

Globalisierung, Finanzmärkte und Entwicklungsländer

Von Dr. Martina Metzger

In diesem Beitrag werden

- grundlegende Begriffe zum Thema Globalisierung und Finanzmärkte geklärt (S. 1ff),
- die Ursachen und Folgen der Währungs- und Bankenkrise der 1990er Jahre in den Entwicklungs- und Schwellenländern erläutert (S. 5ff),
- die Auswirkungen der jüngsten globalen Finanzkrise auf die Entwicklungs- und Schwellenländer analysiert (S. 14ff),
- das Krisenmanagement der Entwicklungs- und Schwellenländer beschrieben (S. 20f).

1. Globalisierung und Finanzmärkte – Einleitende Bemerkungen

1.1. Was ist Globalisierung?

Das Lexikon der internationalen Wirtschaftsbeziehungen beschreibt Globalisierung allgemein als „(...) die Zunahme der Intensität und der Reichweite grenzüberschreitender Interaktionsprozesse“ (Plümper 1996: 126).

Diese grenzüberschreitenden Interaktionsprozesse sind nicht ausschließlich dem Bereich der Ökonomie zuzuordnen, sondern umfassen Fragen der Migration, der Sicherheit, des Umweltschutzes sowie Kultur und Kommunikation. Dennoch konzentriert sich in vielen Ländern die gesellschaftspolitische Debatte um Ursachen, Formen, Akteure und Folgen der Globalisierung auf ihre wirtschaftspolitischen Aspekte.

Im Bereich der Wirtschaftsbeziehungen sind der Anstieg des internationalen Handels mit Gütern und Dienstleistungen und der Zuwachs grenzüberschreitender Kapitalströme in Form von Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen und Krediten von Bedeutung. Dabei geht es nicht nur um den wertmäßigen Anstieg von Handels- und vor allem Kapitalbewegungen, sondern vielmehr um die Internationalisierung von Wirtschaftsprozessen und wirtschaftlichen Entscheidungen von Unternehmen, Banken und Vermögensverwaltungen sowie von Regierungen.

1.2. Was unterscheidet grenzüberschreitende von binnenwirtschaftlichen Aktivitäten?

Nationen grenzen sich in ökonomischer Hinsicht von anderen Nationen durch ihre jeweiligen Währungen ab. Demnach bedingen grenzüberschreitende oder internationale Wirtschaftsbeziehungen - im Gegensatz zu rein binnenwirtschaftlichen Prozessen - immer währungsüberschreitende Aktivitäten entweder des Handels mit Gütern und Dienstleistungen oder der Kapitalströme.

Häufig ist die ökonomische, politische und rechtliche Souveränität gleichzeitig gegeben und wird aufgrund der gemeinsamen Erscheinungsform kaum differenziert wahrgenommen.

Historisch betrachtet ist es jedoch sowohl für Industrie- als auch Entwicklungsländer nicht ungewöhnlich, dass diese drei Bereiche nicht immer zeitgleich entwickelt werden: Nach der zunächst erfolgten rechtlichen Unabhängigkeit beispielsweise der früheren kolonisierten Länder konstituierte erst die Ausgabe einer eigenen Währung ihre gegenüber den Kolonialländern eigenständige ökonomische Existenz. Ein ähnliches Vorgehen war bei den ehemaligen Sowjetrepubliken beobachtbar, die nach der Auflösung der UdSSR ihre wirtschaftliche Selbständigkeit erst allmählich durch die Emission einer eigenen Währung anzeigten.

Aber auch die Aufgabe der ökonomischen, politischen und rechtlichen Souveränität verläuft historisch nicht immer gleichförmig: Während die DDR erst im Oktober 1990 rechtlich und politisch mit dem Gebiet der Bundesrepublik Deutschland verschmolzen wurde, beendete sie bereits im Juli mit der Übernahme der D-Mark als einzig offiziell anerkanntes Zahlungsmittel ihre ökonomische Existenz.

Ähnliches gilt auch für die an der Euro-Zone beteiligten Staaten, die mit der endgültigen Fixierung der Wechselkurse 1999 und spätestens mit der Einführung des Euro 2001 in ökonomischer Hinsicht in nicht-selbständige europäische Bundesländer transformiert wurden, ohne dass dieser Veränderung zeitgleich von einem politisch äquivalenten Schritt in Form der Bildung einer europäischen Bundesregierung begleitet worden wäre.

1.3. Was versteht man unter der Globalisierung der Finanzmärkte?

Eine *geschlossene* Volkswirtschaft weist neben dem Gütermarkt und dem Arbeitsmarkt einen nationalen Finanzmarkt auf, zu dem der Geld-, der Kredit- und der Vermögensmarkt gehören.

Eine *offene* Volkswirtschaft benötigt einen zusätzlichen Markt, auf dem sich die erwähnten grenzüberschreitenden Aktivitäten entfalten bzw. diese abgewickelt werden können.

Der Devisenmarkt erlaubt die Aufnahme und den Ausbau von Wirtschaftsbeziehungen mit internationalem Charakter, und der sich auf dem Devisenmarkt bildende Preis – der Wechselkurs – bewertet und stellt die grenzüberschreitenden Aktivitäten zueinander ins Verhältnis.

Der Wechselkurs bestimmt einerseits die Wettbewerbsfähigkeit der heimisch produzierten Güter und Dienstleistungen auf dem Binnen- und Weltmarkt und stellt andererseits einen Vermögenspreis dar, da er in heimischer Währung denominatedes Vermögen im Vergleich zu Fremdwährungsvermögen bewertet.

Bei der Globalisierung der Finanzmärkte handelt es sich um Finanzmarkttransaktionen wie beispielsweise die Aufnahme von Krediten, die Begebung von Anleihen oder die Anlage von Vermögenswerten, die mit einem Währungswechsel verbunden sind.

Als Beispiel können eine Kreditaufnahme in US Dollar des mexikanischen Staates, eine Begebung einer Anleihe in Yen eines südkoreanischen Automobilherstellers oder der Kauf von Aktien an der südafrikanischen Börse durch einen Versicherer mit den Euro-Beiträgen deutscher Versicherter dienen.

Die seit Beginn der 70er Jahre sich beschleunigende Globalisierung von Finanzmärkten hat nicht nur zu einem starken Anstieg von internationalen Finanzmarktaktivitäten geführt, sondern ist durch eine weitreichende Liberalisierung der Kapitalbewegungen gekennzeichnet. Dabei ist die Intensivierung des Wettbewerbes zwischen Unternehmen, Banken und Vermögensverwaltern das zentrale Instrument dieser zeitgenössischen Globalisierungswelle.

