größtenteils auf die Reallokation zwischen Firmen zurückzuführen ist und weniger auf eine Verringerung des ungewichteten Lohnquotendurchschnitts innerhalb von Firmen. Sie belegen diese Feststellung damit, dass die produktivsten Firmen jedes Wirtschaftszweigs am stärksten von der Globalisierung profitieren.
- <sup>33</sup> Darüber, dass die finanzwirtschaftliche Offenheit die Einkommensungleichheit erhöht, herrscht in der Literatur durchweg Einigkeit; siehe dazu z.B. Cabral et al. (2016), Figini und Görg (2011), IWF (2007) sowie Jaumotte et al. (2013). Dieser Schluss gilt nicht etwa in besonderem Maße für aufstrebende Volkswirtschaften. So haben Denk und Cournède (2015) selbst für OECD-Länder ermittelt, dass die Einkommensungleichheit aufgrund finanzieller Expansion steigt; zudem gibt es keine Anhaltspunkte dafür, dass dies die Folge finanzieller Krisen wäre.
- <sup>34</sup> Viele Arbeiten zeigen, dass Handelsöffnung zu einer Verringerung der Ungleichheit führt (Jaumotte et al. 2013 sowie IWF 2007) und wahrscheinlich die Arbeitslosigkeit senkt (Görg 2011), was im Widerspruch zum Vergleich länderspezifischer Studien durch Goldberg und Pavcnik (2007) steht. Eine Ursache für diese entgegengesetzten Schlussfolgerungen könnte sein, dass weitere Faktoren die Wechselwirkung zwischen Handel und Ungleichheit beeinflussen. Milanović (2005) zeigt z.B., dass Handelsöffnung den Einkommensanteil ärmerer Menschen am unteren Ende des Einkommensspektrums verringert, während sie den Anteil auf höheren länderspezifischen Einkommensniveaus erhöht.
- <sup>35</sup> Ein Überblick über den Rückgang der Lohnquote findet sich in ILO und OECD (2014) sowie Karabounis und Neiman (2014).
- <sup>36</sup> Siehe Autor et al. (2013).
- <sup>37</sup> Borio et al. (2011) skizzieren die mögliche Rolle des internationalen Kapitals bei der Entstehung nationaler Finanzexzesse. Der Mehrheit der Studien zufolge erhöht sich die Ungleichheit infolge von Finanzkrisen; siehe dazu Bazillier und Héricourt (2014), de Haan und Sturm (2017), Atkinson und Morelli (2011), Baldacci et al. (2002) sowie Li und Yu (2014). Gegenteiliger Meinung sind allerdings Denk und Cournède (2015), Honohan (2005) sowie Jaumotte und Osorio Buitron (2015). Diese Differenzierung mag zum Teil daher rühren, dass Krisen scheinbar stärkere Spuren in den aufstrebenden

als in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hinterlassen (Galbraith und Jiaqing 1999 sowie Agnello und Sousa 2012). Chen und Ravallion (2010) verweisen auf den maßgeblichen Einfluss von Finanzkrisen auf die Armutsentwicklung.

- <sup>38</sup> Siehe Rey (2015).
- <sup>39</sup> Zusätzliche empirische Daten zur Prozyklizität von Kapitalströmen in Relation zum inländischen BIP-Wachstum finden sich in Broner et al. (2013), Contessi et al. (2013), Bluedorn et al. (2013), Hoggarth et al. (2016) sowie Avdjiev et al. (2017b). Hoggarth et al. (2016) untersuchen die Prozyklizität von Kapitalströmen auch in Relation zur inländischen Kreditvergabe. Weitere empirische Belege für die Prozyklizität von Kapitalströmen in Relation zu globalen Faktoren finden sich in Koepke (2015), Nier et al. (2014) sowie Eichengreen et al. (2017).
- <sup>40</sup> Siehe Borio et al. (2011), Avdjiev et al. (2012) sowie Lane und McQuade (2014).
- <sup>41</sup> Siehe Shin (2016).
- <sup>42</sup> Siehe Avdjiev et al. (2017a).
- <sup>43</sup> Siehe Borio (2014, 2016) und Caruana (2015).
- <sup>44</sup> Siehe Shin (2015).
- <sup>45</sup> Einzelheiten zum Risikoübernahmekanal von Wechselkursschwankungen finden sich in Bruno und Shin (2015, 2017) sowie Hofmann et al. (2016).
- <sup>46</sup> Ein aktueller Überblick über Maßnahmen, die Handelsreformen gerechter machen können, findet sich in IWF-Weltbank-Welthandelsorganisation (2017).
- <sup>47</sup> Siehe Borio (2014).
- <sup>48</sup> Caballero et al. (2005) veranschaulichen die Vorteile einer Risikoverteilung anhand des Vergleichs von Australien und Chile während der asiatischen Finanzkrise.
- <sup>49</sup> Siehe Agénor et al. (2017).

