

Embargo: 13. November 2007, 19:15

Globalisierung und Finanzmärkte: Herausforderungen und Chancen

Thomas J. Jordan*

Mitglied des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

ETH Alumni Engineering & Management

ETH Hauptgebäude Zürich

13. November 2007

* Der Referent dankt Nicole Brändle, Caesar Lack und Marlene Amstad von der Organisationseinheit Finanzmarktanalyse der Schweizerischen Nationalbank für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrages.

1. Einleitung

Viele von Ihnen sind als Unternehmer und Manager schon mit der Globalisierung konfrontiert worden. Möglicherweise haben sich aus der Globalisierung für Ihr Unternehmen *Chancen* ergeben. Sie konnten beispielsweise in aufstrebenden Märkten wie China oder Indien neue Absatzmöglichkeiten erschliessen oder Personal-Engpässe durch qualifizierte Arbeitskräfte aus den EU-Ländern überwinden. Sie mögen aber auch schon die *Herausforderungen* der Globalisierung kennengelernt haben. So haben eventuell osteuropäische Produzenten plötzlich Konkurrenzprodukte Ihrer Firma günstiger herstellen können und Sie auf Ihren Absatzmärkten stark konkurrenziert. Dies sind beides Beispiele für die Globalisierung der *Güter-* und der *Arbeitsmärkte*. Ich möchte Ihnen heute eine weitere Dimension der Globalisierung näherbringen: die Globalisierung der Finanzmärkte. Diese Art von Globalisierung ist wohl schwieriger fassbar und hat nicht zuletzt darum bis jetzt in der breiteren Öffentlichkeit weniger Aufmerksamkeit erlangt. Die Finanzmarktglobalisierung ist aber sowohl für Sie als Unternehmer oder Manager als auch für uns Zentralbanker von ebenso grosser Bedeutung und hat Ausmasse erreicht, die der Globalisierung der Gütermärkte in nichts nachstehen.

Ein so vielschichtiges Phänomen wie die Finanzmarktglobalisierung zu definieren ist nicht einfach und es gibt darum auch keine allgemein anerkannte Definition. Unter „Globalisierung der Finanzmärkte“ verstehe ich im Folgenden den Prozess der zunehmenden Integration der Finanzmärkte einzelner Länder. Dabei werden vermehrt Finanzguthaben und -verpflichtungen grenzüberschreitend geschaffen und ausgetauscht und die Finanzinstitutionen engagieren sich zunehmend in internationalen Aktivitäten. Was heisst das konkret? Sie kaufen zum Beispiel als Schweizer Privatanleger an der NYSE Aktien der amerikanischen Firma Chevron und werden somit deren Miteigentümer. Gleichzeitig treten Sie gegenüber einem amerikanischen Finanzintermediär schweizerische Finanzaktiva ab. Oder der Staat Polen gibt eine an der Schweizer Börse SWX kotierte internationale Anleihe in Euro aus. Ein anderes Beispiel: Eine vermögende Privatperson aus Dubai lässt ihr Vermögen, das vornehmlich in den USA und in Japan investiert ist, durch eine Schweizer Bank verwalten.

Wie weit dieser Prozess schon fortgeschritten ist, werden wir im Verlauf meiner Ausführungen noch genauer anschauen. Vorneweg aber bereits ein kleiner Vorgeschmack: Innert lediglich 15 Jahren stieg der durchschnittliche *tägliche* Umsatz an den internationalen Devisenmärkten von gut 800 Mrd. U.S. Dollar auf über 1 Billion U.S. Dollar.¹ In Prozent des globalen BIP kommt dies einem Anstieg von 3% auf 6% gleich.² Das Wachstum hat sich dabei in letzter Zeit noch beschleunigt, es betrug zwischen 2004 und 2007 65% bzw. rund 18% pro Jahr. Diese Zahlen sind zwar nicht gleichzusetzen mit der

¹ Umsatz ist definiert als Bruttowert aller jeweils im April abgeschlossenen Geschäfte auf dem „traditionellen“ Devisenmarkt, das heisst, Kassageschäfte und Termingeschäfte (Outright Forwards und Devisenswaps) und deckt in den 54 befragten Ländern jeweils über 90% des Devisenmarkts ab. Quelle: Bank for International Settlements, „Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, Preliminary global results“, September 2007.

² Das globale BIP für das Jahr 2007 wurde geschätzt.

Finanzmarktglobalisierung im Allgemeinen. Sie mögen aber als Indikator für das enorme Ausmass sowie das starke und beschleunigte Wachstum des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs dienen.

Für die Schweiz hat die Globalisierung der Finanzmärkte zudem eine besondere Bedeutung. Nicht nur exportieren und importieren Unternehmen und Haushalte überdurchschnittlich viel Kapital. Vielmehr ist der schweizerische Finanzsektor auch ein wichtiger globaler Intermediär von grenzüberschreitenden Finanzaktivitäten. Der Finanzplatz Schweiz trägt rund 15% zur Wertschöpfung der schweizerischen Wirtschaft bei, beschäftigt 5% der Arbeitnehmer und bringt 16% des Steueraufkommens auf. Im Zuge der Globalisierung der Finanzmärkte konnte sich unser Finanzplatz eine herausragende Stellung als Intermediär und Dienstleister in der Welt erarbeiten.