1.4. Was sind Vor- und Nachteile der Globalisierung?

Das Phänomen der Globalisierung hat in vielen Ländern heftige gesellschaftspolitische Debatten um die Zweckmäßigkeit und die Steuerbarkeit von globalisierten Wirtschaftsprozessen ausgelöst.

Als Hauptargument wird vor allem angeführt, dass die Globalisierung insgesamt zu mehr gesamtwirtschaftlicher Wohlfahrt führt.

Nach Ansicht der Globalisierungsbefürworter führt die Öffnung der heimischen Märkte durch den Abbau von Handels- und Finanzmarktregulierungen dazu, dass Unternehmen kostengünstigere Importprodukte, mehr und billigere Kredit- und Anleihenmöglichkeiten und günstigere Produktionsstandorte zur Verfügung stehen. Damit können Unternehmen ihre Kosten für Vor- und Zwischenprodukte, Fremdkapitalfinanzierung sowie Personal- und Betriebskosten senken. Darüber hinaus gewährleistet die Globalisierung den unbegrenzten Zugang zu und damit eine schnellere Übernahme von qualitativ höherwertiger Technologie, was sich in einem Anstieg der Produktivität niederschlägt.

Insgesamt verbessert Globalisierung, so die Argumentation, somit die Wettbewerbsposition von Unternehmen sowohl auf ihren heimischen als auch internationalen Märkten und erhöht die Realeinkommen der Konsumenten. Ob Globalisierung jedoch neben der besseren Allokation von Ressourcen und Produktionsfaktoren (Arbeit, Kapital) automatisch zu höherem Wachstum führt, ist selbst innerhalb der Globalisierungsbefürworter umstritten.

Die den Globalisierungsprozess seit den 1970er Jahren charakterisierende Liberalisierung beinhaltet jedoch auch weitreichende Risiken, die insbesondere von der Zivilgesellschaft thematisiert werden.

Der erhöhte internationale Konkurrenzdruck der Globalisierung führt bei den Verlierern zu einem Verlust von Marktanteilen und einer damit einhergehenden Vernichtung von Arbeitsplätzen.

Liberalisierung kann zu ganzen Produktionsstillegungen oder (feindlichen) Übernahmen führen, wenn die heimischen Unternehmen und Finanzinstitute nicht ausreichend wettbewerbsfähig sind. Darüber hinaus stehen Regierungen immer weniger finanzielle Mittel für Ausgaben zur Verfügung, womit sie zunehmend an Gestaltungsspielraum und Entscheidungsmacht verlieren.

Unternehmen und Finanzinstitute entziehen sich durch die Verlagerung des Stammsitzes, die Verwendung interner Verrechnungspreise und die Gründung von Auslandsgesellschaften in Off-shore-Zentren der Besteuerung. Regierungen wiederum senken Unternehmenssteuersätze, um Kreditinstitute und Unternehmen von einer Verlagerung abzuhalten oder um selbst Direktinvestitionen anzulocken (Lanzet/Metzger). Traditionelle öffentliche Güter wie

Ausbildung, Zugang zu Trinkwasser oder über Jahrzehnte gewachsene Sozialversicherungssysteme werden privatisiert.

Insbesondere der Abbau aller Kapitalverkehrskontrollen führt dazu, dass Finanzinstitutionen sehr schnell Vermögenswerte in Höhen von mehreren Milliarden Euro von einer Ökonomie zu einer anderen verschieben können und dadurch starke Schwankungen von Wechselkursen, Zinsen und Aktienpreise in Ländern hervorrufen.

Mit der zunehmenden Vernetzung durch die Globalisierung steigt auch das Risiko, dass zunächst regional begrenzte Krisen wie beispielsweise die Asienkrise negative Spill-over-Effekte auf weltweiter Ebene in sich tragen und so die Anfälligkeit aller Länder zunimmt. Diese wachsende Instabilität kann zu großen internationalen wie auch nationalen Verwerfungen führen, denen die internationale Gemeinschaft bislang nur unzureichende Handlungsoptionen entgegensetzen konnte.

2. Internationale Finanzmärkte und Entwicklungsländer

2.1. Original Sin

Die Unfähigkeit, sich auf den internationalen Finanzmärkten in heimischer Währung zu verschulden, wird Original Sin (Erbsünde) genannt.

Die folgende Abbildung zeigt, dass sowohl die traditionellen Finanzzentren (USA, Großbritannien, Japan und die Schweiz) als auch Euroland kaum von Original Sin betroffen sind. Dagegen weisen Entwicklungsländer den höchsten Wert von Original Sin auf.

Abgesehen von einigen wenigen Schwellenländern müssen Entwicklungsländer Kredite und Anleihen in Fremdwährung aufnehmen, wenn sie auf dem internationalen Markt Zugang zu Finanzmitteln suchen. Dies gilt für alle Akteure in Entwicklungsländern, einschließlich staatlicher Unternehmen und Regierungen.

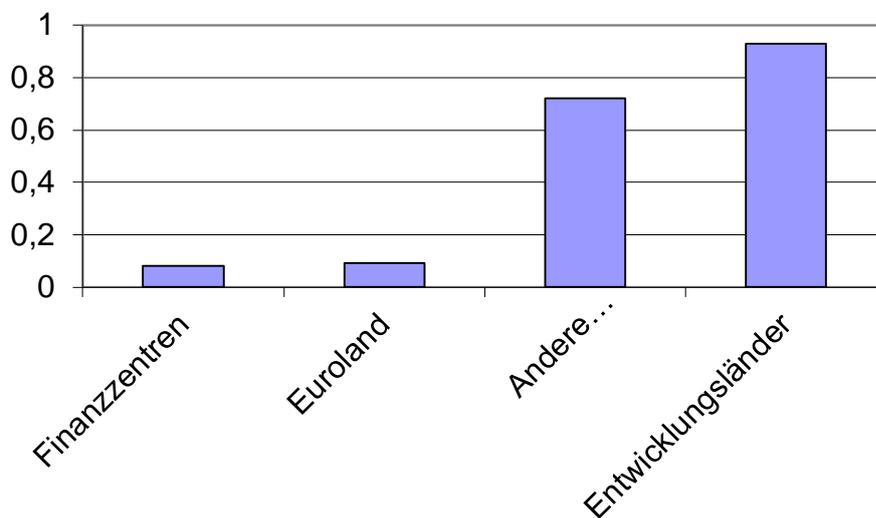
Am Umfang der Original Sin hat sich in den letzten Jahren wenig geändert: Waren 1999 insgesamt 97 Prozent aller international aufgelegter Wertpapiere in den 5 Währungen US Dollar, Euro, Yen, Schweizer Franken und britisches Pfund denominiert, so waren es 9 Jahre

später noch 96 Prozent (Eichengreen et. al. 2002, Hausmann/Panizza 2010). Drei Viertel aller ausstehenden Wertpapiere (1999: 90 Prozent), die von Entwicklungs-, Schwellen- und Transformationsländern aufgelegt wurden, nehmen als Basis diese 5 Währungen (Hausmann/Panizza 2010).

