

Lateinamerikanische Finanzmärkte

Dr. Federico Foders, Lehrbeauftragter an der Universität zu Köln

INHALT

1. Einführung

2. Makroökonomische Zusammenhänge in der offenen Volkswirtschaft

3. Die Rolle der Finanzmärkte im Wachstumsprozeß

4. Wichtigste Merkmale der lateinamerikanischen Finanzmärkte

5. Ansätze für eine Finanzmarktreform: Das Beispiel Argentiniens

Literatur

1. Einführung

Mehrere internationale Finanzkrisen haben in jüngster Zeit auf die Verfassung der Finanzmärkte in den Emerging Markets aufmerksam gemacht. Im Hinblick auf Lateinamerika ist dies nicht überraschend. Neuere Untersuchungen zur Mexiko-Krise von 1994 haben ergeben, dass neben den makroökonomischen Fundamentaldaten vor allem die Schwächen des mexikanischen Bankensystems für die Anfälligkeit des Landes für die Finanzkrise verantwortlich waren. Auch für andere Länder der Region, die von den Krisen betroffen waren, liegt ein ähnlicher Befund vor.

Die zunehmende Öffnung der Finanzmärkte für den freien Kapitalverkehr hat zu einer nennenswerten Erhöhung der privaten Kapitalzuflüsse in Form von Direkt- und Portfolioinvestitionen beigetragen. Für viele Entwicklungsländer ergeben sich hierdurch neue Möglichkeiten, um das wirtschaftliche Wachstum zu finanzieren. In Lateinamerika haben private Kapitalzuflüsse in den 90er Jahren die staatlichen Mittelzuweisungen im Rahmen der bilateralen und multilateralen Entwicklungshilfe bei weitem übertroffen. Aktien- und Wertpapierbörsen der Region haben neue Impulse erhalten. Allerdings ist der Anteil der Kapitalzuflüsse, der auf die Portfolioinvestitionen entfällt, infolge der Finanzkrisen rückläufig (1994: 22 vH; 1998: nur noch 2 vH). Gleichzeitig nimmt der Anteil der ausländischen Direktinvestitionen weiter zu (1994: 47 vH; 1998: 75 vH). Ohne Direktinvestitionen wäre eine zentrale Komponente der Transformation Lateinamerikas - der Umbau des Staates - kaum möglich gewesen: In vielen Fällen konnten Staatsunternehmen mit Hilfe von ausländischen Direktinvestitionen saniert und privatisiert werden.

Trotz globalisierter Finanzmärkte und einer Wiederbelebung der Kapitalzuflüsse kommt den nationalen Ersparnissen eine Schlüsselfunktion im Entwicklungsprozess zu. Deshalb dürften in den kommenden Dekaden die Banken ihre große Bedeutung bei der Mobilisierung und Allokation von Ersparnissen in Lateinamerika beibehalten. Die Region gilt im internationalen Vergleich als noch nicht ausreichend mit Bankdienstleistungen versorgt. Die Funktionsfähigkeit der lateinamerikanischen Finanzmärkte wird letztlich davon abhängen, ob die Wirtschaftspolitik in der Lage ist, das Bankensystem zu stärken, die mit der Kreditvergabe verbundenen Risiken zu begrenzen und wachstumsfreundliche Rahmenbedingungen zu schaffen.

Folgende Fragen stellen sich: Welche sind die wichtigsten Merkmale der lateinamerikanischen Finanzmärkte? Welche Reformschritte wären notwendig, damit die Finanzmärkte ihre Aufgaben im Wachstumsprozess erfüllen können? Wie kann das Risiko neuer Finanzkrisen verringert werden?

2. Makroökonomische Zusammenhänge in der offenen Volkswirtschaft

Zum Verständnis der Finanzierungsprobleme Lateinamerikas muss zunächst auf die relevanten Zusammenhänge in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) hingewiesen werden. Der Finanzierungsbedarf einer offenen Volkswirtschaft wird im allgemeinen von der Identität (1) beschrieben:

$$(1) S - I \equiv (G + TR - TA) + (X - M)$$

wobei S die private Ersparnis, I die private Investition, G die Staatsausgaben, TR die staatlichen Transfers, TA die Staatseinnahmen, X die Exporte und M die Importe darstellen.

