

Neue Muster in der Verflechtung zwischen entwickelten und aufstrebenden Finanzmärkten¹

Die aufstrebenden und die entwickelten Finanzmärkte sind heutzutage enger miteinander verflochten als jemals seit dem Ersten Weltkrieg. Zwar haben die Nettokapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften noch nicht wieder den Umfang von Mitte der neunziger Jahre erreicht und sind nach wie vor deutlich schwächer als vor hundert Jahren, doch spiegeln die internationalen Kapitalströme die Breite und Tiefe der Verflechtung entwickelter und aufstrebender Finanzmärkte nur unvollständig wider. Der Kreis ausländischer Anleger, die in aufstrebende Volkswirtschaften investieren, hat sich in den letzten Jahren erweitert. In den Finanzsystemen vieler dieser Volkswirtschaften spielen die lokalen Aktivitäten ausländischer Finanzinstitute eine immer wichtigere, in einigen Fällen sogar eine dominierende Rolle. Gleichzeitig treten in aufstrebenden Volkswirtschaften ansässige Akteure sowohl als Emittenten als auch als Anleger immer häufiger an ausländischen Finanzmärkten in Erscheinung. In diesem Feature werden diese Entwicklungen erörtert und einige Herausforderungen aufgezeigt, die sich für die Politik aus dieser stärkeren Verflechtung ergeben.

Kapitalströme und Marktverflechtung

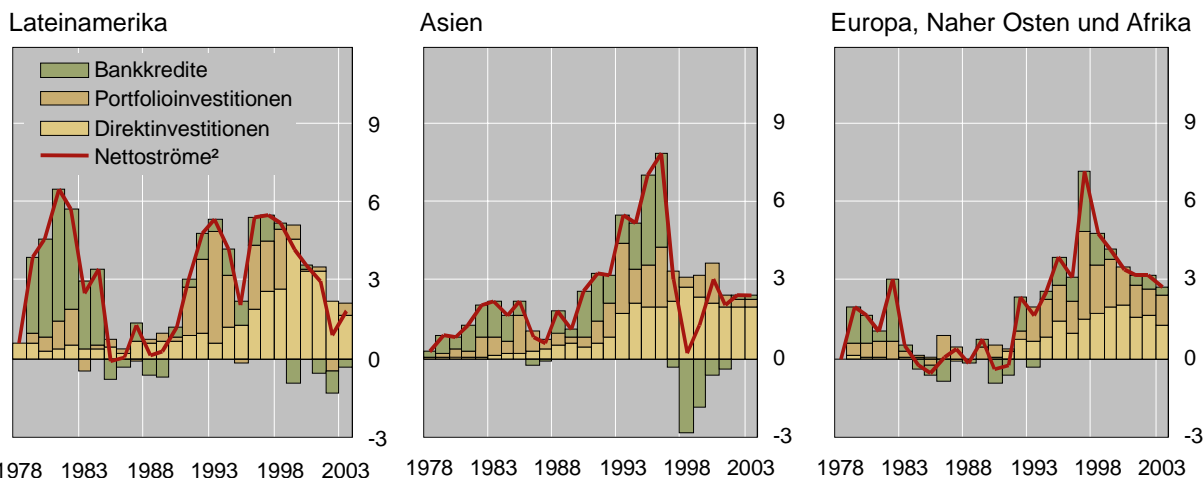
Kapitalzuflüsse in aufstrebende Volkswirtschaften noch immer schwächer als in den starken neunziger Jahren ...

Der Nettozufluss von privatem Kapital in aufstrebende Volkswirtschaften ist zusammengenommen noch immer weit schwächer als in der Spitze der neunziger Jahre. Im Jahresdurchschnitt 1995/96 belief er sich auf US-\$ 94 Mrd., im Jahr 2002 hingegen auf nur \$ 44 Mrd. Die Zuflüsse nach Lateinamerika haben ihren tiefsten Stand seit zehn Jahren erreicht. Die Zuflüsse nach Asien erholen sich allmählich von ihrem steilen Einbruch nach der Asien-Krise; 2002 überstiegen die Neukredite ausländischer Banken erstmals seit fünf Jahren wieder die Tilgungen der Schuldner. Die Kapitalzuflüsse in die Länder Mittel- und Osteuropas blieben angesichts von deren bevorstehendem Beitritt zur Europäischen Union stabiler als die in andere Regionen (Grafik 1). Für 2003 wird eine moderate Zunahme der Kapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften erwartet.

¹ Dieser Beitrag gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

Private Nettokapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften¹

Prozent des regionalen BIP



¹ 2003: IIF-Prognose. ² Ohne Auslandskreditvergabe und -investitionen von Gebietsansässigen aufstrebender Volkswirtschaften.

Quelle: Institute of International Finance (IIF).

Grafik 1

Obwohl sich das geringere *Volumen* der Kapitalströme negativ auf die gesamtwirtschaftliche Leistung einiger aufstrebender Volkswirtschaften ausgewirkt hat, dürften die Veränderungen im *Charakter* der Kapitalströme – oder, allgemeiner, in der Finanzintermediation – auf längere Sicht von grösserer Bedeutung sein. Während die Kapitalströme in den späten neunziger Jahren schwächer wurden, hielt die Entwicklung und Stärkung von Verbindungen zwischen entwickelten und aufstrebenden Finanzmärkten an. In verschiedener Hinsicht sind entwickelte und aufstrebende Finanzmärkte heute sogar stärker miteinander verflochten als in der Mitte der neunziger Jahre.