Bestimmte Gruppen von Entwicklungsländern wie die 48 am wenigsten entwickelten Länder, die Least Developed Countries, haben keinerlei Zugang zu den internationalen Kredit- und Anleihemärkten. Sie sind entweder auf zinsgünstige Kredite von internationalen Organisationen (wie beispielsweise der Weltbankgruppe und der regionalen Entwicklungsbanken) oder von staatlichen Institutionen der Industrieländer angewiesen.

Alternativ bleibt ihnen lediglich ihre Rohstoffvorkommen an transnationale Konzerne zu verkaufen oder gegenwärtige und zukünftige Rohstoff Erlöse als direkte Sicherheit für einen Kredit zu einzubringen.

Original Sin nach Ländergruppen



(Quelle: Panizza (2006).

Mit dem Aufbau von Fremdwährungsverbindlichkeiten ist grundsätzlich nicht nur der Anspruch auf Tilgung dieser Auslandsschuld nach Ablauf der vereinbarten Frist, sondern gleichzeitig der Anspruch auf Zinszahlung verbunden.

Dies erscheint zunächst als eine kaum erwähnenswerte Banalität, aber dies ist gleichbedeutend damit, dass jedes Fremdwährungs*angebot* seitens internationaler Anleger eine Fremdwährungs*nachfrage* der heimischen, in Fremdwährung verschuldeten Akteure schafft, die größer ist als das ursprüngliche Angebot.

Oder anders ausgedrückt: Jeder Kredit in Euro an Unternehmen, Banken oder Regierungen eines Entwicklungslandes verursacht während seiner Laufzeit seitens dieser Akteure eine Nachfrage nach Euro, die der ursprünglichen Kreditsumme plus den Zinsen entspricht und damit höher ausfällt als der ursprüngliche Kredit. Wenn das Land nicht anderweitig - und das heißt über einen positiven Nettoexport seiner Güter und Dienstleistungen - diese für die Rückzahlung des Kredites notwendigen Euro erwirtschaften kann, kann der Kredit nicht ausreichend oder rechtzeitig bedient werden.

Deshalb sind Handelsbeschränkungen in Industrieländern für Produkte aus Entwicklungsländern besonders schädlich. Dazu gehören sogenannte Selbstbeschränkungsabkommen, in denen Entwicklungsländer sich verpflichten, ihre Exporte in die Industrieländer 'freiwillig' zu beschränken. Ebenso problematisch ist die hohe Subventionierung von Produkten in Industrieländern, mit denen Entwicklungsländer in direkter Konkurrenz stehen.

Die hochsubventionierte Landwirtschaft der Europäischen Union verhindert nicht nur einen Anstieg von landwirtschaftlichen Importen aus Entwicklungsländern, sondern verdrängt afrikanische, asiatische und lateinamerikanische Produzenten auch aus ihren lokalen Märkten. Insgesamt nimmt die EU-Agrarpolitik damit Entwicklungsländern eine wichtige Einnahmequelle für Devisen, die sie für die Tilgung ihrer Auslandsverschuldung dringend benötigen.

2.2. Währungs- und Banken Krisen in den 1990ern

Die 1990er Jahre waren in ökonomischer Hinsicht durch schwere Zahlungsbilanz- - oder wie sie häufig auch bezeichnet werden - Währungskrisen in Entwicklungs- und Schwellenländern geprägt. Insbesondere die südostasiatische Krise, deren Beginn gemeinhin auf die Freigabe des thailändischen Bath gegenüber dem US Dollar im Juli 1997 zurückgeführt wird, kann sicherlich zurecht als *das* ökonomische Ereignis des ausgehenden 20. Jahrhunderts nicht nur für Entwicklungsländer bezeichnet werden. Ein Vorläufer der südostasiatischen Krise war die

Tequila-Krise 1994/1995, die sowohl Mexiko als auch Argentinien erfasst hatte. Russland (1998/99), Brasilien (1999) sowie Argentinien (2001/2002) folgten der Asienkrise.

Gemeinsame Merkmale dieser Währungskrisen waren einerseits eine ansteigende Auslandsverschuldung, insbesondere im kurzfristigen Bereich, und andererseits umfangreiche Spekulationsattacken durch internationale Anleger auf den jeweiligen Wechselkurs. Einige Beobachter sprachen von einem geradezu panikartigen Ausstieg internationaler Gläubiger aus den Finanzmärkten dieser Entwicklungs- und Schwellenländer. Darüber hinaus konnte ein bis dato neues Verhalten von internationalen Anlegern festgestellt werden, das sog. Herdentierverhalten.

Kündigt ein relevanter Investor einen Rückzug seiner Forderungen an bzw. verweigert er eine Verlängerung eines Kredites, so werten das andere Anleger als ein Signal für eine bevorstehende Zahlungsunfähigkeit des betroffenen Landes und eine drastische Abwertung seines Wechselkurses. Darauf reagieren internationale Kreditgeber, indem sie die Fristigkeit ihrer Forderungen entsprechend verringern, um im Falle einer bevorstehenden Abwertung relativ schnell und flexibel reagieren zu können, während Portfolioanleger einen Verkauf der von ihnen gehaltenen Aktien und Wertpapiere durchführen, um sich durch den vorzeitigen Wechsel in eine Hartwährung den Konsequenzen einer Abwertung weitestgehend zu entziehen.

Die Zentralbanken der betroffenen Entwicklungs- und Schwellenländer können versuchen, diesen 'Vertrauensverlust', oder etwas genauer formuliert, die Abwertungserwartung durch eine Zinssatzerhöhung zu konterkarieren. Eine stark restriktiv ausgerichtete Geldpolitik mit in Einzelfällen bis zu 40 Prozent kurzfristigen realen Zinssätzen wie in Brasilien oder Malaysia ist jedoch ein 'zweischneidiges', zuweilen sogar ein stumpfes Schwert.