Besonders in der Vermögensverwaltung gehört die Schweiz zu den weltweit führenden Finanzplätzen. Dies möchte ich anhand der verwalteten Vermögen sowie der Devisenumsätze illustrieren. Ende 2005 wurden in der Schweiz Vermögen im Wert von fast 7 Billionen Franken verwaltet.³ Mit einem Marktanteil von 9% der weltweit verwalteten Vermögen liegt die Schweiz damit an dritter Stelle, hinter den USA und Grossbritannien. Wenn man nur die grenzüberschreitend verwalteten Privatvermögen in Betracht zieht, liegt die Schweiz mit 28% Marktanteil sogar an der Spitze. Im schon erwähnten internationalen Devisenmarkt wurden gemäss einer Erhebung der BIZ in der Schweiz im April 2007 6,1% der weltweiten Umsätze erzielt. Die Schweiz belegt somit nach Grossbritannien und den USA den dritten Platz.⁴ Sie sehen, die Schweiz hat also bereits sehr stark von der Globalisierung der Finanzmärkte profitiert.

Im Folgenden werde ich zunächst auf die Frage eingehen, wie stark die globalen Finanzmärkte bereits heute integriert sind. Danach werde ich auf die Auswirkungen dieser Entwicklung für Sie wie auch für uns als Zentralbank zu sprechen kommen.

2. Ausmass der Finanzmarktglobalisierung

Ein relativ abstraktes Phänomen wie die Globalisierung der Finanzmärkte ist nicht nur schwierig zu definieren, sondern auch schwer zu messen. Es gibt keine allgemein anerkannte Methode, und in der Praxis wurden verschiedene Ansätze angewendet.

Ein möglicher Ansatz ist, sich die *Preise* von gleichen oder sehr „ähnlichen“ Finanzinstrumenten in verschiedenen Ländern anzuschauen. Die Logik bei diesem Vorgehen ist, dass sich bei vollständiger internationaler Integration der Finanzmärkte die Preise angleichen

³ Die in der Schweiz verwalteten Vermögen dürften seither noch einmal stark gestiegen sein, denn allein bei den Wertschriftenbeständen in Kundendepots von Schweizer Banken ergab sich 2006 eine Steigerung von fast 14% im Vergleich zum Vorjahr, wobei ein Teil dieses Zuwachs auf Kursgewinne zurückzuführen sein dürfte. Quelle: Swiss Banking Institute, „Wealth Management in Switzerland, Industry Trends and Strategies“, Januar 2007.

⁴ Quelle: Bank for International Settlements, „Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, Preliminary global results“, September 2007.

sollten. Wenn die Finanzflüsse nicht durch Barrieren behindert werden, können auch nur kleine Preisunterschiede ausgenutzt und risikolose Profite generiert werden. Diese Methode misst demnach, wie weit man vom „Idealzustand“ der vollständigen Integration entfernt ist, und wie sich die Preise von ähnlichen Finanzinstrumenten über die Zeit entwickelt haben. Was in der Theorie überzeugend klingt, stösst in der Praxis auf diverse Umsetzungsprobleme. Zum einen sind preisbasierte Indikatoren schwer verfügbar. Zum anderen sind die Preise durch eine Vielzahl von Faktoren beeinflusst und enthalten daher diverse, zum Teil länderspezifische Prämien.

Ein direkteres Vorgehen, das in der Praxis stärker verbreitet ist, orientiert sich an *Mengen* statt an Preisen. Das heisst, man misst die tatsächlichen *Finanzflüsse* über die Ländergrenzen oder schliesst von den *Wertschriftenbeständen* in einem Land auf die zugehörigen Kapitalflüsse. Je höher die Kapitalmobilität zwischen zwei Ländern, desto mehr Kapital sollte auch tatsächlich fließen, und, kumuliert über die Zeit, desto höher sollten die Bestände an ausländischem Kapital in beiden Ländern sein. Auch diese Methode ist mit theoretischen und praktischen Problemen behaftet, liefert aber dennoch einige robuste und anschauliche Resultate. Wir werden uns im Folgenden auf diese Methode konzentrieren.

Die verschiedenen Indikatoren und Messmethoden zeigen, dass sich der Prozess der Finanzmarktglobalisierung seit etwa 1980 stark beschleunigt hat.⁵ Einerseits ist ein wichtiger Treiber dieser Entwicklung der rasante Fortschritt im Bereich Kommunikations- und Informationstechnologie. Dieser Fortschritt beschleunigte die Innovation im Finanzmarktbereich und erleichterte den grenzüberschreitenden Handel vieler Wertpapiere. Andererseits kam es zu aktiven politischen Interventionen. Es wurden zum Beispiel Kapitalkontrollen abgeschafft oder nationale Finanzmärkte liberalisiert. Innovation und Liberalisierung führten so zu neuen Finanzinstrumenten und zu einer einfacheren internationalen Übertragung von Kapital. Zudem traten in den letzten Jahren neue Akteure auf dem Finanzmarkt auf, wie z.B. Hedge Funds, Private Equity Firmen oder Sovereign Wealth Funds, die sich mit zunehmend grossen Vermögen stark grenzüberschreitend betätigen.