... finanzielle Verflechtung dennoch weiter gestärkt

Ein Indikator der zunehmenden Verflechtung ist die Tatsache, dass sich die Preise für Wertpapiere der entwickelten und der aufstrebenden Volkswirtschaften in den letzten Jahren gleichgerichtet entwickelten. Die Korrelation zwischen den Veränderungen der Renditenaufschläge bei Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften und den Veränderungen der Renditenaufschläge bei US-Hochzinsanleihen ist heute – trotz bedeutender Unterschiede zwischen den Fundamentaldaten, die diesen beiden Kategorien von Vermögenswerten zugrunde liegen – signifikant höher als vor zehn Jahren (Grafik 2). Auch die Korrelation zwischen Aktien aufstrebender Länder und den US-Aktien im S&P-500-Index ist gestiegen. Diese höheren Korrelationen deuten darauf hin, dass Preisbewegungen zunehmend globale Faktoren widerspiegeln, denen entwickelte und aufstrebende Volkswirtschaften gleichermaßen unterliegen; die Bedeutung lokaler Besonderheiten geht zurück.

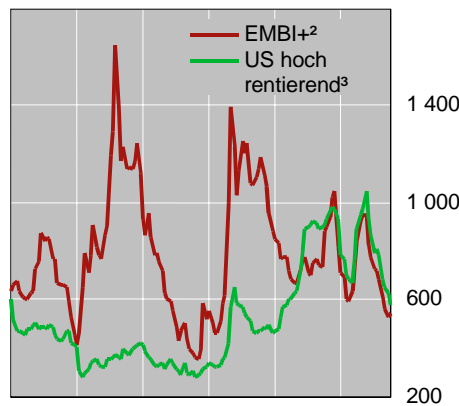
Zunehmend gleichgerichtete Entwicklung der Preise für Vermögenswerte ...

Die wachsende Bedeutung gemeinsamer Faktoren für die Preisvolatilität bei Aktien und Anleihen aufstrebender Länder wird durch mehrere ökonomische Untersuchungen bestätigt. Bekaert und Harvey (1997) weisen nach, dass globale Faktoren für einen grösseren Anteil der Volatilität von Aktienpreisen in aufstrebenden Volkswirtschaften mit liberalisierten Strukturen

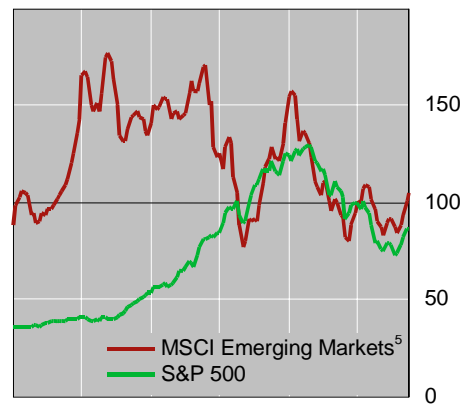
... infolge wachsender Bedeutung gemeinsamer Faktoren

Parallelität der Entwicklung von Wertpapieren entwickelter und aufstrebender Volkswirtschaften

Renditeaufschläge auf Anleihen¹



Aktienmarktindizes⁴



1992 1994 1996 1998 2000 2002

1992 1994 1996 1998 2000 2002

¹ Auf Renditen von US-Schatztiteln; Basispunkte. ² Bereinigte Aufschläge auf Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften, gemäss Berechnung von J.P. Morgan Chase; vor 1999: EMBI. ³ Aufschlag hoch rentierender US-Anleihen auf US-Schatzanleihen mit ähnlicher Laufzeit. ⁴ Januar 2002 = 100. ⁵ In US-Dollar gerechnet.

Quellen: Bloomberg; Datastream; J.P. Morgan Chase; Merrill Lynch.

Grafik 2

verantwortlich sind. Bekaert et al. (2003) stellen fest, dass die Renditen auf Aktien aufstrebender Volkswirtschaften in den neunziger Jahren stärker mit den weltweiten Aktienrenditen korrelierten als in den achtziger Jahren. Laut McGuire und Schrijvers (in Vorbereitung) lässt sich ein Drittel aller Veränderungen der Renditeaufschläge für Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften im Zeitraum 1997-2003 auf einen einzigen gemeinsamen Faktor zurückführen.

Dieser Integrationsprozess setzte in der Mitte der achtziger Jahre ein, als viele aufstrebende (und entwickelte) Volkswirtschaften die Liberalisierung ihrer Finanzsysteme und ihres Kapitalverkehrs sowie andere marktorientierte Reformen in Angriff nahmen. Allgemein war das Jahrzehnt von der Mitte der achtziger bis zur Mitte der neunziger Jahre durch den Abbau zahlreicher staatlicher Beschränkungen der Finanzmarktaktivitäten geprägt. Danach verlor der Abbau der Kapitalverkehrskontrollen an Schwung, und in den späten neunziger Jahren verstärkten einige Länder sogar die Kontrolle der institutionellen Anleger (IWF 2003a). Da Anleger und Emittenten die bis dahin eröffneten Möglichkeiten jedoch in vollem Umfang nutzten, verstärkte sich die Verflechtung entwickelter und aufstrebender Märkte dennoch.