Hohe inländische Zinsen reduzieren nicht nur die inländische Nachfrage und Wachstum, sondern können heimische Unternehmen und Banken in die Illiquidität treiben. Darüber hinaus wird ein starker Anstieg des Zinsniveaus in sehr kurzer Zeit von internationalen Anlegern häufig als Zeichen dafür gewertet, dass die betroffenen Zentralbanken über keine ausreichenden Devisenreserven mehr verfügen und somit eine Zahlungsunfähigkeit der Ökonomie tatsächlich kurz bevorsteht. Somit kann ein starker Anstieg der Zinsen auch den Vertrauensverlust in die eigene Währung noch beschleunigen statt ihn umzukehren. Wenn die

Devisenreserven aufgebraucht sind, bleibt den Zentralbanken der betroffenen Länder nichts anderes übrig, als die Wechselkurse dem Verfall – in Asien und Argentinien bis zu 80 Prozent – preiszugeben.

Sozio-ökonomische Folgen von Währungskrisen

Eine Währungskrise verursacht Anpassungsprozesse mit sozio-ökonomischen Verwerfungen in teilweise dramatischem Ausmaß.

Der Anpassungsdruck lastet zunächst vor allem auf den in Fremdwährung verschuldeten Akteuren, da die Abwertung deren Realschuld bezogen auf Einnahmen in heimischer Währung erhöht. Beschäftigte werden entlassen und Aktiva (Immobilien, Aktien) werden vermehrt verkauft. Es kann zu weitreichenden Konkursen im Unternehmens- und Bankensektor kommen. Mittelbar ist der Anpassungsdruck auf Arbeitnehmer sowie Unternehmen und Geschäftsbanken, die zwar keine Fremdwährungsverbindlichkeiten halten, aber aufgrund von Liquiditätsproblemen und Insolvenz ihrer in Fremdwährung verschuldeten Kunden bzw. Kreditnehmer Forderungen abschreiben und im schlimmsten Falle selbst Konkurs anmelden müssen.

Resultat der auf dem Devisenmarkt ausgelösten Währungskrise sind somit Anpassungsprozesse auf dem heimischen Vermögens-, Güter- sowie Arbeitsmarkt, die sich durch die Vernichtung von Vermögenswerten und Produktionskapazitäten insbesondere in einem Entwicklungsland ohne weitreichende soziale Sicherungssysteme in einem Anstieg des informellen Sektors ausdrücken.

Schätzungen der UNCTAD belaufen sich auf etwa 20 Millionen Menschen, die sich als direkte Folge der Asienkrise durch den Verlust von Arbeitsplätzen und dem Verlust von Familieneinkommen im informellen Sektor verdingen müssen.

Bankenkrisen als Folgen von Währungskrisen

Teilweise gehen Währungskrisen mit Bankenkrisen einher, wie am Beispiel der südostasiatischen Länder oder Argentiniens gut zu beobachten war. Banken sind als Finanzintermediäre gleichzeitig Gläubiger und Schuldner, in dem sie einerseits Forderungen gegenüber anderen Banken, aber auch dem Nichtbankensektor in Form von Unternehmen und

den privaten Haushalten halten, und andererseits selbst Verbindlichkeiten vor allem gegenüber der Zentralbank und anderen Banken eingehen.

Haben heimische Banken hohe Fremdwährungsverbindlichkeiten, so sind sie von einer Abwertung direkt betroffen, da ihre Verbindlichkeiten im Verhältnis zu ihren Forderungen ansteigen. Alleine diese Veränderung kann zu einer Insolvenz einer Bank führen, da Banken im Gegensatz zu produzierenden Unternehmen mit wenig Eigenkapital arbeiten.

Aber selbst wenn Kreditinstitute aus Entwicklungs- und Schwellenländern keine Fremdwährungsverbindlichkeiten halten, können sie durch eine Abwertung in ihrer Existenz bedroht sein. Die finanziellen Forderungen beispielsweise der asiatischen Geschäftsbanken, die sich einerseits aus handelbaren, nicht nominal fixierten Anteilen und andererseits aus Krediten zusammensetzten, wurden durch die Abwertung der Währungen so stark entwertet, dass ihr Eigenkapital nicht ausreichte, um den Forderungsverlust auszugleichen.

Durch die bestehenden Kreditbeziehungen zwischen den Kreditinstituten löst die Insolvenz einer Bank häufig eine Kettenreaktion aus und verursacht bei anderen Banken ebenfalls die Zahlungsunfähigkeit.

2.3. Hohe Risiken und zusätzliche Instabilitäten

Finanzmarktkrisen sind an und für sich kein neues Phänomen, aber die Geschwindigkeit der Veränderungen, das Volumen der umgesetzten Finanzmittel und die Intensität der durch internationale Finanzmarkttransaktionen ausgelösten Anpassungsprozesse haben seit den 1980er Jahren erheblich zugenommen.

Die Globalisierung hat die gegenseitigen Abhängigkeiten zwischen Ländern, aber auch Kreditinstituten, institutionellen Anlegern und dem Bankensystem erhöht und für die Finanzmärkte insgesamt Risiken eindeutig verstärkt und Instabilitäten zumindest erheblich gesteigert, wenn nicht gar verursacht.

Hohe Kapitalmobilität

Finanzmärkte reagieren grundsätzlich viel schneller und stärker als die Güter- oder Arbeitsmärkte, die ein relativ großes Beharrungsvermögen aufweisen.

Der Abbau von Kapitalverkehrskontrollen und die Aufhebung von Investitionsbeschränkungen in Entwicklungsländern ermöglichen international agierenden Banken, Versicherungen und Vermögensfonds in Sekunden, Milliardenbeträge in einen Finanzmarkt eines Entwicklungslandes zu lenken.

Genauso schnell jedoch können diese Milliardenbeträge das Land verlassen und stehen, wenn von Krediten mit Laufzeiten von 10 Jahren und mehr abgesehen wird, deshalb grundsätzlich nicht für langfristige Investitionen zur Verfügung.

Zunahme des internationalen Handels mit Finanzmarktstiteln

Neben der hohen Kapitalmobilität stellt die enorme Steigerung des internationalen Handelsvolumens mit Finanzmarktstiteln ein erhebliches Problem für Entwicklungsländer dar.