## Referenzen

- Agénor, P.-R., E. Kharroubi, L. Gambacorta, G. Lombardo and L. A. Pereira da Silva (2017): „The international dimensions of macroprudential policies“, *BIS Working Papers*, Nr. 643, Juni.
- Agnello, L. und R. Sousa (2012): „How do banking crises impact on income inequality?“, *Applied Economics Letters*, Vol. 19, Issue 15, S. 1425–1429.
- Ahn, J., M. Amiti und D. Weinstein (2011): „Trade finance and the great trade collapse“, *American Economic Review*, Vol. 101, Nr. 3, S. 298–302.
- Alfaro, L., A. Chanda, S. Kalemli-Ozcan und S. Sayek (2004): „FDI and economic growth: the role of local financial markets“, *Journal of International Economics*, Vol. 64, Nr. 1, S. 89–112.
- Amiti, M. und D. Weinstein (2011): „Exports and financial shocks“, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 126, Nr. 4, S. 1841–1877.
- Antràs, P. und S. Yeaple (2014): „Multinational firms and the structure of international trade“, *Handbook of International Economics*, Vol. 4, Kap. 2, S. 55–130.
- Atkinson, A. und S. Morelli (2011): „Economic crises and inequality“, *United Nations Human Development Research Paper* 2011/06.
- Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS 2014): „EME banking systems and regional financial integration“, *CGFS Publications*, Nr. 51.
- Autor, D., D. Dorn und G. Hanson (2013): „The China syndrome: local labor market effects of import competition in the US“, *American Economic Review*, Vol. 103, Nr. 6, S. 2121–2168.
- Autor, D., D. Dorn, L. Katz, C. Patterson und J. Van Reenen (2017): „Concentrating on the fall of the labor share“, *American Economic Review: Papers & Proceedings*, Vol. 107, Nr. 5, S. 180–185.
- Avdjiev, S., M. Chui und H. S. Shin (2014): „Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember.
- Avdjiev, S., L. Gambacorta, L. Goldberg und S. Schiaffi (2017a): „The shifting drivers of global liquidity“, *BIS Working Papers*, Nr. 644, Juni.
- Avdjiev, S., B. Hardy, S. Kalemli-Ozcan und L. Servén (2017b): „Gross capital inflows to banks, corporates and sovereigns“, *NBER Working Papers*, Nr. 23116.
- Avdjiev, S., R. McCauley und P. McGuire (2012): „Rapid credit growth and international credit: challenges for Asia“, *BIS Working Papers*, Nr. 377, April.
- Baldacci, E., L. de Mello und G. Inchauste (2002): „Financial crises, poverty, and income distribution“, *IMF Working Papers*, Nr. WP/02/4.
- Baldwin, R. (Hrsg.) (2009): *The great trade collapse: causes, consequences and prospects*, CEPR-E-Book.
- (2016): *The great convergence*, Harvard University Press.
- Bazillier, R. und J. Héricourt (2014): „The circular relationship between inequality, leverage, and financial crises: intertwined mechanisms and competing evidence“, *CEPII Working Papers*, Nr. 2014-22.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt und R. Levine (2007): „Finance, inequality and the poor“, *Journal of Economic Growth*, Vol. 12, Nr. 1, S. 27–49.
- Beck, T., R. Levine und A. Levkov (2010): „Big bad banks? The winners and losers from bank deregulation in the United States“, *The Journal of Finance*, Vol. 65, Nr. 5, S. 1637–1667.
- Bekaert, G., C. Harvey und C. Lundblad (2005): „Does financial liberalization spur growth?“, *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, Nr. 1, S. 3–55.
- Ben Naceur, S. und R. X. Zhang (2016): „Financial development, inequality and poverty: some international evidence“, *IMF Working Papers*, Nr. WP/16/32.
- Bergstrand, J. (1985): „The gravity equation in international trade: some microeconomic foundations and empirical evidence“, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 67, Nr. 3, S. 474–481.
- Bernard, A., J. Bradford Jensen und P. Schott (2009): „Importers, exporters, and multi-nationals: a portrait of firms in the US that trade goods“, in: T. Dunne, J. Bradford Jensen und M. Roberts (Hrsg.), *Producer dynamics: new evidence from micro data*, National Bureau of Economic Research, S. 513–552.
- Bluedorn, J., R. Duttagupta, J. Guajardo und P. Topalova (2013): „Capital flows are fickle: anytime, anywhere“, *IMF Working Papers*, Nr. WP/13/183.