Zur Illustration der Mengenindikatoren hier einige Beispiele: Die jährlichen realen Kapitalexporte von der Schweiz ins Ausland und die Kapitalimporte aus dem Ausland in die Schweiz verzehnfachten sich innerhalb von 22 Jahren.⁶ Zum Vergleich: das reale BIP erhöhte sich im gleichen Zeitraum lediglich um den Faktor 1,5 und die realen Ein- und Ausfuhren von Gütern jeweils um etwas mehr als den Faktor 2.

⁵ Die Globalisierung der Finanzmärkte ist kein neues Phänomen. Schon zwischen 1870 und 1914 waren die Finanzmärkte global stark integriert. Ein historischer Überblick der Finanzmarktglobalisierung findet sich zum Beispiel in Obstfeld, M. und A.M. Taylor, „Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth“, Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press, 2004.

⁶ Zwischen 1984 und 2006. Kapitalflüsse bestehen aus Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen und Bank- und Unternehmenskrediten. Ergebnisse in einzelnen Jahren können durch Spezialeffekte beeinflusst werden. Wenn man den Durchschnitt der Jahre 1984-1995 mit dem Durchschnitt 1996-2006 vergleicht, ergibt sich mehr als eine Vervierfachung bei den Flüssen aus der Schweiz ins Ausland, und beinahe eine Vervierfachung bei den Flüssen vom Ausland in die Schweiz. Quelle: Zahlungsbilanz der Schweiz, SNB 2006.

Auch bei den Kapitalbeständen der schweizerischen Banken kann man die Globalisierung der Finanzmärkte feststellen. So erhöhte sich die Summe der Aktiven im Ausland seit 1988 real um 8% p.a., während die Summe der Verpflichtungen gegenüber dem Ausland um 9% stieg. Das Wachstum der inländischen Aktiven und Passiven betrug hingegen jeweils nur rund 1,5%. Die vom schweizerischen Bankensektor verwalteten Vermögen von Ausländern stiegen zwischen 1998 und 2006 um rund 8% pro Jahr gegenüber 5% bei den Vermögen von schweizerischen Kunden.⁷

Der Schweizer Finanzmarkt hat sich demnach in letzter Zeit sehr stark in die globalen Finanzmärkte integriert. In den meisten anderen Industrieländern ist der Prozess der Globalisierung der Finanzmärkte in den letzten 25 Jahren ebenfalls deutlich fortgeschritten, auch wenn nicht alle Länder die gleiche Dynamik wie die Schweiz aufwiesen.⁸ Über die Welt aggregiert haben sich in den letzten rund 25 Jahren die realen Kapitalflüsse versiebenfacht. Das heisst, die Summe der weltweiten Käufe von Aktien und Anleihen, von Krediten sowie von Direktinvestitionen über die Ländergrenzen hinweg erhöhte sich von 4,6% auf 13,9% des globalen BIP.⁹ Das durchschnittliche Wachstum der realen globalen Finanzströme hat sich seit 1990 noch einmal beschleunigt. Es betrug zwischen 1990 und 2005 10,7% p.a., verglichen mit jährlichen Wachstumsraten für den globalen Handel von 5,8% und das globale BIP von 3,5%.

Es ist schwierig zu beurteilen, wie weit der Prozess der Globalisierung der Finanzmärkte noch gehen wird. Ein möglicher Anhaltspunkt ist die geographische Aufteilung der Aktienportfolios von Privatanlegern. Wenn zu einem bestehenden Portfolio Aktien hinzugefügt werden, die nicht perfekt mit den darin enthaltenen Wertpapieren korrelieren, kann man von der Diversifikation profitieren. Das heisst, man erreicht bei konstantem Risiko eine höhere erwartete Rendite. In der einfachsten Version der Portfolio-Theorie sollten sich die Anleger bei der Zusammenstellung ihrer Portfolios am Welt-Aktienmarktportfolio orientieren.¹⁰ Obwohl diese einfache Regel zahlreiche Faktoren wie Transaktionskosten und Wechselkursrisiken ausser Acht lässt, gilt sie im Allgemeinen als Benchmark. Gemäss einer repräsentativen Studie des Instituts für schweizerisches Bankenwesen sieht die Realität aber ganz anders aus.¹¹ Die Aktienportfolios der Schweizer Anleger waren 2006 zu mehr als drei Viertel im eigenen Land investiert und mehr als die Hälfte der Investoren hält ausschliesslich Schweizer Valoren. Dabei machen die in der Schweiz kotierten Aktien weniger als 3% der Welt-Aktienmarktkapitalisierung aus.¹² Diese Perspektive impliziert also noch viel

⁷ Die verwalteten Vermögen umfassen Wertpapierbestände in Kundendepots von Schweizer Banken (Geschäftsstellen in der Schweiz ohne Filialen im Ausland). Quelle: Die Banken in der Schweiz 2006, SNB 2006.

⁸ Es herrscht nach wie vor eine grosse Kluft zwischen Industrie- und Entwicklungsländern, auch wenn die sog. Emerging markets unter den Entwicklungsländern in letzter Zeit grosse Fortschritte gemacht haben.

⁹ Real und zu konstanten Wechselkursen. Quelle: McKinsey & Company, „Mapping the Global Capital Market Third Annual Report“, January 2007.