In Zeiten von Kapitalverkehrskontrollen beschränkten die Ersparnisse der Haushalte bei Banken, Versicherungen und Fonds die Liquidität, die zum Kauf von heimischen Forderungstiteln zur Verfügung stand. Nach einer Liberalisierung der Kapitalbewegungen jedoch treten zusätzlich ausländische Anleger und Investoren als Käufer auf den Finanzmärkten von Entwicklungsländern auf, deren Bilanzsummen häufig das Bruttoinlandsprodukt der Entwicklungsländer übersteigen.

Umfangreiche Kapitalzuflüsse und schnelle Kapitalabflüsse in ein Entwicklungsland führen zu erratischen Schwankungen von Schlüsselpreisen wie dem Wechselkurs, Aktien-, Anleihen- und sogar Immobilienpreisen, die für heimische Produzenten als wichtige Orientierung für Kosten und Wettbewerbsfähigkeit dienen.

Währungsspekulationen durch ausländische institutionelle Investoren

Insbesondere ausländische institutionelle Investoren, die Währungsspekulationen betreiben, destabilisieren die Finanzsysteme von Entwicklungsländern.

Sie nehmen in der Währung eines Entwicklungslandes einen Kredit auf und tauschen dann die Kreditsumme in Erwartung einer Abwertung in US Dollar oder Euro um. Bei einer Entwertung der heimischen Währung um beispielsweise 50 Prozent gegenüber dem US Dollar oder dem Euro reduziert sich die Kreditsumme entsprechend, bezogen auf das gewählte Beispiel ebenfalls um 50 Prozent.

In keinem anderen (legalen) Gewerbe ist es möglich, so hohe Gewinnspannen in so kurzer Zeit zu realisieren, weshalb immer wieder sogenannte Spekulationsattacken durchgeführt werden.

Wenn die Zentralbanken der Entwicklungsländer nicht über ausreichende Devisenreserven verfügen und bereit sind, im Extremfall dem heimischen Kreditmarkt jegliche Liquidität zu entziehen und somit die heimischen Unternehmen und Banken dem Risiko einer Insolvenz auszusetzen, sind Entwicklungsländer heute solchen Attacken ohne Schutz ausgeliefert.

Globale Ansteckungsgefahr

Durch die ansteigende internationale Vernetzung im Rahmen des Globalisierungsprozesses steigt die Ansteckungsgefahr. Vormalig auf ein Land beschränkte Krisen breiten sich regional, im Falle der Asienkrise auch auf Länder anderer Kontinente, aus. Das Herdentierverhalten ist nicht nur bei einem einzigen Land zu beobachten, sondern erfasst Entwicklungsländer nacheinander.

Die Asienkrise begann in Thailand durch die Freigabe des Baht. International agierende Banken und Anleger, die Forderungstitel auch in anderen Schwellenländern in Asien, aber auch in Südafrika und Lateinamerika hielten, haben diese Forderungen in Hartwährungen in Erwartungen von Folgeabwertungen in diesen Ländern umgeschichtet, wodurch einzelne Länder tatsächlich zahlungsunfähig wurden und den Wechselkurs freigeben mussten.

Der Ausstieg internationaler Gläubiger aus den Währungen dieser Entwicklungsländer resultierte in hohen Zinsen, einem Zusammenbruch der Investitionstätigkeit von Unternehmen und schweren Wachstumseinbrüchen.

Neue Finanzprodukte: Derivate

Ein weiteres Phänomen der liberalisierten Finanzmärkte ist die Entwicklung neuer komplexer Produkte. Zu den umstrittensten Produkten gehören abgeleitete Finanzinstrumente, sogenannte Derivate, die zu den am schnellst wachsenden Segmenten des Finanzmarktes gehören.

Weltweit werden Derivate mit einem Handelsvolumen von mehreren hundert Billionen US Dollar umgesetzt. Ein Derivat bezieht sich auf die Entwicklung eines anderen Preises

beispielsweise für Zinsen, Aktien, Währungen oder Edelmetalle bzw. deren Indices, aber auch Preise für ‚exotische‘ Werte wie das Klima, Natur oder Ökologie. Financial Engineers versuchen beispielsweise Erde, Wasser oder Luft an den Finanzmärkten handelbar zu machen, indem sie ihnen Preise zuordnen. Auf diese Preise bezieht sich dann ein Ökologie-Derivat.

Derivate stellen ein verbrieftes Recht auf einen bestimmten Kaufs- oder Verkaufspreis des dem Derivat unterliegenden Vermögensbestandes zu einem bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft dar.

Erwartet beispielsweise ein institutioneller Anleger den Anstieg eines Aktienpreises, so kauft er in der Gegenwart ein Derivat, das ihm in der Zukunft einen niedrigeren Kaufpreis als den von ihm erwarteten höheren Aktienpreis sichert. Realisiert sich die Erwartung, berechtigt das Derivat den institutionellen Investor in der Zukunft, Aktien zu einem niedrigen Preis zu kaufen, und er kann sie dann sofort zu einem höheren Preis verkaufen. In der Praxis werden die dem Derivat unterliegenden Vermögenswerte nicht immer gekauft oder verkauft, sondern es kann auch lediglich die Preisdifferenz zwischen garantiertem Kaufs- und aktuellem Marktpreis realisiert werden.

Durch den relativ hohen Einsatz von Fremdkapital weisen Geschäfte mit Derivaten sowohl eine hohe Eigenkapitalrendite als auch eine hohe Hebelwirkung auf. Wenn sich die Erwartung, auf der der Kauf des Derivates basiert, nicht realisiert, kann dies bei hohem Fremdkapitaleinsatz nicht nur zur Insolvenz des institutionellen Investors führen, sondern auch den Zusammenbruch anderer Fonds oder Banken, die als Fremdkapitalgeber fungieren, verursachen.

Long Term Capital Management ist der bekannteste mit der Insolvenz bedrohte Hedgefonds, der nur durch eine konzertierte Aktion u.a. durch US-Zentralbank gerettet werden konnte. Der Zusammenbruch wurde durch hohe Verluste aufgrund von Zinsarbitragegeschäften u.a. mit Russland und Brasilien herbeigeführt.

Insgesamt betrachtet hat der Globalisierungsprozess durch die Liberalisierung der Kapitalbewegungen die den Finanzmärkten inhärenten Instabilitäten umfassend verstärkt und die Krisentendenzen erhöht.

Die Veränderung von Schlüsselpreisen, insbesondere von Wechselkursen, durch Finanzmarkttransaktionen internationaler Akteure verursacht tiefgreifende

gesamtwirtschaftliche Krisen mit der Zahlungsunfähigkeit ganzer Sektoren, Branchen und Ländern.