- Borio, C. (2014): „The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?“, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 45, Issue C, S. 182–198.
- (2016): „More pluralism, more stability?“, Vortrag bei der siebten gemeinsam von der Schweizerischen Nationalbank und dem Internationalen Währungsfonds veranstalteten und hochrangig besetzten Konferenz zum Thema „International Monetary System“, Zürich, 10. Mai.
- Borio, C., R. McCauley und P. McGuire (2011): „Global credit and domestic credit booms“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, September.
- Borjas, G. (2015): „Immigration and globalization: a review essay“, *Journal of Economic Literature*, Vol. 53, Nr. 4, S. 961–974.
- Bourguignon, F. (2015): *The globalization of inequality*, Princeton University Press.
- Broda, C. und D. Weinstein (2006): „Globalization and the gains from variety“, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 121, Nr. 2, S. 541–585.
- Broner, F., T. Didier, A. Erce und S. Schmukler (2013): „Gross capital flows: dynamics and crises“, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 60, Nr. 1, S. 113–133.
- Bruno, V. und H. S. Shin (2015): „Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy“, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 71, S. 119–132.
- (2017): „Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis“, *Review of Financial Studies*, Vol. 30, S. 703–749.
- Caballero, R., K. Cowan und J. Kearns (2005): „Fear of sudden stops: lessons from Australia and Chile“, *The Journal of Policy Reform*, Vol. 8, Nr. 4, S. 313–354.
- Cabral, R., R. García-Díaz und A. Varella Mollick (2016): „Does globalization affect top income inequality?“, *Journal of Policy Modeling*, Vol. 38, Nr. 5, S. 916–940.
- Caruana, J. (2015): „The international monetary and financial system: eliminating the blind spot“, Vortrag bei der IWF-Konferenz *Rethinking macro policy III: progress or confusion?*, Washington D.C., 16. April.
- (2017): „Have we passed peak finance?“, Rede im International Center for Monetary and Banking Studies, Genf, 28. Februar.
- Casas, C., F. Diez, G. Gopinath und P.-O. Gourinchas (2016): „Dominant currency paradigm“, *NBER Working Papers*, Nr. 22943.
- (2017): „Dominant currency paradigm: a new model for small open economies“, Mimeo.
- Chen, S. und M. Ravallion (2010): „The developing world is poorer than we thought, but no less successful in the fight against poverty“, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 125, Nr. 4, S. 1577–1625.
- Cheung, C. und S. Guichard (2009): „Understanding the world trade collapse“, *OECD Economics Department Working Papers*, Nr. 729.
- Chor, D. und K. Manova (2012): „Off the cliff and back? Credit conditions and international trade during the global financial crisis“, *Journal of International Economics*, Vol. 87, Nr. 1, S. 117–133.
- Claessens, S., O. Hassib und N. van Horen (2015): „The role of foreign banks in trade“, Federal Reserve Board, Universität Maastricht, De Nederlandsche Bank.
- Claessens, S. und E. Perotti (2007): „Finance and inequality: channels and evidence“, *Journal of Comparative Economics*, Vol. 35, Nr. 4, S. 748–773.
- Claessens, S. und N. van Horen (2015): „The impact of the global financial crisis on banking globalization“, *IMF Economic Review*, Vol. 63, Nr. 4, S. 868–918.
- Cline, W. (1997): *Trade and income distribution*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Cohen, B. und M. Scatigna (2016): „Banks and capital requirements“, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 69, Supp. 1, S. S56–S69.
- Constantinescu, C., A. Mattoo und M. Ruta (2015): „The global trade slowdown: cyclical or structural?“, *IMF Working Papers*, Nr. WP/15/6.
- (2017): „Trade developments in 2016: policy uncertainty weighs on world trade“, Global Trade Watch, World Bank, Washington D.C.
- Contessi, S., P. De Pace und J. Francis (2013): „The cyclical properties of disaggregated capital flows“, *Journal of International Money and Finance*, 32, S. 528–555.