¹⁰ Siehe zum Beispiel H. Markowitz, „Portfolio Selection“, The Journal of Finance (7), März 1952.

¹¹ T.D. Cocca et al., „Equity Ownership in Switzerland 2006“, Swiss Banking Institute 2006.

¹² Die Marktkapitalisierung der an der SWX kotierten inländischen Aktien beträgt rund 1'200 Mrd. U.S. Dollar. Quelle: World Federation of Exchanges, 2006.

Spielraum für eine weitere Integration der Schweiz in die globalen Finanzmärkte.¹³ Ein weiterer Grund dafür, dass die Globalisierung der Finanzmärkte noch wesentlich weiter gehen wird, liegt im grossen Sparaufkommen in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften. Diese Vermögen werden zunehmend international und in verschiedenen Instrumenten angelegt.

Die Globalisierung der Finanzmärkte hat also bereits ein bemerkenswertes Ausmass erreicht, und sich zudem in letzter Zeit noch beschleunigt. Welche Konsequenzen ergeben sich aus dieser Entwicklung?

3. Auswirkungen der Finanzmarktglobalisierung

Um das Wichtigste in einem Satz vorwegzunehmen: Die Globalisierung der Finanzmärkte erhöht die Effizienz der Allokation von Kapital und ermöglicht eine bessere Risikoverteilung bei Kapitalanlagen. Welche Mechanismen sind für dieses generell positive Ergebnis verantwortlich? Die Finanzmarktglobalisierung führt dazu, dass das Kapital dorthin fliesst, wo es am produktivsten eingesetzt werden kann. Zudem vergrössert sich für den Sparer das Anlageuniversum. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht kommt es demnach zu mehr Wachstum und zu einer höheren Wohlfahrt.

Dies ist gut und recht, mögen Sie denken. Aber was heisst dies konkret in der Praxis? Welche Vorteile können Sie als Akteure von der Finanzmarktglobalisierung tatsächlich erwarten?

Aus Sicht der *Firmen* stehen insbesondere der bessere Zugang zu Kapital und die tieferen Kapitalkosten im Vordergrund. Um eine gewinnbringende Investition zu tätigen, ist eine Firma nicht mehr von der Präsenz lokaler Kapitalgeber abhängig, sondern kann sich auf dem internationalen Kapitalmarkt zu den bestmöglichen Kosten refinanzieren. Die Finanzmarktglobalisierung führt zu einem flexibleren und effizienteren Kreditmarkt. Mit dem vermehrten Aufkommen von grenzüberschreitenden Private Equity Aktivitäten gilt dies auch für kleine Firmen und Start-up's, die sonst nicht kapitalmarktfähig wären. Somit wird insgesamt mehr investiert, was zu mehr Wachstum führt.

Auch aus Sicht des *Individuums oder der Anleger* ergeben sich Vorteile. Offene Kapitalmärkte bieten Möglichkeiten, Risiken geographisch und intertemporal besser zu verteilen. Durch den grösseren Pool an potenziellen Investitionen ist es möglich, Einkommens- und Konsumentscheidung einfacher zu trennen und somit den Konsum über den gesamten Lebenszyklus besser zu glätten und insgesamt zu erhöhen. Ein einfaches Beispiel: Wenn Ihr Altersguthaben in der Pensionskasse anstatt nur in Schweizer Blue Chips in ein diversifiziertes internationales Portfolio angelegt wird, verbessert sich das Risiko-/Ertragsverhältnis aufgrund einer besseren geographischen Risikoaufteilung. Sie sind nicht

¹³ Dieser sog. "Home bias" der Investoren ist auch in anderen Ländern stark. Neben mangelnder Integration der Finanzmärkte gibt es auch alternative Erklärungsansätze wie beispielsweise Transaktionskosten oder Informationsasymmetrien.

mehr nur von der Entwicklung der Kapitalmärkte in der Schweiz abhängig. Gleichzeitig können auch demografische Entwicklungen dank der Globalisierung besser aufgefangen werden. Ein Land mit einer älteren Bevölkerung investiert in ein Land mit einer jüngeren Bevölkerung und kann so seinen Konsum über die Zeit besser glätten und verbessert somit, wie die Ökonomen sagen, die intertemporale Allokation seiner Mittel.

Firmen und Anleger können zudem von der so genannten Disziplinierungsfunktion offener Kapitalmärkte profitieren.¹⁴ Die Öffnung der Kapitalmärkte führt erstens zu einem besser funktionierenden Finanzsektor. So kann die Präsenz ausländischer Finanzinstitutionen Reformen begünstigen und das regulatorische Umfeld verbessern. Ausländische Banken können zudem neue Finanzinstrumente und Technologien einführen, so den Wettbewerb fördern und die Qualität des Finanzsektors verbessern. Zweitens führt die Integration der Kapitalmärkte zu einer Verbesserung der Institutionen und stärkt die Corporate Governance, da ausländische Investoren bei ihren Investitionen die Beachtung internationaler Standards verlangen. Drittens können offene Kapitalmärkte einen disziplinierenden Effekt auf die Fiskal- und Geldpolitik eines Landes ausüben. Der Hauptgrund liegt darin, dass die Präsenz internationaler Investoren die Kosten schlechter Politik erhöht und den Nutzen guter Strategien steigert.