Dieses als Systemrisiko der Finanzmärkte bezeichnete Phänomen betrifft vor allem Ökonomien, die eine Nettoschuldnerposition in Fremdwährung aufweisen. Zu dieser Gruppe von Ökonomien gehören im Wesentlichen Entwicklungsländer.

3. Globale Finanzkrise 2008-2010

Mit der Anmeldung der Insolvenz der viertgrößten US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 wurde aus der US-amerikanischen Immobilienkrise, die bereits seit 2007 schwelte, eine globale Finanzkrise.

Nach groß angelegten Rettungsaktionen für die drei bereits gestrauchelten Finanzinstitute Bear Sterns, Fanny Mae und Freddie Mac sowie für den Versicherungsriesen AIG verweigerte der damalige US-amerikanische Finanzminister Henry Paulson ein staatliches Rettungspaket für Lehman Brothers. Ebenso wenig konnte sich die US-amerikanische und internationale Finanzindustrie auf eine gemeinsame finanzielle Rettung der illiquiden Investmentbank einigen.

Die Insolvenz der internationalsten der US-amerikanischen Investmentbanken löste durch ihre starke Verflechtung mit den Finanzplätzen der Welt einen finanziellen Tsunami aus, der viele Finanzinstitute in den USA, Europa und Japan gleichermaßen an den Rand des Kollapses führte.

Nur durch die Bereitstellung von staatlichen Liquiditäts- und Eigenkapitalhilfen sowie Garantien für die Finanzindustrie, einschließlich einer Verstaatlichung kompletter Institute, konnte der Zusammenbruch des Finanzsektors und damit der Gesamtwirtschaft in den betroffenen Ländern verhindert werden.

3.1. Auswirkungen der globalen Finanzkrise auf Entwicklungsländer

Entwicklungs- und Schwellenländer hatten kaum *Erstrundeneffekte* der finanziellen Kernschmelze in den USA, Europa oder Japan zu verzeichnen. Nur wenige Finanzinstitute in

Schwellenländern hatten überhaupt sogenannte *toxic assets* bzw. illiquide Forderungs- und Vermögenstitel in ihren Bilanzen.

Dementsprechend war in keinem einzigen Entwicklungs- oder Schwellenland eine staatliche Stützung von Finanzinstituten zur Abwendung einer Insolvenz oder Illiquidität notwendig.

Lediglich Transformationsländer, deren Finanzmärkte einen hohen Anteil vorwiegend westeuropäischer Banken aufwiesen, hatten direkte negative Effekte von den Konzernzentralen der aus ihrer Sicht ausländischen Finanzinstitute zu verzeichnen.

Dennoch waren Entwicklungs- und Schwellenländer durch erhebliche *Zweit- und Drittrundeneffekte* im Finanz- und Handelssektor in Mitleidenschaft gezogen (Metzger/Taube, 2010).

Kapitalabfluss

Mit zunehmenden Liquiditätsanforderungen in ihren Heimatländern und kontinuierlich steigender Risikowahrnehmung erfolgte ein starker Abzug von Kapital seitens US-amerikanischer, europäischer und japanischer Finanzinstitute insbesondere aus Schwellen- und Transformationsländern.

Der Nettokapitalabfluss verursachte dramatische Kurseinbrüche an den Aktienmärkten sowie starke Abwertungen der Währungen der Schwellen- und Transformationsländer.

Heimische institutionelle Investoren wie beispielsweise Pensionsfonds haben diesen Abwärtstrend der Vermögenspreise in Schwellenländern dadurch verstärkt, dass sie ihre Bestände an heimischen Aktien und heimischen Anleihen ebenfalls reduziert haben.

Einschränkung von Handelskrediten aus Industrieländern

Die Umkehrung der Kapitalströme bewirkte darüber hinaus einen zeitweiligen starken Anstieg der Zinssatzdifferenz zwischen Anleihen aus Schwellenländern einerseits und Industrieländern andererseits. Zudem wurden die bis zum Ausbruch der Finanzkrise sonst übliche Bereitstellung und automatische Verlängerung von Handelskrediten ebenfalls zunehmend von Banken aus Industrieländern eingeschränkt.

Handelskredite sind für die Aufrechterhaltung des Welthandels insofern außerordentlich relevant als die Exporteure Importeuren kurzfristige und in Fremdwährung denominierte

Kredite zur Begleichung der Warenlieferungen gewähren und so den Warenaustausch finanziell erst ermöglichen.

Exporteure aus Entwicklungs- und Schwellenländer waren zu Beginn der globalen Finanzkrise mit einem starken Rückgang bis hin zu einer kompletten Einstellung der Handelskredite konfrontiert, was sich in einem Einbruch ihrer Exporte und damit der Exporterlöse widerspiegelte.

Knappheit heimischer Kredite

Nach dem 3. Quartal 2008 konnten Unternehmen aus Entwicklungs- und Schwellenländern auch keine Anleihen mehr auf dem heimischen Markt platzieren oder Aktien in nennenswertem Umfang ausgeben, da die Nachfrage nach diesen Kapitalmarktprodukte zusammenbrach.

Entsprechend waren die Unternehmen in Entwicklungs- und Schwellenländern vom Zugang zu sonst üblichen Finanzierungsmöglichkeiten auf den Kapitalmärkten abgeschnitten und fragten deshalb verstärkt Kredite bei den heimischen Banken nach. Auch wenn diese Banken selbst nicht direkt von der globalen Finanzkrise negativ betroffen waren, so kennzeichnete eine hohe Unsicherheit die Einschätzung der Banken über das Ausmaß der globalen Finanzkrise, ihre Auswirkungen auf das globale Wachstum und damit auf die Exporte der Entwicklungs- und Schwellenländer selbst.

Insgesamt sank das sogenannte Geschäftsvertrauen stark und die Erwartungen der Banken in Entwicklungs- und Schwellenländern bzgl. Wachstum und Kreditqualität sanken ebenfalls mit der Konsequenz, dass die Banken ihr Kreditangebot einschränkten und die Kreditbedingungen verschärften, insbesondere in dem sie höhere Zinsen, höhere Eigenbeteiligung der Kreditnehmer und mehr Garantien einforderten. Als Folge davon haben viele Entwicklungs- und Schwellenländer eine Kreditknappheit für Unternehmen angezeigt, einige von ihnen sogar eine Kreditklemme.

Abnahme der Exporte in die Industrieländer

Neben dem Finanzsektor wurde die globale Finanzkrise auch über die Handelsverflechtungen auf Entwicklungs- und Schwellenländer übertragen und löste entsprechende Zweit- und Drittrundeneffekte aus.

Die Abschwächung der Importnachfrage aus den Industrieländern spiegelte sich in einem Rückgang des *Exportwachstums* bzw. in einigen Schwellenländern wie beispielsweise Indien sogar in einem *absoluten* Rückgang der Exporte wider. Betroffen von dem Nachfragerückgang waren vor allem das verarbeitende Gewerbe sowie die Rohstoff produzierende Industrie (Energie, Metalle, landwirtschaftliche Rohstoffe).

Die Absenkung der industriellen Produktion und Fertigung in Entwicklungs- und Schwellenländern führte nicht nur zu einem weitgehenden Investitionsstopp, sondern zu einem Abbau von Beschäftigung sowie Lohneinkommen und damit einhergehend ein Rückgang der Konsumnachfrage in Entwicklungs- und Schwellenländer.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass Entwicklungs- und Schwellenländer keine Erstrundeneffekte der globalen Finanzkrise aufzuweisen hatten. Allerdings waren sie von umfangreichen Zweit- und Drittrundeneffekten betroffen, die sich in stark volatilen Vermögenspreisen, einem Exporteinbruch und in dessen Gefolge ein Rückgang von Investitionen, Produktion, Beschäftigung und Wachstum äußerten.

3.2. Krisenmanagement der Entwicklungsländer

Angesichts des Ausmaßes und der Größenordnungen der Auswirkungen der globalen Finanzkrise auf den realen Sektor griffen Entwicklungs- und vor allem Schwellenländer auf eine unkonventionelle Geld- und Fiskalpolitik zurück.

Geldpolitik

Die Geldpolitik umfasste im Wesentlichen Maßnahmen zur Bereitstellung

- von *heimischer Liquidität* durch beispielsweise starke Zinssatzsenkung und die Reduzierung der Mindestreserveanforderungen,
- von *zusätzlichen Kreditlinien* zur Verhinderung einer Kreditklemme etwa für kleine und mittlere Unternehmen sowie
- von *Krediten in Fremdwährung* für Exportunternehmen, die keinen Zugang mehr zu Handelskrediten von internationalen Banken hatten.

Einige Länder waren darüber hinaus Spekulationsattacken ausgesetzt. Beispielsweise sah sich die Republik Korea gezwungen, mit den USA, Japan und China Swap-Abkommen zur Bereitstellung von US Dollar abzuschließen. Und dies obwohl die Republik Korea über eine der umfangreichsten Devisenreserven weltweit verfügt und die koreanische Regierung die Rückzahlung der Auslandsverschuldung bis zu einem dreistelligen Milliardenbetrag in US Dollar garantierte.

Fiskalpolitik

Die anti-zyklische Fiskalpolitik zielte auf die Stabilisierung und Erhöhung der heimischen Nachfrage, vornehmlich der Konsumnachfrage, ab und versuchte so, die Auswirkungen des krisenbedingten Rückgangs der Exportnachfrage auf Wachstum und Beschäftigung so weit wie möglich zu begrenzen.

Die Konjunkturprogramme in Entwicklungs- und Schwellenländern beinhalteten je nach Länderkontext unterschiedliche Maßnahmen wie beispielsweise Steuererleichterungen bei Konsumgütern, eine Reduzierung der Einkommenssteuer, eine Erhöhung der Mindestlöhne sowie eine Ausweitung der Arbeitslosenunterstützung, eine Erweiterung von Kreditgarantieprogrammen, eine Ausdehnung des Wohnungsbauprogramms für private Haushalte sowie zusätzlich öffentliche Investitionen auf kommunaler Ebene, aber auch landesweite Infrastrukturprogramme.

Konjunkturprogramme

Während die Geldpolitik bereits im vierten Quartal 2008 wirksam wurde, wurden von einigen Ausnahmen abgesehen die Konjunkturprogramme im ersten Quartal 2009 verabschiedet und dann relativ zügig umgesetzt, so dass die Folgewirkungen der globalen Finanzkrise auf Entwicklungs- und Schwellenländer bereits 2009 relativ gedämpft werden konnten und für das Jahr 2010 bereits wieder ähnlich hohe Wachstumsraten erreicht wurden wie vor der Krise (IMF 2010).

Eine Ausnahme davon bildeten lediglich Rohstoffexporteure, deren Absatz durch die Verringerung der weltweiten Nachfrage und dem damit einhergehenden Preisrückgang überproportional stark eingebrochen war.

Günstige Ausgangskonstellation der Entwicklungsländer

Wie gut eine Krise gemanagt werden kann, hängt nicht nur von einer zeitnahen konsistenten Wirtschaftspolitik in der Krise selbst, sondern auch von der Ausgangskonstellation ab. Diese war bei Entwicklungs- und Schwellenländern 2008 außerordentlich vorteilhaft, so dass sie mehrheitlich über ausreichenden geld- und fiskalpolitischen Spielraum zur Einleitung unkonventioneller Maßnahmen verfügten.

Einer der wesentlichen Ursachen für die gute Ausgangskonstellation war die Reduzierung der Fremdwährungsverschuldung, die Entwicklungs- und Schwellenländer nach den Währungs- und Banken Krisen in den 90er Jahren sowie den damit einhergehenden wirtschafts- und sozialpolitischen Verwerfungen vorgenommen hatten.

In dieser Hinsicht ist Brasilien für andere Entwicklungs- und Schwellenländer repräsentativ, das im Vergleich zur Krise 1998/1999 nicht auf eine stark restriktive Geldpolitik zurückgreifen musste:

“Thus, it is important to highlight that the risk management decision of the government to increase international reserves and to reduce short foreign exchange rate exposure from 2004 to 2008 made it possible for the Central Bank of Brazil to manage the financial turmoil of 2008 without a dramatic increase in the interest rate” (Silva 2010: 11).

Die Reduzierung der Fremdwährungsverschuldung ist nicht einem Rückgang von *Original Sin* zu verdanken, sondern geht auf eine wirtschaftspolitische Strategie zurück, die auf dem bewussten Verzicht der entsprechenden Länder auf Fremdwährungsverschuldung in Kombination mit der Akkumulation von Devisenreserven basiert, um ihre Krisenanfälligkeit zu reduzieren.

“One conjecture is that, given original sin, abstinence is a better strategy than indebtedness: foreign currency debt is too risky to be sensible, given the mismatches it generates and since countries are unable to borrow without creating currency mismatches they have opted to forgo net borrowing and have extracted some of the benefits, such as the ability to adopt counter-cyclical policies” (Hausmann/Panizza 2010: 22).

Tatsächlich erfolgte der Strategiewechsel der Entwicklungs- und Schwellenländer zugunsten einer unilateralen Krisenprävention erst nach den negativen Erfahrungen mit Anpassungs- und Stützungsprogrammen des IWF im Rahmen früherer Krisen:

„Ironically, this policy move was induced by a lack of an accepted multilateral policy framework for crisis resolution; financial support by the IMF for crisis-afflicted countries during the 1980s and 1990s was criticised as too low, too late and too lopsided” (Metzger/Taube 2010: 15).

4. Global Financial Governance und Entwicklungsländer

Die Finanzkrise von 2008 war das erste wirtschafts- bzw. währungspolitische Vorkommnis in der Nachkriegszeit, das die Industrieländer als ein globales Ereignis auffassten und das somit die Einbeziehung von Vertretern von Entwicklungs- und Schwellenländer erforderte.

Aus Sicht der Industrieländer war dies nicht der Fall bei all den anderen Krisenerscheinungen wie beispielsweise der Zusammenbruch von Bretton Woods in der ersten Hälfte der 1970er Jahre, die durch die Hochzinspolitik der USA ausgelösten Schuldenkrise Anfang der 80er Jahre, die Wechselkursschwankungen zwischen dem US Dollar einerseits und der D-Mark bzw. dem japanischem Yen andererseits in der zweiten Hälfte der 80er Jahre, die im Plaza- und Louvre-Abkommen mündeten, und die Währungs- und Bankenkrise in den 90er Jahren.

Die G20 hat mittlerweile die G7 als das zentrale Koordinierungsgremium auf globaler Ebene für währungs- und wirtschaftspolitische Fragen abgelöst. Bereits zum jetzigen Zeitpunkt kann diese Veränderung als unumkehrbar bezeichnet werden. Insofern stellt die Finanzkrise auch einen Wendepunkt in der Art und Weise der Koordinierung globaler Fragen dar.

Neben Vertretern der G8-Staaten, Australien und der EU sind auch 10 Schwellenländer Mitglied der G20, die insgesamt ca. 80 Prozent der Weltbevölkerung repräsentieren sowie 80 Prozent der Weltwirtschaftsleistung umfassen. Darüber hinaus wurde die Mitgliedschaft des Ausschusses für Finanzstabilität (früher: Forum für Finanzstabilität) sowie des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht entsprechend erweitert.

Es gibt ebenfalls Anzeichen für eine Erweiterung der Agenda zugunsten entwicklungsorientierter Themen wie beispielsweise finanzielle Teilhabe (*financial inclusion*) und Zugang zu Handelskrediten, aber auch Energie, für die die G20 jeweils bereits Expertengruppen eingesetzt hat. Des Weiteren hat die Präsidentschaft der Republik Korea 2010 Entwicklungsfragen stärker in den Mittelpunkt gerückt als dies bei den Präsidentschaften der Industrieländer der Fall gewesen war.

Unklar ist, ob und inwieweit auch Entwicklungsländern ein höheres Mitspracherecht innerhalb der G20 eingeräumt werden wird. Zum jetzigen Zeitpunkt ist ein Outreach-Prozess nur durch Südafrika bekannt. Südafrika ist als einziges afrikanisches Land Mitglied in der G20 und hat vor den G20 Gipfeln Treffen mit Repräsentanten von afrikanischen Staaten südlich der Sahara etabliert, um so eine, wenn auch nur indirekte Beteiligung zu ermöglichen.

Inwieweit die Aufnahme von entwicklungsorientierten Themen von Dauer sein wird und die G20 über die Erweiterung der formalen Mitgliedschaft hinaus Einschätzungen und Stellungnahmen von Schwellen- und gegebenenfalls Entwicklungsländern stärker als bisher berücksichtigen wird, wird auch davon abhängen, ob es den in der G20 vertretenen Schwellenländer gelingt, etwa über eine gemeinsame Zielsetzung und Vision oder eine gemeinsame Agenda zu einem abgestimmten Vorgehen, einschließlich gemeinsamer Forderungen, zu finden.

Februar 2011

Dr. Martina Metzger

Martina Metzger ist Geschäftsführerin beim Berliner Institut für Finanzmarktforschung (BIF, www.bif-berlin.de). Bevor sie zu BIF kam, arbeitete sie als Vertretungsprofessorin für Makroökonomie an der Hochschule für Wirtschaft und Technik Berlin sowie als wissenschaftliche Mitarbeiterin am Institut für Wirtschaftspolitik und Wirtschaftsgeschichte der FU Berlin. Ihr Forschungsgebiet umfasst das Themenspektrum Finanzmärkte und Entwicklungsländer, makroökonomische Stabilisierung u. regionale monetäre Koordinierung.

Literatur:

Eichengreen, Barry, Hausmann, Ricardo and Ugo Panizza (2002), Original Sin – The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption, URL: <http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubS-158.pdf>

Hausmann, Ricardo and Ugo Panizza (2010), Redemption or Abstinence? Original Sin, Currency Mismatches and Counter-Cyclical Policies in the New Millennium, Centre for International Development at Harvard University, Working Paper No. 194, January.

IMF (2010), World Economic Outlook: Recovery, Risk and Rebalancing. Washington, D.C., October.

Lanzet, Peter and Martina Metzger, (eds.) (2004), Foreign Direct Investment: High Risk, Low Reward For Development, An Accompanying Civil Society Report to the World Development Report 2005, Bonn: Church Development Service.

Metzger, Martina und Günther Taube, The Rise of Emerging Markets' Financial Market Architecture: Constituting New Roles in the Global Financial Governance, URL: <http://stockholm.sgir.eu/>

Panizza, Ugo, 'Original Sin' and Monetary Cooperation, in: Fritz, Barbara and Martina Metzger (eds.) (2006), New Issues in Regional Monetary Coordination – Understanding North-South and South-South Arrangements, London: Palgrave, S. 26-35.

Plümper, Thomas (Hrsg.), Lexikon der internationalen Wirtschaftsbeziehungen, München, Wien: R. Oldenbourg Verlag, 1996.

Silva, Francisco A. Jr. (2010). Brazilian Strategy for Managing the Risk of Foreign Exchange Exposure During a Crisis. Banco Central do Brasil Working Paper Series No. 207. URL: <http://www.bcb.gov.br>