- Dabla-Norris, E., K. Kochhar, N. Suphaphiphat, F. Ricka und E. Tsounta (2015): „Causes and consequences of income inequality: a global perspective“, *IMF Staff Discussion Note* 15/13.
- Darvas (2016): „Some are more equal than others: new estimates of global and regional inequality“, *Bruegel Working Paper* 8.
- Deaton, A. (2013): *The great escape, health, wealth and the origins of inequality*, Princeton University Press.
- de Haan, J. und J.-E. Sturm (2017): „Finance and income inequality: a review and new evidence“, *European Journal of Political Economy*.
- Denk, O. und B. Cournède (2015): „Finance and income inequality in OECD countries“, *OECD Economics Department Working Papers*, Nr. 1224.
- Eichengreen, B., P. Gupta und O. Masetti (2017): „Are capital flows fickle? Increasingly? and does the answer still depend on type?“, Weltbank, *Policy Research Working Paper* 7972.
- Elms, D. und P. Low (Hrsg.) (2013): *Global value chains in a changing world*, Welthandelsorganisation, Genf.
- Estevadeordal, A., B. Frantz und A. Taylor (2003): „The rise and fall of world trade, 1870–1939“, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, Nr. 2, S. 359–407.
- Europäische Zentralbank (2016): „Understanding the weakness in global trade. What is the new normal?“, IRC Trade Task Force, *Occasional Paper Series*, Nr. 178.
- Fajgelbaum, P. und A. Khandelwal (2016): „Measuring the unequal gains from trade“, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, Nr. 3, S. 1113–1180.
- Federico, G. und A. Tena-Junguito (2017): „A tale of two globalizations: gains from trade and openness 1800–2010“, *Review of World Economics*, S. 1–25.
- Ferrari, M., J. Kearns und A. Schrimpf (2017): „Monetary policy’s rising FX impact in the era of ultra-low rates“, *BIS Working Papers*, Nr. 626, April.
- Figini, P. und H. Görg (2011): „Does foreign direct investment affect wage inequality? An empirical investigation“, *The World Economy*, Vol. 34, Nr. 9, S. 1455–1475.
- Forbes, K., D. Reinhardt und T. Wieladek (2016): „The spillovers, interactions, and (un)intended consequences of monetary and regulatory policies“, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 85, S. 1–22.
- Forbes, K. und F. Warnock (2012): „Debt- and equity-led capital flow episodes“, *NBER Working Papers*, Nr. 18329.
- Frankel, J. und D. Romer (1999): „Does trade cause growth?“, *American Economic Review*, Vol. 89, Nr. 3, S. 379–399.
- Galbraith, J. und L. Jiaqing (1999): „Inequality and financial crises: some early findings“, University of Texas Inequality Project, *Working Paper* 9.
- Goldberg, P. und N. Pavcnik (2007): „Distributional effects of globalization in developing countries“, *Journal of Economic Literature*, Vol. 45, Nr. 1, S. 39–82.
- Görg, H. (2011): „Globalization, offshoring and jobs“, in: M. Bacchetta und M. Jansen (Hrsg.), *Making globalization socially sustainable*, Welthandelsorganisation, S. 21–48.
- Gruić, B., C. Upper und A. Villar (2014): „Kasten: Was sagt die Sektorzuordnung von Offshore-Niederlassungen über das Risikoprofil aus?“ im Kapitel „Wichtigste Erkenntnisse aus den internationalen BIZ-Finanzstatistiken“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember.
- Halter, D., M. Oechslin und J. Zweimüller (2014): „Inequality and growth: the neglected time dimension“, *Journal of Economic Growth*, Vol. 19, Nr. 1, S. 81–104.
- Haugh, D., A. Kopoin, E. Rusticelli, D. Turner und R. Dutu (2016): „Cardiac arrest or dizzy spell: why is world trade so weak and what can policy do about it?“, *OECD Economic Policy Papers*, Nr. 18.
- Hoekman, B. (Hrsg.) (2015): *The global trade slowdown: a new normal?*, VoxEU.org eBook, CEPR.
- Hofmann, B., I. Shim und H. S. Shin (2016): „Sovereign yields and the risk-taking channel of currency appreciation“, *BIS Working Papers*, Nr. 538, Neufassung Mai 2017.
- Hoggarth, G., C. Jung und D. Reinhardt (2016): „Capital inflows – the good, the bad and the bubbly“, Bank of England, *Financial Stability Paper* Nr. 40.
- Honohan, P. (2005): „Banking sector crises and inequality“, Weltbank, *Policy Research Working Paper* 3659.
- Internationale Arbeitsorganisation und Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (2015): *The labour share in G20 economies*, Bericht für die Employment Working Group der G20.