Die Globalisierung der Finanzmärkte hat also zahlreiche positive Auswirkungen.¹⁵ Gesamtwirtschaftlich mehr Wachstum und mehr Diversifikationsmöglichkeiten heisst aber noch nicht, dass die Globalisierung der Finanzmärkte aus jeder Perspektive, zu jedem Zeitpunkt und für jeden Betroffenen nur Vorteile bietet. Wir dürfen die Herausforderungen und Probleme dieser Entwicklung nicht ausser Acht lassen. Ich möchte hier auf zwei Aspekte hinweisen.

Eine erste Herausforderung liegt in der vermehrten Übernahme von inländischen Firmen durch ausländische Investoren. In letzter Zeit haben verschiedene „feindliche“ Übernahmen aus dem Ausland bei schweizerischen Traditionsunternehmen die Gemüter erhitzt. Viele Kommentatoren haben bereits von einem Ausverkauf der schweizerischen Wirtschaft und Industrie gesprochen. In der Tat mag man im Einzelnen bestimmte Übernahmen bedauern, vor allem wenn sie durch sehr kurzfristig interessierte Investoren erfolgen. Protektionismus ist jedoch nicht die richtige Antwort auf die Herausforderungen der Globalisierung. Zum einen spielt die Nationalität der Investoren für den langfristigen Erfolg der Firmen grundsätzlich keine Rolle. Viele bedeutende und erfolgreiche Firmen in der Schweiz gehen ursprünglich auf ausländische Unternehmer und Investoren zurück. Zum anderen muss es bei Änderungen der Eigentümerschaft mehr darum gehen, dass Firmen nicht unter ihrem eigentlichen Wert übernommen werden können, als dass Übernahmen aus dem Ausland behindert werden. Eine Firma kann sich gegen feindliche Übernahmen am besten schützen, indem sie mit Innovationskraft und gutem Management dafür sorgt, dass ein hoher

¹⁴ Quelle: International Monetary Fund Working Paper 06/189, „Financial Globalization: A Reappraisal“, August 2006.

¹⁵ Der empirische Nachweis dieser positiven Effekte ist allerdings nicht immer einfach. Vergleiche dazu International Monetary Fund Working Paper 06/189, „Financial Globalization: A Reappraisal“, August 2006.

Aktienkurs eine Übernahme unattraktiv macht. Feindliche Übernahmen sind vor allem dann attraktiv, wenn der Börsenkurs nicht dem Potenzialwert der Firma entspricht. Umgekehrt sorgt die Möglichkeit einer Übernahme dafür, dass sich das Management besonders anstrengen muss. In unserem System muss grundsätzlich jede kotierte Firma übernommen werden können. Ein spezielles Problem stellen allerdings die so genannten Sovereign Wealth Funds dar. Das sind staatliche Investitionsfonds, die zunehmend grosse Vermögen verwalten. Diese Fonds können unter Umständen andere als ökonomische Ziele verfolgen und so nationale Interessen tangieren. Obwohl es dafür bisher keine Anzeichen gibt, muss die Entwicklung und das Verhalten dieser Fonds, vor allem wenn sie von Staaten kontrolliert werden, die ein anderes Wirtschafts- und Rechtssystem kennen, in Zukunft genau analysiert und verfolgt werden.

Eine zweite Herausforderung ergibt sich aus potenziellen Informationsasymmetrien. Die Globalisierung der Finanzmärkte eröffnet zwar den Investoren zahlreiche neue Anlagemöglichkeiten und somit die Möglichkeit, sich global zu diversifizieren. Dies kann aber gleichzeitig dazu führen, dass Anleger und Anlage nicht nur geographisch, sondern auch kulturell und bezüglich der rechtlichen Grundlagen weit entfernt sind. Es ist nicht auszuschliessen, dass Investitionen in bestimmten Ländern zu Verlusten führen, weil die rechtlichen Grundlagen unerwartet ändern oder die Rechtssicherheit im bestehenden System nicht garantiert werden kann. Auch können die Investitionsprodukte sehr komplex sein und von den hiesigen Anlegern nicht richtig verstanden werden. Gerade die Verluste mit den Investitionen im amerikanischen Hypothekenmarkt zeigen, dass solche Probleme nicht nur bei Engagements in Schwellenländern vorkommen können. Die grösseren Chancen in einem globalisierten Finanzmarkt gehen mit der Pflicht einher, diesen zusätzlichen, oft ungewohnten und schwierig quantifizierbaren Risiken genügend Rechnung zu tragen. Trotz dieser Risiken darf es aber auch in diesem Bereich nicht zu falschem Anlegerschutz und übertriebener Regulierung kommen. Bei der Globalisierung der Finanzmärkte ist vor allem die Eigenverantwortung der Investoren und Anleger wichtig.

4. Globalisierte Finanzmärkte und Geldpolitik

Ich möchte nun zum letzten Punkt in meinem Vortrag übergehen – der Bedeutung globalisierter Finanzmärkte für die Geldpolitik. Lassen Sie mich Ihnen vorab die Ziele der Geldpolitik in Erinnerung rufen: Das langfristige Ziel der Geldpolitik ist es, Preisstabilität zu gewährleisten. In der kürzeren Frist kann Geldpolitik zudem glättend auf Konjunkturschwankungen einwirken, sofern dadurch nicht die Preisstabilität gefährdet wird. Ferner leistet eine Zentralbank auch einen Beitrag zur Finanzmarktstabilität.