Diversifizierung der Anlegerbasis

Ein Aspekt der stärkeren Verflechtung entwickelter und aufstrebender Märkte ist die Veränderung der Anlegerbasis. In den aufstrebenden Finanzmärkten ist heute ein breites Spektrum von Marktteilnehmern aus entwickelten Volkswirtschaften aktiv. Während in den siebziger Jahren ausländische Banken die Hauptquelle privater Kapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften waren, traten ab den frühen neunziger Jahren Aktien- und Anleiheanleger in den Vordergrund. In den aufstrebenden Volkswirtschaften als Gesamtheit war das

Volumen der grenzüberschreitenden Portfolioinvestitionen in acht der letzten zehn Jahre höher als das der Bankdarlehen.

Darüber hinaus ist der Kreis der Anleger, die Wertpapiere aufstrebender Länder erwerben, weiter geworden. Von Anfang bis Mitte der neunziger Jahre kamen die Portfoliozuflüsse im Wesentlichen von spezialisierten Anlegern wie Hedge-Fonds und Investmentfonds mit Anlageschwerpunkt in aufstrebenden Volkswirtschaften. In jüngster Zeit hat sich jedoch die Präsenz von Anlegern verstärkt, die traditionell Schuldner mit hoher Bonität in entwickelten Märkten bevorzugten. Insbesondere haben Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften und andere institutionelle Anleger Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften in ihre Portfolios genommen. Laut J.P. Morgan stieg der Anteil dieser Anleger am gesamten Absatz von Schuldinstrumenten aufstrebender Volkswirtschaften im Zeitraum 1998-2002 von 9% auf 32% (Weltbank 2003). Der Marktanteil der Hedge-Fonds ging dagegen von 30% auf 10% zurück.

Zunehmende
Präsenz institutio-
neller Anleger

Innovationen bei den Indizes für festverzinsliche Titel, die institutionelle Anleger oft als Referenzwerte für ihren Erfolg verwenden, unterstreichen die Diversifizierung in Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften. Gegen Ende der neunziger Jahre führten Investmentbanken einige globale Anleiheindizes ein, die nicht nur Emissionen in entwickelten, sondern auch in aufstrebenden Märkten berücksichtigen. Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften haben z.B. einen Anteil von rund 2% am Global Aggregate Index von Lehman Brothers, der im Jahr 1999 eingeführt wurde, um das Universum der Wertpapiere mit Anlagequalität abzubilden. Darüber hinaus wurden spezifische Indizes für aufstrebende Märkte in mehrfacher Weise verfeinert, um den Bedürfnissen institutioneller Anleger gerecht zu werden. So begrenzt der 1999 eingeführte Emerging Market Bond Index Global Diversified von J.P. Morgan die Gewichtung grösserer Schuldner. Um institutionellen Anlegern die Diversifizierung in lokale Märkte zu erleichtern, gibt es inzwischen sogar Indizes für Anleihen, die auf Währungen aufstrebender Länder lauten, sowie gesonderte Ratings für solche Anleihen.²

Veränderungen im Bankgeschäft

Gleichzeitig mit der zunehmenden Diversifizierung der Anlegerbasis für Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften kam es zu einem radikalen Wandel des Engagements von Geschäftsbanken in aufstrebenden Volkswirtschaften. International tätige Banken verlagerten ihren Schwerpunkt von der grenzüberschreitenden Kreditvergabe auf lokales Kredit- und Kapitalmarktgeschäft.

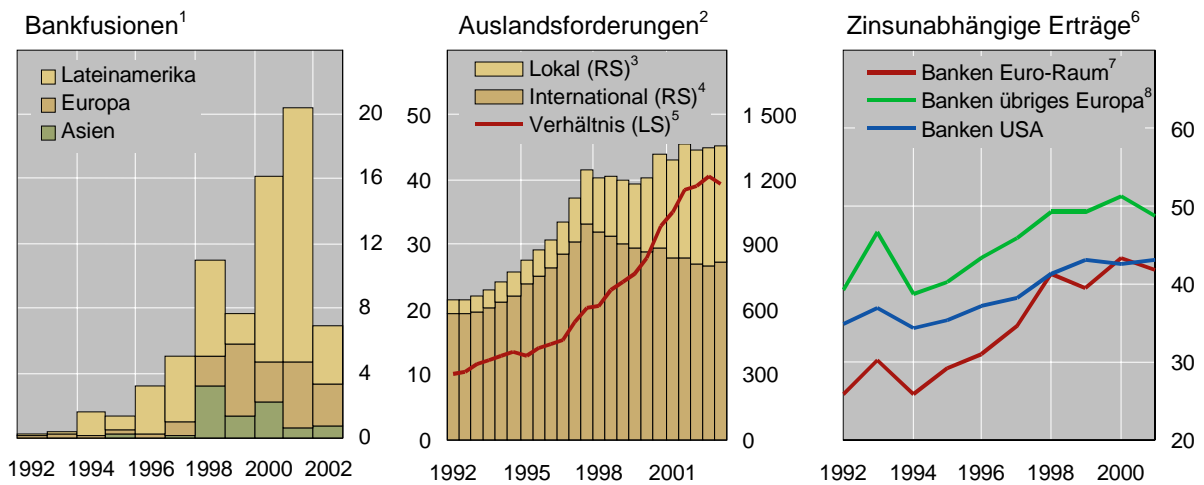
Neue Formen des
Bankgeschäfts ...