- Internationaler Währungsfonds (2007): „Globalization and inequality“, *World Economic Outlook*, Oktober, Kapitel 4.
- (2016): „Global trade: what’s behind the slowdown?“, *World Economic Outlook*, Oktober, Kapitel 2.
- Internationaler Währungsfonds, Weltbank und Welthandelsorganisation (2017): *Making trade an engine of growth for all: the case for trade and for policies to facilitate adjustment*.
- Irwin, D. (2002): „Long-run trends in trade and income“, *World Trade Review*, Vol. 1, Nr. 1, S. 89–100.
- Irwin, D. und M. Terviö (2002): „Does trade raise income? Evidence from the twentieth century“, *Journal of International Economics*, Vol. 58, Nr. 1, S. 1–18.
- Ito, H. und M. Chinn (2015): „The rise of the redback: evaluating the prospects for renminbi use in invoicing“, in: B. Eichengreen und M. Kawai (Hrsg.), *Renminbi internationalization: achievements, prospects, and challenges*, Brookings Institution Press and the Asian Development Bank Institute, S. 111–158.
- Jaumotte, F., S. Lall und C. Papageorgiou (2013): „Rising income inequality: technology, or trade and financial globalization?“, *IMF Economic Review*, Vol. 61, Nr. 2, S. 271–309.
- Jaumotte, F. und C. Osorio Buitron (2015): „Inequality and labor market institutions“, *IMF Staff Discussion Note 15/14*.
- Karabarbounis, L. und B. Neiman, (2014): „The global decline of the labor share“, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 129, Nr. 1, S. 61–103.
- Kearns, J., A. Schrimpf und D. Xia (erscheint demnächst): „The monetary spillover matrix: explaining interest rate spillovers“, *BIS Working Papers*.
- Keller, W. (2010): „International trade, foreign direct investment, and technology spillovers“, *Handbook of the Economics of Innovation*, Vol. 2, S. 793–829.
- Kim, S.-J. und H. S. Shin (2016): „Productivity and trade: a working capital perspective“, Mimeo.
- Klasing, M. und P. Milionis (2014): „Quantifying the evolution of world trade, 1870–1949“, *Journal of International Economics*, Vol. 92, Nr. 1, S. 185–197.
- Klein, M., und G. Olivei (2008): „Capital account liberalization, financial depth, and economic growth“, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 27, Nr. 6, S. 861–875.
- Koepke, R. (2015): „What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature“, MPRA Paper Nr. 62770, Universität München.
- Kose, M., E. Prasad, K. Rogoff und S.-J. Wei (2006): „Financial globalization: a reappraisal“, *IMF Working Papers*, 6189.200, S. 1–94.
- (2009): „Financial globalization: a reappraisal“, *IMF Staff Papers*, Vol. 56, Nr. 1, S. 8–62.
- Kowalski, P., J. López González, A. Ragoussis und C. Ugarte (2015): „Participation of developing countries in global value chains: implications for trade and trade-related policies“, *OECD Trade Policy Papers*, Nr. 179.
- Lakner, C. und B. Milanović (2015): „Global income distribution from the fall of the Berlin Wall to the Great Recession“, *Revista de Economía Institucional*, Vol. 17, Nr. 32, S. 71–128.
- Lane, P. und P. McQuade (2014): „Domestic credit growth and international capital flows“, *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 116, Nr. 1, S. 218–252.
- Lane, P. und G. Milesi-Ferretti (2017): „International financial integration in the aftermath of the global financial crisis“, *IMF Working Papers*, Nr. WP/17/115.
- Lee, H. Y., L. Ricci und R. Rigobon (2004): „Once again, is openness good for growth?“, *Journal of Development Economics*, Vol. 75, Nr. 2, S. 451–472.
- Levchenko, A., L. Lewis und L. Tesar (2010): „The role of financial factors in the great trade collapse: a skeptic’s view“, Manuskript der University of Michigan.
- Li, J. und H. Yu (2014): „Income inequality and financial reform in Asia: the role of human capital“, *Applied Economics*, Vol. 46, Nr. 24, S. 2920–2935.
- McCauley, R., A. Bénétrix, P. McGuire und G. von Peter (erscheint demnächst): „Financial deglobalisation in banking?“, *BIS Working Papers*.
- Meissner, C. (2014): „Growth from globalization? A view from the very long run“, *Handbook of Economic Growth*, Vol. 2, S. 1033–1069.
- Milanović, B. (2005): „Can we discern the effect of globalization on income distribution? Evidence from household surveys“, *The World Bank Economic Review*, Vol. 19, Nr. 1, S. 21–44.