Der Identität (1) zufolge entspricht die Differenz zwischen der privaten Ersparnis (S) und der privaten Investition (I) der Summe aus dem Haushaltssaldo ($G + TR - TA$) und dem Saldo der Handels- bzw. Leistungsbilanz ($X - M$). Betrüge die Differenz $S - I$ zum Beispiel Pesos 150 Mrd., könnte ein Haushaltsdefizit in gleicher Höhe mit Hilfe inländischer Ersparnisse finanziert werden. Alternativ dazu könnte im Falle eines ausgeglichenen Haushalts ein Kapitalexport in Höhe von Pesos 150 Mrd. zustande kommen (etwa für Kredite an Handelspartner oder Direktinvestitionen im Ausland). Reichten dagegen die inländischen Ersparnisse nicht aus, um die Investitionen zu finanzieren, und wäre der Haushalt ausgeglichen, müsste auf ausländische Ersparnisse (Kapitalimport) zurückgegriffen werden, um einen Teil der Investitionen zu finanzieren. Dies würde sich in einem Leistungsbilanzdefizit niederschlagen: Sind $S = 750$ und $I = 800$, so führt (1) zu: $750 - 800 = 0 - 50$. Müsste zudem ein Haushaltsdefizit von Pesos 150 Mrd. mit Hilfe ausländischer Ersparnisse finanziert werden, würde das Leistungsbilanzdefizit auf insgesamt Pesos 200 Mrd. ansteigen: $750 - 800 = 150 - 200$. (Vgl. Dornbusch, Rüdiger, Stanley Fischer, *Macroeconomics*, 6th ed., New York 1994, S. 46-49.)

Fazit: Es gibt einen engen Zusammenhang zwischen den in einer Volkswirtschaft getätigten (privaten) Investitionen, dem Haushaltssaldo und dem Angebot an inländischen und ausländischen Ersparnissen. Wie im nächsten Abschnitt gezeigt wird, stellen die (Netto-) Investitionen (unabhängig von ihrer Finanzierung) eine wichtige Voraussetzung für das wirtschaftliche Wachstum von Entwicklungsländern dar.

3. Die Rolle der Finanzmärkte im Wachstumsprozess

Im Grundmodell der neoklassischen Wachstumstheorie wird von einer allgemeinen (gesamtwirtschaftlichen) Produktionsfunktion $Y = F(K, L)$ ausgegangen, in der Y für das Einkommen, K für den Kapitalstock und L für das Angebot an Arbeitskräften stehen. Für diese Funktion gilt eine Reihe von Bedingungen, auf die an dieser Stelle nicht weiter eingegangen werden kann. In Pro-Kopf-Form geschrieben lautet die Produktionsfunktion $y = Af(k)$, wobei A eine Konstante, y das Pro-Kopf-Einkommen und k die Pro-Kopf-Ausstattung mit Kapital darstellen; k erstreckt sich auf physisches und humanes Kapital. Das Pro-Kopf-Einkommen wächst mit der Pro-Kopf-Ausstattung mit Kapital. Die Pro-Kopf-Ausstattung mit Kapital k wächst mit der Rate ? bis das langfristige Gleichgewicht (Steady

state-Niveau) k^* erreicht wird. Die Höhe der Wachstumsrate des Kapitalstocks wird in diesem Modell (in stark vereinfachter Form) von der Differenz zwischen der Ersparnis und der Abschreibung bestimmt: Je niedriger das Ausgangsniveau von k , umso höher ist die Wachstumsrate, die erforderlich ist, um k^* zu erreichen. Mit anderen Worten: Je höher die Ersparnis, desto höher fällt die Wachstumsrate aus. Dabei nimmt der Kapitalstock in dem Maße zu, wie Nettoinvestitionen getätigt werden. (Vgl. Foders, Federico, Regionale Aspekte der Berufsbildungspolitik, Frankfurt am Main 1998, S. 8-9 sowie 92-93.)

Fazit: Für das Wachstum von Entwicklungsländern spielen die Investitionen in physisches und humanes Kapital eine zentrale Rolle. Gut funktionierende Finanzmärkte tragen dazu bei, dass die für das Wachstum erforderlichen Ersparnisse mobilisiert und produktiven Verwendungen zugeführt werden.