Die Globalisierung der *Güter-* und *Arbeitsmärkte* dürfte den Zentralbanken in den westlichen Industrieländern in den vergangenen 10-15 Jahren die Sicherung der Preisstabilität bedeutend erleichtert haben. Diese Form von Globalisierung dürfte insgesamt die Inflation

gedämpft und die Konjunkturausschläge gemildert haben.¹⁶ Auf die Auswirkungen globalisierter Güter- und Arbeitsmärkte möchte ich allerdings hier nicht weiter eingehen. Vielmehr möchte ich mich auf die Wirkungen der *Finanzmarktglobalisierung* auf die Geldpolitik konzentrieren.

Vorneweg möchte ich festhalten, dass die Finanzmarktglobalisierung eine Zentralbank nicht grundsätzlich von der Erreichung ihrer Ziele abhält. Insbesondere behält eine Zentralbank bei flexiblen Wechselkursen immer die Fähigkeit, langfristig die Preisstabilität zu gewährleisten. Die Finanzmarktglobalisierung wirkt sich allerdings darauf aus, wie eine Zentralbank vorgehen muss, um ihre Ziele zu erreichen. Die Finanzmarktglobalisierung verändert einerseits den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik, also die Übertragung geldpolitischer Impulse über die Finanzmärkte auf Konjunktur und Preise. Andererseits führt die Finanzmarktglobalisierung dazu, dass über die Finanzmärkte vermehrt ausländische Schocks auf die einheimische Volkswirtschaft übertragen werden. Im Folgenden möchte ich diese beiden Punkte etwas näher erörtern.

Transmission der Geldpolitik

Zunächst zu den Auswirkungen globalisierter Finanzmärkte auf die Transmission der Geldpolitik. Diese beginnt beim Instrument der Geldpolitik, das heutzutage bei den meisten Zentralbanken ein Kurzfristzinssatz ist. Basierend auf dem aktuellen Kurzfristzinssatz und dem erwarteten Pfad der zukünftigen kurzfristigen Zinsen übertragen sich geldpolitische Impulse auf die langfristigen Zinssätze. Über die Zinssätze beeinflusst eine Zentralbank zudem die Wechselkurse. Schliesslich hat eine Zentralbank über Zinsen und Wechselkurse auch einen Einfluss auf weitere Vermögenspreise. Diese Preisänderungen auf den Finanzmärkten wirken sodann über verschiedene Mechanismen auf die Realwirtschaft und begründen dadurch die Wirkung der Geldpolitik auf Konjunktur und Preise. In diesem Zusammenhang spricht man oft auch vom Zins- und Kreditkanal, vom Wechselkurskanal und vom Vermögenspreiskanal der Geldpolitik.

Die Globalisierung beeinträchtigt nicht die vollständige Kontrolle, welche eine Zentralbank über ihr geldpolitisches Instrument, also den Kurzfristzinssatz, ausübt. Die weitere Transmission auf Langfristzinsen, Wechselkurse und Vermögenspreise, welche ohnehin nur indirekt funktioniert und mit vielen Unsicherheiten behaftet ist, kann durch die Globalisierung und die damit einhergehenden Veränderungen in den Finanzmärkten jedoch spürbar tangiert werden.¹⁷

Zunächst dürfte die Finanzmarktglobalisierung die relative Bedeutung der verschiedenen Transmissionskanäle verändern. Insbesondere ist die Bedeutung des Vermögenspreiskanal wahrscheinlich angestiegen. Der Grund dafür liegt darin, dass dank neuer Märkte, neuer

¹⁶ Siehe zum Beispiel N. Pain, I. Koske und M. Sollie (2006), „Globalisation and inflation in the OECD economies“, OECD Working Paper 2006/524.

¹⁷ Zur Transmission der Geldpolitik über die Finanzmärkte siehe auch Ph. Hildebrand (2006): „Monetary Policy and Financial Markets“, Rede vor der Schweizerischen Gesellschaft für Finanzmarktforschung.

Finanzinstrumente und neuer Finanzmarktteilnehmer immer mehr Vermögenswerte und immer mehr Risiken gehandelt werden. Zudem sind die Vermögen in den vergangenen Jahren weitaus stärker gestiegen als die Einkommen.

Auch beim Zins- und Kreditkanal hat die Globalisierung zu Veränderungen geführt. Ich möchte insbesondere zwei Veränderungen hervorheben: Erstens macht es eine Vielzahl neuer Märkte und Instrumente den Firmen und Privatpersonen immer einfacher, sich direkt an den Finanzmärkten zu beteiligen: Kredite, welche früher letztlich in den Bilanzen des Bankensystems auftauchten, werden heutzutage immer öfter verbrieft und an den Finanzmärkten direkt bei den Anlegern platziert. Selbst bei der klassischen Bankenfinanzierung führt die Globalisierung dazu, dass einheimische Schuldner immer weniger der einheimischen Geld- und Kreditpolitik unterliegen, da sie sich nicht mehr unbedingt in der eigenen Währung bei der einheimischen Hausbank verschulden müssen. Stattdessen können sie auf andere Währungen und ausländische Banken ausweichen. Diese Entwicklungen dürften die Wirkung der Geldpolitik über den Zins- und Kreditkanal tendenziell geschwächt haben.