——— (2013): „Global income inequality in numbers: in history and now“, *Global Policy*, Vol. 4, Nr. 2, S. 198–208.

Milesi-Ferretti, G. und C. Tille (2011): „The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis“, *Economic Policy*, Vol. 26, Nr. 66, S. 289–346.

Nier, E., T Saadi-Sedik und T. Mondino (2014): „Gross private capital flows to emerging markets: can the global financial cycle be tamed?“, *IMF Working Papers*, Nr. WP/14/196.

Noguer, M. und M. Siscart (2005): „Trade raises income: a precise and robust result“, *Journal of International Economics*, Vol. 65, Nr. 2, S. 447–460.

Obstfeld, M. und A. Taylor (2004): *Global capital markets: integration, crisis, and growth*, Cambridge University Press.

Ostry, J., A. Berg und C. Tsangarides (2014): „Redistribution, inequality, and growth“, *IMF Staff Discussion Note* 14/02.

Paravisini, D., V. Rappoport, P. Schnabl und D. Wolfenzon (2015): „Dissecting the effect of credit supply on trade: evidence from matched credit-export data“, *The Review of Economic Studies*, Vol. 82, Nr. 1, S. 333–359.

Pereira da Silva, L. A. (2016): „Rethinking development finance: towards a new ‚possible trinity‘ for growth?“, Rede bei den Atlantic Dialogues 2016, Marrakesh, Dezember.

Piketty, T. und E. Saez (2014): „Inequality in the long run“, *Science*, Vol. 344, Issue 6186, S. 838–843.

Rey, H. (2015): „Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence“, *NBER Working Papers*, Nr. 21162.

Rodrik, D. und A. Subramanian (2009): „Why did financial globalization disappoint?“, *IMF Staff Papers*, Vol. 56, Nr. 1, S. 112–138.

Shin, H. S. (2013): „The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies“, Ansprache anlässlich der Asia Economic Policy Conference der Federal Reserve Bank of San Francisco, 3.–5. November.

——— (2015): „Exchange rates and the transmission of global liquidity“, Rede an der Konferenz der koreanischen Zentralbank und des IWF zum Thema *Leverage in Asia: lessons from the past, what's new now, and where to watch out for*, Seoul, 11. Dezember.

——— (2016): „The bank/capital markets nexus goes global“, Rede an der London School of Economics and Political Science, 15. November.

Welthandelsorganisation (2014): „The rise of global value chains“, *World Trade Report 2014*, Kapitel C.