4. Wichtigste Merkmale der lateinamerikanischen Finanzmärkte

Während der Zeit der Importsubstitution (etwa von 1929 bis 1982) waren die Finanzmärkte Lateinamerikas durch eine Politik der „finanziellen Repression“ gekennzeichnet. Die Nominalzinsen wurden vom Staat so festgelegt, dass sie möglichst unter der Inflationsrate lagen (negative Realzinsen). Dadurch sollten kapitalintensive Investitionen gefördert werden. Im Ergebnis wurden die Investitionen angeregt und die Ersparnisbildung benachteiligt. Aufgrund des sinkenden Angebotes an inländischen Ersparnissen wurden die Investitionen mit Hilfe einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik und (im Zeitraum 1973-1982) mit Auslandskrediten finanziert. Dies brachte den Ländern Inflation (in einigen Fällen sogar Hyperinflation) und eine hohe Auslandsverschuldung. Nur ein geringer Teil der Investitionen konnte mit Mitteln der Entwicklungshilfe und ausländischen Direktinvestitionen finanziert werden.

Im System der „finanziellen Repression“ hat nicht der Markt, sondern die jeweilige Regierung bestimmt, welche Investitionsprojekte durchgeführt wurden. Dabei wurde sie von der Zentralbank und den staatlichen Banken unterstützt. Bei der Vergabe von Krediten wurden weder die Rentabilität noch das Risiko einzelner Projekte berücksichtigt. Daher kam es häufig zu faulen Krediten und einer übermäßigen Verschuldung der Kreditnehmer (in vielen Fällen handelte es sich um staatliche Unternehmen). Im Falle einer Anhäufung von notleidenden Krediten hat die Zentralbank den betroffenen Banken in der Regel großzügig geholfen. Dadurch gelang es den Banken, das Kreditrisiko auf den Staat bzw. den Steuerzahler abzuwälzen (Moral hazard). Fazit: Unter den in Lateinamerika bis Ende der 80er Jahre herrschenden Bedingungen haben die Banken ihre volkswirtschaftliche Funktion nicht erfüllt: Sie konnten weder Ersparnisse nach den Regeln des Marktes mobilisieren noch Kredite nach den Regeln des Marktes vergeben.

Nach Einleitung der makroökonomischen Reformen der 90er Jahre wurden zwar in vielen lateinamerikanischen Ländern die Unabhängigkeit der Zentralbank von der Regierung gestärkt und die Rahmenbedingungen für die Finanzmärkte verbessert. Dennoch sind dort immer noch einige Merkmale gering entwickelter Bankensysteme anzutreffen:

- 1) Hohe Spreads zwischen Haben- und Sollzinsen,
- 2) ein im internationalen Vergleich verhältnismäßig hohes Zinsniveau,
- 3) geringes Financial deepening (geringe Fristendiversifizierung),
- 4) schwache Bankenaufsicht und
- 5) in einigen Ländern eine hohe Zahl staatlicher Banken.

Hohe Differenzen zwischen Haben- und Sollzinsen werden vielfach auf die hohen Kosten

des Bankgeschäfts zurückgeführt. In viel größerem Maße als etwa in Europa sind die grundlegenden Informationsprobleme der Kreditvergabe in Lateinamerika noch ungelöst. In den meisten Ländern sind für alle Banken zugängliche Datenbanken, in denen die Schuldner erfasst werden, nicht vorhanden. Deshalb können sich Banken nur selten indirekt über die Bonität eines Antragstellers informieren. Auch die Kostenrechnungs- und Buchhaltungssysteme bieten den Kreditgebern allenfalls marginale Informationen über die tatsächliche Geschäftslage eines Unternehmens. Diese und andere Risiken werden häufig in Form eines Zinsaufschlages berücksichtigt, der zur Verteuerung von Krediten beiträgt und den Spread erhöht.

Im Rahmen von Stabilisierungsprogrammen wird verschiedentlich (unabhängig vom Wechselkurssystem) ein hohes Zinsniveau als Instrument zur Erhöhung der Attraktivität des inländischen Wertpapiermarktes (in der Regel Staatspapiere) für ausländische Anleger eingesetzt. In Zeiten, in denen sich Finanzkrisen häufen und das international mobile Kapital auf der Suche nach einem Risikoaufschlag ist, wird dieses Instrument besonders intensiv genutzt. Ein Blick auf die letzte Seite der Zeitschrift „The Economist“, in der wöchentlich eine Tabelle mit den aktuellen kurzfristigen Zinsen in den Emerging Markets veröffentlicht wird, verrät, dass das Zinsniveau in den meisten lateinamerikanischen Staaten weiterhin höher als in Euroland und den Vereinigten Staaten ist. Der Bedarf an ausländischen Ersparnissen zur Finanzierung der Staatsverschuldung ist Folge einer Politik hoher Haushaltsdefizite; sie hat im Zeitablauf zu einer verhältnismäßig hohen Staatsverschuldung geführt. Die Abhängigkeit Lateinamerikas von ausländischen Ersparnissen kann deshalb erst langfristig, und zwar nach einer tiefgreifenden Reform der Steuersysteme und der Steuerverwaltung verringert werden. Bei der Gestaltung eines neuen Steuersystems ist zu bedenken, daß ein Steuersystem, das den Konsum fördert und die Ersparnis benachteiligt einer marktwirtschaftlichen Finanzmarktreform entgegensteht und zudem wachstumsfeindlich wäre.