Eine zweite Auswirkung der Finanzmarktglobalisierung im weitesten Sinne auf den Zinskanal ist die steigende Bedeutung der kurzfristigen Verschuldung. Während die Aufnahme von Fremdkapital früher üblicherweise langfristig erfolgte, erfreute sich die kurzfristige Finanzierung in den vergangenen Jahren zunehmender Beliebtheit. So sind zum Beispiel viele Franken-Hypotheken in Osteuropa an den Dreimonats-Libor gekoppelt. Auch in der Schweiz sind Libor-Hypotheken weit verbreitet, und in den USA haben kurzfristige Hypotheken (adjustable rate mortgages, ARMs) in den vergangenen Jahren stark an Bedeutung gewonnen. Bis zum Ausbruch der Subprime-Hypothekarkrise im Herbst dieses Jahres verzeichnete auch der Commercial Paper-Markt, auf welchem sich Firmen kurzfristig refinanzieren, hohe Wachstumsraten. Die kurzfristige Finanzierung langfristiger Investitionen ist grundsätzlich das Geschäftsmodell jeder Bank. Sie kann aber sehr riskant sein, was viele Marktteilnehmer immer wieder von neuem lernen. Für die Wirksamkeit des Zinskanals ist jedoch ein hoher Anteil kurzfristiger Verschuldung von Vorteil, da die Kosten der kurzfristigen Verschuldung vom kurzfristigen Zinssatz abhängen, welcher wiederum direkt von der Geldpolitik gesteuert wird. Insgesamt sind somit die Auswirkungen der Finanzmarktglobalisierung auf den Zins- und Kreditkanal nicht eindeutig; es gibt Argumente sowohl für eine Abschwächung wie auch für eine Verstärkung des Zins- und Kreditkanals.

Die Finanzmarktglobalisierung hat schliesslich auch Auswirkungen auf den Wechselkurskanal. Mit der Finanzmarktglobalisierung gehen liquidere Märkte und eine zunehmende Anzahl Finanzmarktteilnehmer einher. Einerseits sollten liquidere Märkte und der Markteintritt neuer und verschiedenartiger Marktteilnehmer zu effizienteren Devisenmärkten führen. Anomalien, Ungleichgewichte und Übertreibungen können unter diesen Umständen schneller erkannt und korrigiert werden. Andererseits hat die Finanzmarktglobalisierung dazu geführt, dass die Kapitalströme in den vergangenen Jahren deutlich stärker wuchsen als die realen Handelsströme. Der Einfluss spekulativ begründeter Kapitalströme auf die Wechselkurse hat dabei möglicherweise zugenommen, während der Einfluss fundamentaler

Faktoren wie zum Beispiel der Ertragsbilanzdefizite oder Kaufkraftparitäten in der kurzen Frist an Bedeutung verloren hat.

Das Paradebeispiel für den Einfluss spekulativer Motive auf die Wechselkursentwicklung ist der Carry Trade. Der Carry Trade kann dazu führen, dass sich eine Währung über längere Zeit signifikant von ihrem fundamental gerechtfertigten Wechselkurs fortbewegt. Für die Geldpolitik bedeutet dies, dass ihr Einfluss auf den Wechselkurs vorübergehend stark überlagert werden kann. Eine Zentralbank muss dies in ihrer Geldpolitik entsprechend berücksichtigen.

Die Finanzmarktglobalisierung verändert also die Zusammenhänge in einer Volkswirtschaft. Es kommt zu Strukturbrüchen. Strukturbrüche erschweren die ökonometrische Modellierung deutlich und können dazu führen, dass die Aussagekraft von Simulationen und Prognosen ökonometrischer Modelle geschmälert wird. Eine Zentralbank muss sich dieser Tatsache bewusst sein und ihre Modelle und Indikatoren regelmässig kritisch hinterfragen, den aktuellen Entwicklungen anpassen und die quantitative Analyse nicht unbesehen übernehmen, sondern diese mit einer qualitativen Analyse und eigenem Urteilsvermögen, dem so genannten *judgment*, kombinieren.

Grössere Bedeutung ausländischer Schocks

Nun zur zweiten Folge der Finanzmarktglobalisierung für die Geldpolitik, nämlich dem zunehmenden Einfluss ausländischer Schocks auf die einheimischen Finanzmärkte und die einheimische Volkswirtschaft. Finanzmarktglobalisierung bedeutet nicht zuletzt einen Anstieg der grenzüberschreitenden Bestände an Wertpapier- und Direktinvestitionen. Diese höheren Bestände bedeuten höhere internationale Kapitalströme und somit einen grösseren Einfluss internationaler Faktoren auf die Preisbildung an den einheimischen Finanzmärkten. Als Folge davon beobachten wir einen steigenden Zusammenhang der Preise vergleichbarer Anlagen zwischen verschiedenen Ländern. Ausländische Schocks werden somit vermehrt nicht nur über die realen Güterströme, sondern direkt über die Finanzmärkte auf die einheimische Volkswirtschaft übertragen. Die aktuellen Geschehnisse auf dem amerikanischen Immobilienmarkt sind dafür ein hervorragendes Beispiel: Innerhalb weniger Wochen wurde ein ursprünglich auf einen lokalen Markt beschränktes Problem auf andere Segmente des Finanzmarktes und auf die ganze Welt übertragen.