Seit Mitte der neunziger Jahre haben US- und europäische Banken ihr lokal refinanziertes Geschäft in aufstrebenden Volkswirtschaften stark ausgeweitet. Durch Fusionen und Übernahmen vor Ort vervierfachten sich die lokal refinanzierten Forderungen von 1995 bis 2002 auf US-\$ 544 Mrd.

... führen zu
starkem Wachstum
lokal refinanzierter
Forderungen

² Packer (ebenfalls in diesem *Quartalsbericht*) unterscheidet zwischen Staatspapier-Ratings in Fremd- und in Landeswährung.

Veränderungen im Geschäft international tätiger Banken



¹ Nach Sitzland der übernommenen Bank; Mrd. US-Dollar. ² Mrd. US-Dollar; Halbjahresdaten. ³ Forderungen in den Büchern der Auslandsniederlassungen von Banken im BIZ-Berichtsgebiet gegenüber Gebietsansässigen des Sitzlandes der Auslandsniederlassung, in der Landeswährung des Schuldners. ⁴ Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken in allen Währungen zuzüglich der Inlandsforderungen ihrer ausländischen Niederlassungen in Fremdwährung. ⁵ Inlandsforderungen in Prozent der Inlands- zuzüglich Auslandsforderungen. ⁶ In Prozent der gesamten Bruttoerträge. ⁷ Ohne Belgien und Griechenland. ⁸ Norwegen, Schweden, Schweiz und Vereinigtes Königreich.

Quellen: OECD; Bloomberg; Thomson Financial Securities Data; BIZ.

Grafik 3

(Grafik 3).³ Am stärksten engagierten sich ausländische Banken in Lateinamerika, gefolgt von Mittel- und Osteuropa. Sie bauten auch ihr Geschäft in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens aus, allerdings weniger massiv als in anderen Regionen. Die Inlandsforderungen wuchsen weit schneller als die grenzüberschreitenden Forderungen, und so stieg ihr Anteil an den aggregierten Forderungen ausländischer Banken an aufstrebende Volkswirtschaften von 14% 1995 auf 40% Ende 2002.

Bedeutung des Provisionsgeschäfts nimmt zu

Der Paradigmenwechsel von grenzüberschreitenden zu lokalen Bankgeschäften spiegelt zum Teil eine übergreifende strategische Umorientierung vom Zinsgeschäft zum Provisionsgeschäft wider. US-Banken und europäische Banken erzielen heute über 40% ihrer weltweiten Erträge mit zinsfremden Aktivitäten wie Marktmachergeschäften, Anleihe- und Aktienemissionen sowie Vermögensverwaltung. Dies trägt tendenziell zu einem ausgeglichenen Wachstum von Forderungen wie Verbindlichkeiten an den lokalen Märkten bei, etwa wenn Banken ihren Wertpapierbestand mit Repo-Geschäften finanzieren (McCauley et al. 2002). Selbst das Kreditgeschäft beginnt Kapitalmarktaktivitäten zu ähneln. Kommerzielle Kredite sind häufig Konsortialkredite und werden gehandelt, sodass Provisionen für die Konsortialmitglieder anfallen, während Hypothekendarlehen und Verbraucherkredite verbrieft und verkauft werden können.

Dieser Strategiewandel in den Banken hat die Entwicklung lokaler Finanzmärkte gefördert. Die Finanzmärkte in aufstrebenden Volkswirtschaften

³ Im Zeitraum 1995-2002 verzehnfachten sich die Inlandsforderungen gemessen in konstanten US-Dollar (Ende 2002), d.h. bereinigt um Abwertungen der Landeswährungen gegenüber dem US-Dollar.

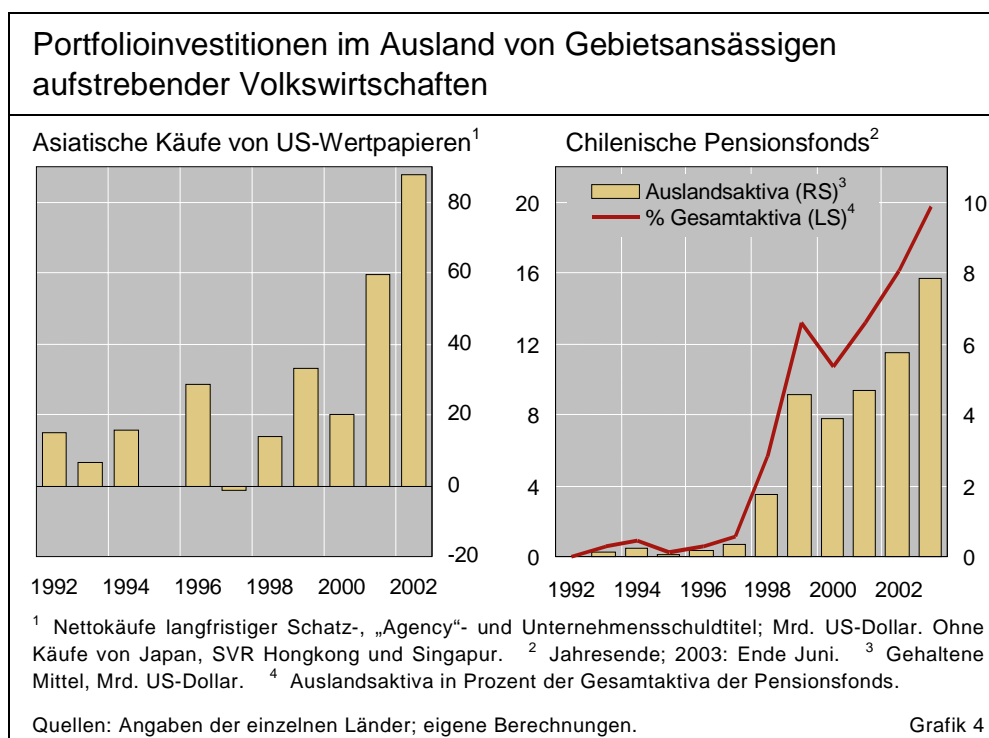
sind, insbesondere für Anleihen und Derivate, in den letzten Jahren erheblich gewachsen. Bei ostasiatischen und lateinamerikanischen Unternehmensanleihen ist der Anteil der Emissionen in Landeswährung bereits höher als derjenige der internationalen Emissionen und weiter steigend (Fernandez und Klassen 2003, IWF 2003b). Angesichts der offensichtlichen Wachstumschancen haben ausländische Banken in grossem Umfang Kapital und Fachwissen in lokale Wertpapier- und Derivatmärkte investiert. An einigen lokalen Märkten für Staatsanleihen beteiligen sie sich als Primärhändler, an anderen Märkten als Pensionsfondsmanager und an wieder anderen als Swaphändler.

Aktivitäten der Banken fördern die Entwicklung lokaler Finanzmärkte

Die Ereignisse von 2001/02 in Argentinien warfen die Frage auf, ob ausländische Banken ihre Strategie gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften revidieren würden. Die Signale sind bislang nicht eindeutig. Im Jahr 2002 gingen grenzüberschreitende Fusionen mit und Übernahmen von lateinamerikanischen Banken stark zurück, und mehrere ausländische Banken veräusserten Niederlassungen oder verringerten ihre Präsenz. Dies war in einigen Fällen auf wachsende Besorgnis der Banken über politische Risiken und Engagements in wirtschaftlich schwachen Ländern zurückzuführen, in anderen Fällen auf die Notwendigkeit, die Bilanz der Mutterbank zu konsolidieren. Eine weitere Ursache für den Rückgang grenzüberschreitender Übernahmen war, dass das Bankensystem in mehreren Ländern, insbesondere in Mexiko, sich bereits weitgehend in ausländischem Besitz befand.

Globale Präsenz von Akteuren aus aufstrebenden Volkswirtschaften

Weiter gestärkt wurde die Verflechtung entwickelter und aufstrebender Märkte durch die zunehmende Präsenz von in aufstrebenden Volkswirtschaften

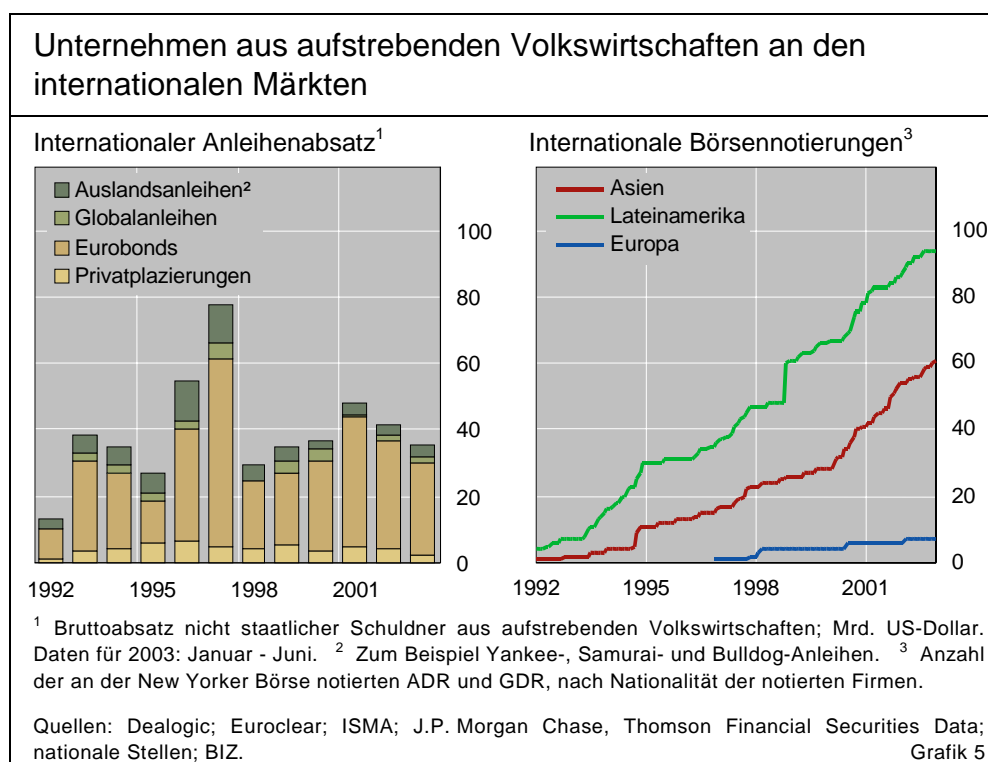


ansässigen Akteuren an entwickelten Märkten. Anleger aus aufstrebenden Ländern haben in den letzten Jahren beträchtliche Mittel in die entwickelten Finanzmärkte geleitet. Diese Kapitalflüsse entstanden weitgehend infolge von Leistungsbilanzüberschüssen, aber auch von Veränderungen des Portfoliomanagements. Gleichzeitig haben immer mehr Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften Zugang zu den internationalen Märkten mit ihrer grösseren Tiefe und Liquidität erhalten.

Die Erdöl exportierenden Länder des Nahen Ostens sind seit langem aktive Auslandsinvestoren, und Gebietsansässige anderer aufstrebender Länder folgen zunehmend ihrem Beispiel, allen voran die Zentralbanken Asiens. Die Devisenbestände der asiatischen Zentralbanken (ohne Bank of Japan) wuchsen im Zeitraum 1998-2002 um über \$ 360 Mrd. bzw. rund 80%. Der grösste Teil dieser Mittel war in US-Wertpapieren angelegt (McCauley 2003). In diesem Zeitraum hatten die Nettokäufe von US-Wertpapieren durch Gebietsansässige asiatischer Länder (ohne Japan) einen Anteil von 13% an den gesamten Käufen von US-Wertpapieren durch Gebietsfremde und finanzierten somit einen grossen Teil des US-Leistungsbilanzdefizits (Grafik 4).

Auch Gebietsansässige anderer aufstrebender Volkswirtschaften beginnen nun, ihre Anlagen an entwickelten Märkten aufzustocken. Sogar Länder, die Nettokapitalimporteure sind, beginnen, Kapital zu exportieren, um von einer grösseren Diversifizierung zu profitieren. Chile hat die Obergrenze für ausländische Vermögenswerte in chilenischen Pensionsfonds seit 1992 stufenweise von 3% auf 25% angehoben, und seither stieg der Bestand an ausländischen Werten in diesen Fonds von Null auf \$ 8 Mrd. Auch Mexiko dürfte in naher Zukunft seine Vorschriften dahingehend ändern, dass mexikanische Pensionsfonds bis zu 20% ihrer Mittel im Ausland anlegen können.

Gebietsansässige aufstrebender Länder verstärken ihre Auslandsinvestitionen



Gebietsansässige aufstrebender Volkswirtschaften gewinnen nicht nur als Auslandsinvestoren an Bedeutung, sondern auch als Schuldner an entwickelten Märkten. In der Vergangenheit nutzten Gebietsansässige aufstrebender Länder in erster Linie nicht regulierte Märkte wie den Eurobond-Markt oder wenig regulierte Märkte wie den weltweiten Anleihemarkt zur Mittelbeschaffung (Grafik 5).⁴ Seit der Mitte der neunziger Jahre nutzen sie vermehrt die regulierten öffentlichen Wertpapiermärkte. Insbesondere haben sich immer mehr lateinamerikanische, ostasiatische und mitteleuropäische Unternehmen dafür entschieden, ihre Aktien auch an einer internationalen Börse notieren zu lassen. Die Zahl lateinamerikanischer Unternehmen, deren Aktien sowohl an ihrer heimischen Börse als auch an der New York Stock Exchange notiert sind, verdreifachte sich zwischen 1995 und 2002 von 31 auf 94. Um Zugang zu den öffentlichen Märkten der USA zu erhalten, müssen ausländische Unternehmen die gleichen Standards für Publizität, Rechnungslegung und Unternehmensführung erfüllen wie notierte US-Unternehmen – Standards, die strikter sind als in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften.

Emittenten nutzen regulierte internationale Märkte

Neue Verflechtungen, neue Herausforderungen

Die zunehmende Verflechtung der entwickelten und aufstrebenden Finanzmärkte bringt sowohl Vorteile als auch Herausforderungen mit sich.⁵ Die Diversifizierung der Anlegerbasis für Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften, der veränderte Charakter des Bankgeschäfts und die steigende Inanspruchnahme der entwickelten Märkte durch Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften vergrössern den für Investitionen verfügbaren Kapitalpool, erweitern die Palette der bereitgestellten Finanzdienstleistungen und verbessern insgesamt den Spar- und Investitionsprozess. Gleichzeitig stellen sie die Politik vor eine neue Herausforderung: Wie kann gewährleistet werden, dass immer stärker verflochtene Finanzmärkte zuverlässig funktionieren?

Eine Herausforderung ist die Herausbildung einer Hierarchie von Märkten. Da die Marktintegration die Messung und vor allem das Management von Risiken erleichtert, ist mit zunehmender Preisdiskriminierung zu rechnen. Die Vorteile des höheren Integrationsgrades dürften daher in erster Linie gut geführten Volkswirtschaften zugute kommen, deren Wachstumsaussichten als gut angesehen werden. Länder mit höherem Risiko könnten im internationalen Finanzsystem zunehmend marginalisiert werden und unter unverhältnismässig hohen Risikoprämien leiden.

Bei ausländischen Direktinvestitionen ist eine solche Hierarchisierung bereits erkennbar: Sie sind auf eine relativ kleine Zahl von Ländern konzentriert

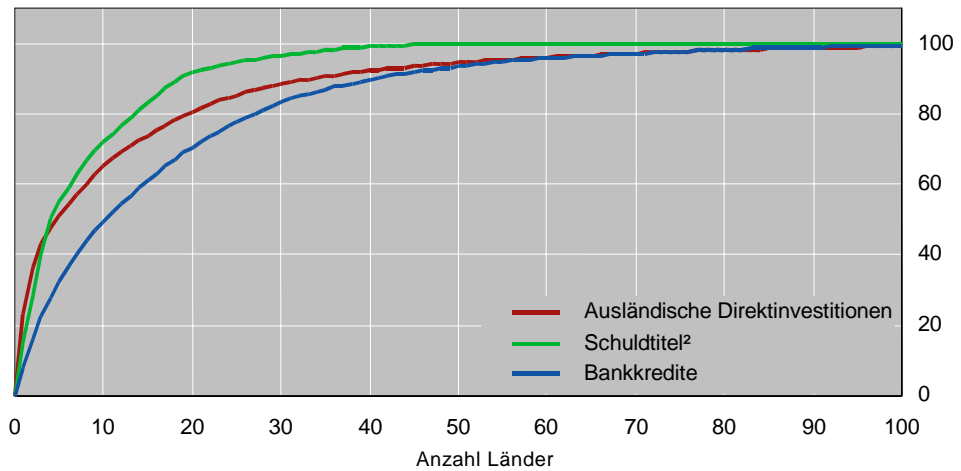
Integration könnte zu einer stärkeren Hierarchisierung der internationalen Märkte führen ...

⁴ Die meisten in aufstrebenden Volkswirtschaften emittierten Globalanleihen werden nach Rule 144A der US Securities and Exchange Commission (SEC) platziert. Gemäss Rule 144A dürfen grosse US-Finanzinstitute zuvor akquirierte Privatplatzierungen verkaufen, ohne die Wertpapiere bei der SEC registrieren oder zwei Jahre lang halten zu müssen.

⁵ Seit der Asien-Krise ist die Zahl der akademischen Studien und offiziellen Berichte über diese Vorteile und Herausforderungen markant gestiegen. S. Rajan und Zingales (2003), FSF (2000) und White (2000).

Konzentration der Anlagen in aufstrebenden Volkswirtschaften

Kumulierte Verteilung der ausstehenden Anlagen Ende 2002, in Prozent¹



¹ Ausländische Direktinvestitionen: Ende 2001. ² Ohne Brady-Anleihen und andere umstrukturierte Emissionen.

Quellen: UNCTAD; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; nationale Stellen; BIZ. Grafik 6

(Grafik 6). Die Argentinien-Krise hat das Bewusstsein für politische Risiken geschärft und wirft somit auch die Frage auf, inwieweit weniger stabile Länder ausländische Direktinvestitionen in Wirtschaftszweigen mit hoher Regulierungsdichte wie dem Banken- und dem Energiesektor anziehen können. Die Portfolioinvestitionen sind sogar noch stärker konzentriert. Viele institutionelle Anleger dürfen nach den für sie geltenden Vorschriften keine Schuldtitel mit einem Rating unterhalb der Anlagequalität halten. Schuldner mit niedrigerem Rating haben auch erhebliche Schwierigkeiten, Zugang zu den Derivatmärkten zu erhalten, wo Bedenken hinsichtlich des Ausfallrisikos eine grosse Rolle spielen. Dies beschränkt tendenziell das Instrumentarium für das Risikomanagement, das solchen Schuldnern zur Verfügung steht.

Der Rückgang des grenzüberschreitenden Kreditgeschäfts der Banken könnte eine Hierarchisierung zusätzlich fördern. Früher hatten Banken stärker diversifizierte Portfolios als andere Anleger und setzten bei Kreditnehmern aus Ländern mit hohem Risiko Sicherheiten und restriktive Auflagen in den Darlehensverträgen ein. Da die Banken ihre Aktivitäten nun neu orientieren und institutionelle Anleger an Bedeutung gewinnen, könnten die Finanzierungsbedingungen für Länder mit niedrigerem Rating schwieriger werden, während sie sich für Länder mit höherem Rating verbessern.

Eine zweite, damit verbundene Herausforderung ist der Umgang mit Finanzzyklen. Die Integration erleichtert zwar die Preisfindung für Risiken und das Risikomanagement, eliminiert aber nicht unbedingt ausgeprägte Hausse- und Baissezyklen der Finanzierungsströme und der Preise für Vermögenswerte. Infolge der Liberalisierung des Finanzsektors dürften solche Zyklen im Gegenteil wahrscheinlicher werden. Die Erfahrung zeigt, dass Anleger die Risiken im Aufschwung eher unterschätzen und im Abschwung eher überschätzen (Borio et al. 2001). Im Aufschwung unterschätzen sie z.B. häufig

... die konjunkturelle Schwankungsbreite im Finanzsektor vergrössern ...

die Möglichkeit, dass wenig wahrscheinliche, mit hohen Verlusten verbundene Ereignisse wie Konkurse eintreten.

Bessere Preisfindungs- und Managementmechanismen für Währungs- und Liquiditätsrisiken sind von zentraler Bedeutung, um die Widerstandsfähigkeit aufstrebender Volkswirtschaften gegenüber Finanzzyklen zu stärken. Schuldner, deren Bilanzen Währungs- und Fälligkeitsinkongruenzen aufweisen, sind anfällig gegenüber Veränderungen der Risikobereitschaft von Anlegern. Ein Mittel der Politik, bessere Preisfindungs- und Managementmechanismen für Währungsrisiken zu fördern, ist mehr Flexibilität bei den Wechselkursen zuzulassen. Liquiditätsrisiken lassen sich dadurch mindern, dass bei der Verwaltung der Devisenreserven potenzielle kurzfristige Devisenverbindlichkeiten berücksichtigt werden. In aufstrebenden Volkswirtschaften mit schwachen Finanzsystemen kann es auch angebracht sein, bestimmte Beschränkungen der Kapitalzuflüsse beizubehalten. Darüber hinaus kann die Entwicklung lokaler Wertpapiermärkte mit auf Landeswährung lautenden Emissionen einen grossen Beitrag zur Beseitigung von Inkongruenzen leisten.

Dies führt zu der dritten Herausforderung infolge der stärkeren Verflechtung: den Trade-offs, die mit dem Management und Handel finanzieller Risiken an Inlandsmärkten einerseits und an internationalen Märkten andererseits verbunden sein können. Durch den Zugang zu der höheren Liquidität, die internationale Märkte in der Regel bieten, können Gebietsansässige aufstrebender Volkswirtschaften ihre Finanzierungskosten senken und ihre Ersparnisse gemäss ihren eigenen Präferenzen anlegen. Wenn sie jedoch diese Finanzierungsmöglichkeiten in vollem Umfang nutzen wollen, benötigen sie Zugang zu gut funktionierenden Derivatmärkten, um die damit verbundenen Wechselkursrisiken aufzufangen. Hierzu wiederum sind Systeme zum Management der Kreditrisiken ihrer Geschäftspartner erforderlich, insbesondere an den ausserbörslichen Märkten, die von einer Hand voll Händler dominiert werden. An Bedeutung gewinnt darüber hinaus eine solide Infrastruktur für den grenzüberschreitenden Handel und Zahlungsausgleich als Mittel zur Begrenzung operationeller Risiken. Auch angemessene Sicherheiten und Netting-Vereinbarungen können hier hilfreich sein.

Die Verlagerung der Finanzierungsgeschäfte ins Ausland kann die negative Auswirkung haben, dass lokale Finanzsysteme in ihrer Fähigkeit zur Preisfindung für finanzielle Risiken und zum Handel mit diesen Risiken geschwächt werden oder dass der Anreiz schwindet, entsprechende Märkte zu entwickeln. Liquidität konzentriert sich tendenziell in spezifischen Finanzinstrumenten und Märkten. Jeder ausländische Anleger, der statt Aktien an aufstrebenden Märkten American Depositary Receipts (ADR) erwirbt, entzieht der lokalen Börse Liquidität und führt sie der New Yorker Börse zu, sodass der Anreiz für andere Anleger steigt, es ihm gleichzutun. Infolgedessen nimmt die Liquidität inländischer Finanzmärkte ab, und für Unternehmen, die keinen direkten Zugang zu internationalen Mittelquellen haben, steigen die Finanzierungskosten (Claessens et al. 2002).

... und die Liquidität der Inlandsmärkte verringern

Herausforderung für die Politik: Förderung des Wettbewerbs und Öffnung der Märkte

In dieser Lage ist die Politik aufgerufen, die Entwicklung von Finanzmarktstrukturen zu fördern, die die Zugänglichkeit einer breiten Palette von Finanzdienstleistungen mit effizienten Preisfindungs- und Managementmechanismen für Risiken kombinieren. Die Förderung des Wettbewerbs an inländischen Finanzmärkten – zwischen Emittenten, Anlegern und Intermediären – kann hierzu einen wichtigen Beitrag leisten. Das Gleiche gilt für die internationale Integration dieser Märkte, etwa durch die Einführung international vereinbarter gesetzlicher und regulatorischer Standards sowie eine weitere Lockerung der Kapitalverkehrskontrollen.

Bibliografie

Bekaert, G. und C. Harvey (1997): „Emerging equity market volatility“, *Journal of Financial Economics*, 43, S. 29-77.

Bekaert, G., C. Harvey und A. Ng (2003): „Market integration and contagion“, *NBER Working Papers*, Nr. 9510, Februar.

Borio, C., C. Furfine und P. Lowe (2001): „Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options“, in *Marrying the macro- and microprudential dimensions of financial stability*, *BIS Papers*, Nr. 1, März, S. 1-57.

Claessens, S., D. Klingebiel und S. Schmukler (2002): „Explaining the migration of stocks from exchanges in emerging economies to international centres“, *Centre for Economic Policy Research discussion paper*, Nr. 3301, April.

Fernandez, D. und S. Klassen (2003): *Asian Bond Fund crawls, but should it ever walk?*, mimeograph, J.P. Morgan Chase, 12. Juni.

Financial Stability Forum (2000): *Report of the Working Group on Capital Flows*, 5. April.

International Monetary Fund (2003a): „Exchange arrangements and foreign exchange markets“, *World Economic and Financial Surveys*.

——— (2003b): *Global Financial Stability Report*, März.

McCauley, R. (2003): „Kapitalströme in Ostasien seit der Krise von 1997“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni, S. 45-61.

McCauley, R., J. Ruud und P. Wooldridge (2002): „Globalisierung des internationalen Bankgeschäfts“, *BIZ-Quartalsbericht*, März, S. 46-59.

McGuire, P. und M. Schrijvers (2003): „Gemeinsame Bestimmungsfaktoren von Renditenaufschlägen für aufstrebende Volkswirtschaften“, *BIZ-Quartalsbericht*, demnächst.

Packer, F. (2003): „Vorsicht Stufe: Unterschiede im Rating für Staatsschulden in Landes- und in Fremdwährung“, in dieser Ausgabe des *BIZ-Quartalsberichts*.

Rajan, R. und L. Zingales (2003): *Saving capitalism from the capitalists*, Random House, London.

White, W. (2000): „Recent initiatives to improve the regulation and supervision of private capital flows“, *BIS Working Papers*, Nr. 92, Oktober.

World Bank (2003): *Global Development Finance*, Washington.