Nach mehreren Dekaden der Benachteiligung inländischer Ersparnisse besteht in Lateinamerika eine Nachfrage nach Anlagemöglichkeiten in heimischer Währung mit kurzen Laufzeiten. Dahinter steht die Absicht des Sparers, sich beim kleinsten Anzeichen einer Finanzkrise den Zugang zu seinen Ersparnissen zu sichern. Anlageformen mit längeren Laufzeiten (in heimischer Währung) haben aus seiner Sicht den Nachteil der längeren Kündigungsfristen. Diese können das Risiko einer Anlage erhöhen, weil sie im Falle einer unerwarteten Krise die Verfügungsrechte des Sparers einschränken. Längere Laufzeiten werden oft bei Anlagen in Fremdwährung angeboten, die in den meisten Ländern nur im Ausland getätigt werden können. Damit eine Diversifizierung der Anlagefristen (Financial deepening) stattfinden kann, müssten entweder das Vertrauen der Sparer in die Stabilität der heimischen Währung gestärkt oder Fremdwährungsanlagen im Inland (wie in Argentinien) zugelassen werden. Wird davon ausgegangen, dass Banken im allgemeinen eine Fristentransformation (kurzfristige Einlagen werden in langfristige Kredite umgewandelt) durchführen müssen, um Kredite vergeben zu können, könnte eine Diversifizierung der Anlagefristen zu einer Erleichterung des Bankgeschäftes und so zu einer Verringerung der Kosten der Kreditvergabe (und damit der Spreads) beitragen.

Traditionell leiden die lateinamerikanischen Finanzmärkte nicht unter einem Mangel an staatlicher Intervention. Die Kreditvergabe wurde in der Zeit der finanziellen Repression weitgehend vom Staat gelenkt; dies wird heute im Bereich staatlicher Banken fortgeführt. Dennoch kann ein Mangel an notwendiger staatlicher Regulierung der Finanzmärkte festgestellt werden. Das heißt: Der Staat hat in der Vergangenheit die Kreditvergabe nach politischen Gesichtspunkten vorgenommen und die dabei entstandenen Risiken übernommen. Marktversagen tritt jedoch nicht bei der Lenkung der Kreditvergabe, sondern ausschließlich bei der Vermeidung von Risiken auf. Denn: Moral hazard (die Gefahr, dass die Banken hohe Risiken eingehen, weil sie sie an andere abwälzen können) tritt immer

dann auf, wenn die Banken davon ausgehen können, dass der Staat bzw. der Steuerzahler im Notfall die Risiken übernimmt. Würde der Staat das Kreditausfallrisiko (notleidende Kredite, nicht ausreichend gesicherte Kredite) den Eigentümern der Banken überlassen, müssten die Banken bei der Auswahl der Kreditnehmer viel sorgfältiger vorgehen. Deshalb sollte sich die Intervention des Staates darauf beschränken, das Risikomanagement zu regulieren. In Europa und den Vereinigten Staaten wird diese Aufgabe von einer Aufsichtsbehörde wahrgenommen. Diese muss darüber wachen, ob und inwieweit die Banken bestimmte Regeln zur Vermeidung von Risiken, die gesetzlich festgelegt sein können, in die Praxis umsetzen. Darüber hinaus werden die Banken angehalten, Reserven zu unterhalten, um im Notfall die Risiken aus eigener Kraft bewältigen zu können. In der Regel wird dabei der Schutz des kleinen Sparers (bis zu einer bestimmten Einlagengrenze) gewährleistet, jedoch ohne die Eigentümer der Banken und die Vorstände aus der Verantwortung für die im Kreditgeschäft eingegangenen Risiken zu entlassen.

In Lateinamerika stehen die meisten Länder erst am Anfang einer grundlegenden Finanzmarktreform. In mehreren Ländern, vor allem in Zentralamerika, werden die Finanzmärkte weiterhin von staatlichen Banken beherrscht. Nach wie vor erfolgt die Kreditvergabe, oft aus Mitteln der Entwicklungshilfe, ausschließlich nach politischen Kriterien und nicht nach Wirtschaftlichkeitsüberlegungen. Die Folge davon ist eine Ansammlung schlechter Risiken bei den staatlichen Finanzinstituten; die Risiken werden in vollem Umfang vom Staat übernommen (über Garantien, Bürgschaften usw.). Private Banken (inländische wie ausländische) wird der Zutritt zu bestimmten Marktsegmenten verweigert; ihre Entfaltungsmöglichkeiten sind stark eingeschränkt. In diesen Ländern mangelt es an einer Wettbewerbspolitik, die gleiche Bedingungen für staatliche und private, inländische und ausländische Banken schafft.

5. Ansätze für eine Finanzmarktreform: Das Beispiel Argentiniens

Die Finanzmärkte Argentiniens sind von den Finanzkrisen der 90er Jahre (Mexico, Asien, Russland, Brasilien) angesteckt worden. Dies lag vor allem daran, dass das argentinische Bankensystem viele Schwächen hatte. Angesichts dessen, dass das Land aufgrund des Currency board-Systems über einen geringen geldpolitischen Spielraum verfügt, war es gezwungen, langfristige strukturelle Maßnahmen einzuleiten, um seine Anfälligkeit für Finanzkrisen zu vermeiden. Bislang sind unter anderen folgende Maßnahmen ergriffen worden:

- a) Erhöhung der gesetzlich geforderten Liquiditätsreserven von 15 vH auf 20 vH der Verbindlichkeiten (überwiegend Einlagen);
- b) Erweiterung der Verbindlichkeiten, für die Liquiditätsreserven gehalten werden müssen, auf ausländische Kredite, Wertpapierpensionsgeschäfte und Handelswechsel;
- c) Revision der Berechnung von riskogewogenen Indikatoren zum Bestand an Aktiva;
- d) Einführung eines Rating-Systems zur Beurteilung der Güte von Banken; die Banken werden angehalten, ihre Einstufung zu veröffentlichen;
- e) Aufbau eines nationalen Kreditinformationssystems zur Erfassung der Schuldner;
- f) Bildung eines Kreditrisikofonds mit Einlagen der privaten Banken. Nach dem Konvertibilitätsgesetz darf die Zentralbank nur im äußersten Notfall den Banken bei der Übernahme von Risiken helfen; dies ist bislang nur einmal geschehen - während der Mexiko-Krise von 1994/95. In Zukunft sollen die privaten Banken über die Bereitstellung von Hilfen selber entscheiden; allerdings werden die Hilfen in vollem Umfang von den Banken (nicht vom Steuerzahler) getragen;
- g) Regelmäßige (vierteljährliche) Prüfung von Banken durch unabhängige (externe) Wirtschaftsprüfer;
- h) Aufbau von weiteren Reserven in Höhe von mindestens 2 vH der Einlagen in Form von

Wertpapieren oder Krediten. Die Wertpapiere müssen bei Finanzinstituten mit hohem Rating plaziert und die Kredite müssen von Finanzinstituten mit hohem Rating gewährt werden.

Die Maßnahmen zielen darauf ab, das Risikomanagement zu verbessern, das Bankensystem gegen die Auswirkungen von Finanzkrisen zu schützen, das Vertrauen der Sparer zu gewinnen und die Sparquote nennenswert zu erhöhen. Eine solche Finanzmarktpolitik steht im Dienste der Wachstumspolitik.

Literatur

1. Dresdner Bank Lateinamerika, Der Bankensektor in Lateinamerika: Stabilitätspolitik und Systemreformen reduzieren die Krisenanfälligkeit, Sommer 1999. (<http://www.dbla.de>)
2. Rojas-Suárez, Liliana, Steven R. Weisbrod, Managing Banking Crises in Latin America, IDB Working Paper No. 319, Februar 1996 (<http://www.iadb.org>)
3. IMF, Argentina: Recent Economic Developments, IMF Staff Country Report No. 98/38, Washington April 1998 (<http://www.imf.org>)
4. World Bank, World Development Report 1999/2000, Washington 1999 (Kapitel 3: Developing Countries and the Global Financial System) (<http://worldbank.org>)

Federico Foders

Ende der Seite

HOME

Letzte Änderung: 06.12.2000 - 09:50 Uhr
[Michael Fritsche](#)