Der zunehmende Einfluss ausländischer Faktoren hat für die Geldpolitik mehrere Konsequenzen. Einmal steigt mit der Zunahme ausländischer Schocks die Nachfrage nach geldpolitischer Stabilisierung: In dem Ausmass, wie die vom Ausland übertragenen Schocks die inländische Preis-, Konjunktur- oder Systemstabilität gefährden, ist die Zentralbank gefordert, diese Einflüsse zu neutralisieren.

Eine zweite Konsequenz der grösseren Bedeutung ausländischer Schocks ist ein Anstieg der Unsicherheit in der geldpolitischen Analyse. Eine Zentralbank sieht sich vermehrt mit Schocks konfrontiert, die über die internationalen Finanzmärkte übertragen werden und

deren potentielle Auswirkungen auf die einheimische Volkswirtschaft sie nicht abschliessend kennt, sondern abschätzen muss. Zudem ist sie mit fortwährenden Veränderungen im Transmissionsmechanismus konfrontiert, welche die Ungewissheit über die genaue Wirkung geldpolitischer Impulse weiter erhöhen. Schliesslich kann sie sich in ihrer Analyse auch immer weniger auf den Informationsgehalt der einheimischen Finanzmarktvariablen verlassen, da diese zunehmend von ausländischen Faktoren getrieben sind. All diese Gründe erhöhen die Unsicherheit, mit welcher eine Zentralbank in ihrer Geldpolitik konfrontiert wird. Es ist daher wichtig, dass sich Zentralbanken bei der Gestaltung ihrer Geldpolitik dieser Ungewissheit bewusst sind, dass sie offen und pragmatisch denken und ihre Handlungsweise auf diese Unsicherheit ausrichten.

5. Fazit

Nach diesem Tour d'Horizon zur Finanzmarktglobalisierung möchte ich nun zusammenfassen und einige abschliessende Überlegungen anstellen.

Die Finanzmarktglobalisierung hat bemerkenswerte Ausmasse erreicht und dürfte noch wesentlich weiter voranschreiten. Sie hat grundsätzlich positive Auswirkungen: Insgesamt führt die Finanzmarktglobalisierung zu mehr Wachstum und zu einer besseren Risikoverteilung. Sie führt aber auch zu Veränderungen und zu Herausforderungen für die Wirtschaftsakteure – auch in der Schweiz: Schweizerische Firmen können von ausländischen Investoren übernommen werden und neue Anlagemöglichkeiten im Ausland bergen nicht nur neue Chancen, sondern auch neue, zum Teil schwer quantifizierbare Risiken. Die Antwort darauf darf aber nicht Protektionismus und übertriebene Regulierung heissen. Vielmehr gilt es, durch vermehrte Eigenverantwortung der Investoren übermässige Risiken bei Auslandsanlagen zu begrenzen und durch Innovation, Flexibilität und gutes Management zu verhindern, dass schweizerische Firmen unter ihrem eigentlichen Wert verkauft werden.

Nicht nur die Wirtschaft, sondern auch die Geldpolitik wird von der Finanzmarktglobalisierung vor neue Herausforderungen gestellt. Zwar wird die Möglichkeit der Geldpolitik, langfristig die Inflation zu bestimmen, durch die Finanzmarktglobalisierung nicht geschmälert: Die Preisentwicklung bleibt auch in Zukunft ein monetäres Phänomen und wird letztlich von der einheimischen Geldpolitik bestimmt. Jedoch verändert die Finanzmarktglobalisierung die Funktionsweise des geldpolitischen Transmissionsmechanismus und erhöht die Bedeutung ausländischer Schocks. Umso wichtiger ist in diesem globalen Umfeld daher eine lokale und autonome Geldpolitik zur Stabilisierung der einheimischen Volkswirtschaft.

Gute Geldpolitik hat neben der quantitativen Analyse schon immer eine beträchtliche Portion *judgment*, also qualitative Analyse und eigenes Urteilsvermögen, beinhaltet. Die Veränderungen im Transmissionskanal und die steigende Unsicherheit aufgrund der Finanzmarktglobalisierung erhöhen den Stellenwert des *judgment* in der geldpolitischen Entscheidungsfindung.

Insgesamt kann die Schweiz als kleine und offene Volkswirtschaft mit einem hochentwickelten Finanzsektor von der Globalisierung der Finanzmärkte überdurchschnittlich profitieren. Es gilt, diese Chancen wahrzunehmen. Nicht nur in der Geldpolitik, sondern auch in der Politik und in der Wirtschaft ist dabei gutes *judgment* zentral: Notwendig sind Flexibilität, Anpassungsfähigkeit, intellektuelle Offenheit sowie die Bereitschaft zu beständigem kritischem und unvoreingenommenem Denken und Handeln.

Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit.