

# Private Kapitalströme in die Emerging Markets in den Neunzigerjahren und die Auswirkungen auf die Finanzmärkte

Ulrike Ditlbacher,  
Jarko Fidrmuc,  
Patricia Walter

## I Einleitung

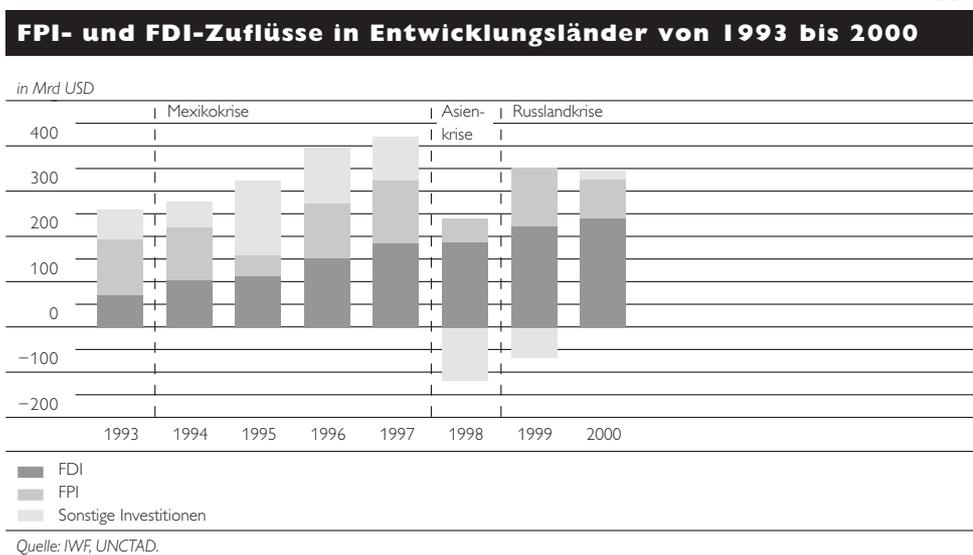
Die Neunzigerjahre waren von einer weltweiten Zunahme der privaten Kapitalströme gekennzeichnet. Machten die globalen grenzüberschreitenden Portfolioinvestitionen (FPI) 1993 noch rund 749 Mrd USD aus, so waren sie nach Rückgängen während der Mexiko- und der Asienkrise im Jahr 2000 auf rund 1.600 Mrd USD gestiegen. Ein ähnliches Bild zeigte sich bei den grenzüberschreitenden Direktinvestitionen (FDI). Diese erfuhren einen rasanten Anstieg von rund 218 Mrd USD im Jahr 1993 auf rund 1.300 Mrd USD im Jahr 2000. Im Zuge des globalen Wirtschaftsabschwungs und eines Rückgangs der grenzüberschreitenden Fusions- und Übernahmetätigkeit war das Jahr 2001 durch Einbrüche der privaten Kapitalströme gekennzeichnet, die sich im Lauf des Jahres 2002 jedoch wieder erholen dürften.

Besondere Bedeutung gewannen in den letzten Jahren die privaten Kapitalströme in die Emerging Markets. Im Zuge der Globalisierung und der damit verbundenen Liberalisierung der Kapitalmärkte wurden die Emerging Markets im asiatischen und lateinamerikanischen Raum sowie die zentral- und osteuropäischen Staaten zunehmend in die internationalen Finanzmärkte integriert. Multinationale Unternehmen und institutionelle Anleger sehen in den aufstrebenden Volkswirtschaften attraktive Investitionsstandorte mit hohen Ertrags-erwartungen und investierten vermehrt in diese Länder.

## 2 Die Entwicklung der privaten Kapitalströme in die Emerging Markets in den Neunzigerjahren

In den Neunzigerjahren gewannen die privaten Kapitalströme in die Emerging Markets zunehmend an Bedeutung, wobei der Großteil von Portfolio- und Direktinvestitionen eingenommen wurde. Wie Grafik 1 zeigt, weisen die einzelnen Ströme jedoch eine unterschiedliche Entwicklung auf. Bei den Direktinvestitionen ist seit 1993 ein konstanter Anstieg zu beobachten, während der Mexiko- und der Asienkrise lassen die Zuflüsse Beständigkeit erkennen. Die Portfolioinvestitionen und die Komponente *Sonstige Investitionen* (worunter insbesondere Bankkredite und Kredite von Nichtbankengläubigern zu sub-

Grafik 1



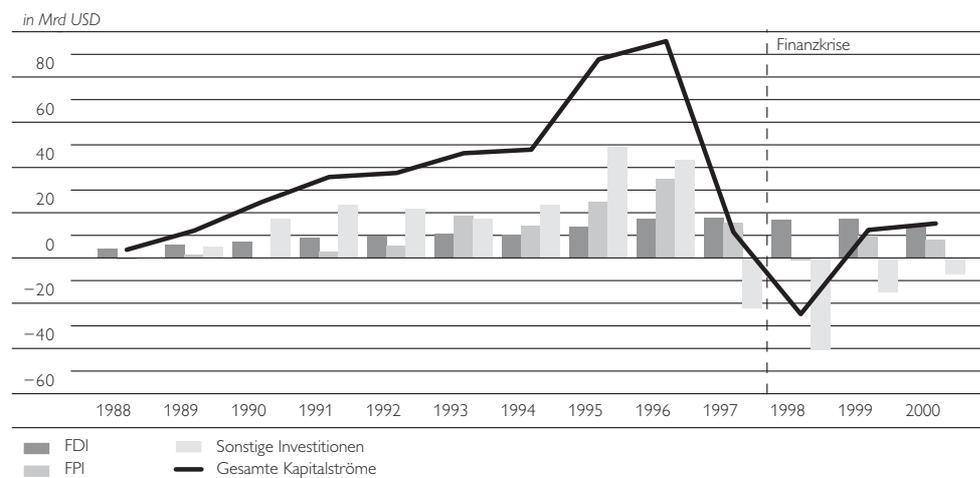
sumieren sind) reagierten hingegen deutlich auf die Finanzkrisen Mitte und Ende der Neunzigerjahre.

Beiden Finanzkrisen, sowohl der Mexikokrise 1993/94 als auch der Asienkrise 1997/98, waren hohe Kapitalzuflüsse vorausgegangen. Sie unterschieden sich jedoch insofern, als die Zuflüsse nach Mexiko vorwiegend aus Portfolioströmen bestanden, jene nach Asien hingegen aus Auslandskrediten. Dies lässt sich zum einen damit erklären, dass sich ausländische Investoren in den asiatischen Staaten mit zahlreichen Beschränkungen und Marktzutrittschancen konfrontiert sahen, die erst nach der Krise großteils aufgehoben wurden. Zum anderen nahmen zahlreiche asiatische multinational tätige Unternehmen (MNU), die auch zum Teil in der asiatischen Region investierten, Kredite in US-Dollar auf. Dies erschien angesichts der Bindung nationaler Währungen an den US-Dollar und der hohen Zinsen in den asiatischen Zielländern durchaus sinnvoll. Dass die Anbindung einiger asiatischer Währungen an den US-Dollar nicht gehalten werden konnte, kam für viele überraschend. Auf Grund der Abwertung erhöhten sich die Kreditzahlungen, wodurch sich die finanzielle Situation der betroffenen Unternehmen zusehends verschärfte, vor allem jener, die einen hohen Fremdkapitalanteil aufwiesen. In den von der Krise am meisten betroffenen asiatischen Ländern<sup>1)</sup> war die Kreditvergabepolitik ausländischer Banken daher von Vorsicht geprägt, was wesentlich zu den Einbrüchen in den privaten Kapitalströmen beitrug (siehe Grafik 2). Wiesen diese Länder insgesamt im Jahr 1996 noch einen Zufluss von rund 100 Mrd USD auf, so verwandelte sich dieser 1998 in einen Abfluss von rund 30 Mrd USD.

Für Mexiko zeigt sich ein anderes Bild, da die Kapitalströme vorwiegend aus Portfolioinvestitionen bestanden. Im Zuge des Ende der Achtzigerjahre in Kraft getretenen Reformprogramms kam es zum Wirtschaftsaufschwung, der das Vertrauen ausländischer Investoren festigte. Das belebte wirtschaftliche Umfeld

Grafik 2

### Private Kapitalflüsse nach Asien<sup>1)</sup> von 1988 bis 2000

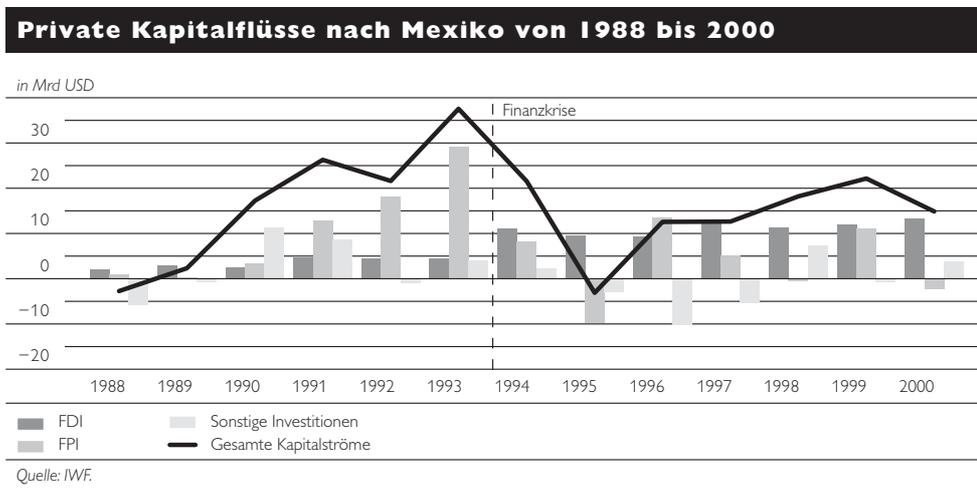


Quelle: IWF.

<sup>1)</sup> Aggregierte Zuflüsse nach Thailand, Malaysia, Indonesien, Südkorea und auf die Philippinen.

1 Thailand, Malaysia, die Philippinen, Indonesien und Südkorea.

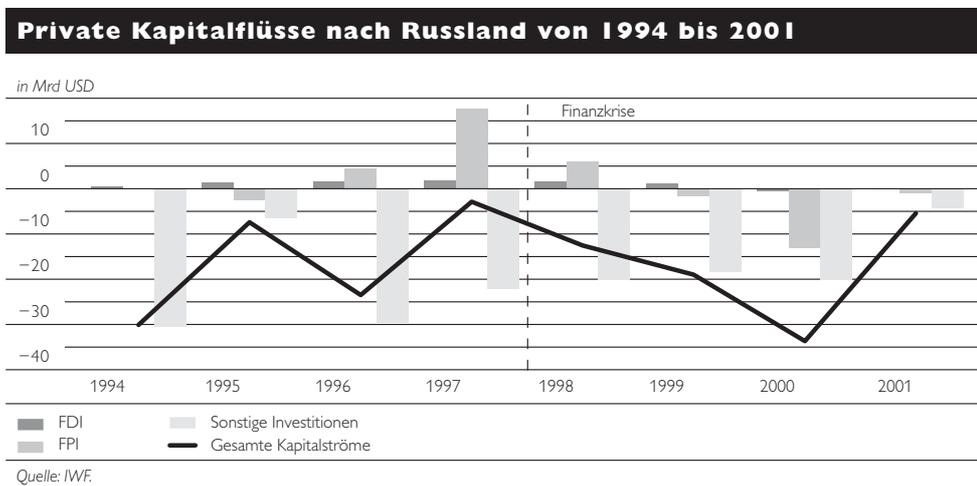
Grafik 3



sowie Privatisierungen, wie z. B. im Bankensektor, führten zu einem massiven Zufluss an privatem Kapital, der vorwiegend von Portfolioinvestitionen getragen wurde. Beim Ausbruch der Finanzkrise wurde dieses jedoch auch als erstes abgezogen, sodass einem Portfolioinvestitionszufluss von rund 29 Mrd USD im Jahr 1993 ein massiver Abfluss von rund 10 Mrd USD im Jahr 1995 gegenüberstand (siehe Grafik 3).

Der zentral- und osteuropäische Raum war in den Neunzigerjahren von der Russlandkrise geprägt. Der russische Markt unterscheidet sich allerdings sowohl von den genannten Emerging Markets als auch von den restlichen zentral- und osteuropäischen Volkswirtschaften. Erst in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre gewann Russland als Ziel für ausländische Investoren an Bedeutung. Russland engagierte sich bemerkenswerter Weise jedoch auch selbst in zunehmendem Maße im Ausland, begünstigt durch die hohen Überschüsse der Handelsbilanz (49,4 Mrd USD bzw. rund 15% des BIP im Jahr 2001). Trotz der günstigen Rahmenbedingungen war Russland im August 1998 mit einer Finanzkrise konfrontiert, die die privaten Kapitalströme nachhaltig beeinflusste (siehe Grafik 4).

Grafik 4



In der gesamten zweiten Hälfte der Neunzigerjahre überwogen die russischen Investitionen im Ausland die ausländischen Investitionen in Russland. Die Entwicklung der einzelnen Komponenten zeigt jedoch, dass sich die Attraktivität der russischen Wirtschaft in den letzten Jahren etwas verbessert hat.

Die privaten Kapitalströme nach Russland sind im Gesamtbild durch die Entwicklung der Komponente *Sonstige Investitionen* geprägt, die vor allem die Rückzahlung der früheren Kredite (Koch und Korhonen, 2000), aber auch die Kapitalflucht aus Russland beinhaltet. In der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre lagen die Nettoströme der Sonstigen Investitionen deutlich höher als die Direkt- und Portfolioinvestitionsströme. Gleichzeitig war eine relative Stabilität der Sonstigen Investitionen auch im Laufe der Russlandkrise zu beobachten. Erst im Jahr 2001 verringerten sich die Sonstigen Investitionen leicht, was vor allem auf den Rückgang der russischen Bankkredite im Ausland von 17 Mrd USD im Jahr 2000 auf etwa 0,9 Mrd USD im Jahr 2001 zurückzuführen war. Diese Entwicklung konnte insbesondere in der zweiten Jahreshälfte beobachtet werden.

Die Dynamik der Portfolioinvestitionen wurde durch die Krise im August 1998 stark beeinflusst. So erreichten im Jahr 1997 die Portfolioinvestitionen in Russland den bisherigen Höchststand von 17,8 Mrd USD. Bereits seit Ende 1997 war eine Verlangsamung der Portfolioinvestitionen verzeichnet worden, die im Zuge der Russlandkrise in eine Kapitalflucht überging. Erst im Jahr 2001 kam es zu einer vorsichtigen Stabilisierung der Portfolioinvestitionen, die mit einer Verunsicherung der internationalen Kapitalmärkte bei gleichzeitiger solider makroökonomischer Entwicklung der russischen Wirtschaft erklärt werden kann (Havrylyshyn und Beddies, 2002). Von den Investoren wird Russland daher zwar noch nicht als sicherer Hafen, zumindest aber als eine „geschützte Bucht“ angesehen.

Die Direktinvestitionen spielen in Russland trotz des großen Marktpotenzials eine geringere Rolle. Im Jahr 2001 betragen die Nettodirektinvestitionen nur 0,1 Mrd USD. Hervorzuheben ist jedoch das zunehmende Engagement russischer Unternehmen im Ausland. Im Jahr 2001 erreichten die aktiven russischen Direktinvestitionen einen Wert von 2,7 Mrd USD. Der Großteil davon wurde von Erdölunternehmen, vor allem in den GUS-Staaten, aber auch in der Slowakischen Republik, getätigt.

### **3 Österreichische Kapitalströme in die Emerging Markets**

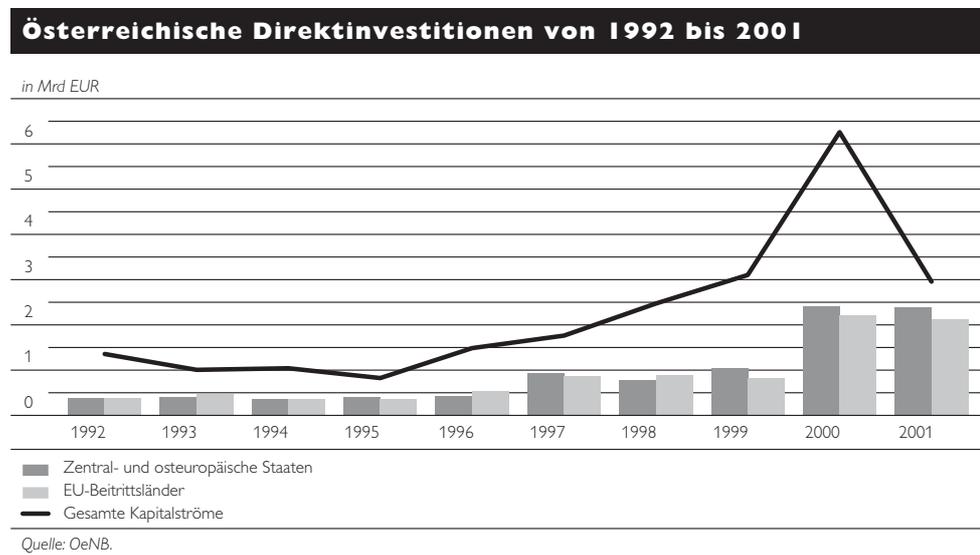
Die internationalen Kapitalveranlagungen Österreichs haben sich seit Mitte der Neunzigerjahre um ein Vielfaches erhöht (die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate lag bei 30%). Beliebte Zielländer waren dabei die Emerging Markets Zentral- und Osteuropas, insbesondere die Beitrittsländer zur EU. Seit 1995 erhöhten sich die privaten Kapitalflüsse Österreichs in diese Region von über 1 Mrd auf 6,3 Mrd EUR im Jahr 2001 (durchschnittliche jährliche Wachstumsrate: 36%). In der Veranlagungsstruktur österreichischer Investoren haben Wertpapierinvestitionen in Zentral- und Osteuropa in den letzten Jahren zwar an Gewicht gewonnen, sind aber im Vergleich zu Veranlagungen im Euroraum noch wenig bedeutend. Im Gegensatz dazu spielen Direktinvestitionen Österreichs in den Ländern dieser Region bzw. in den Beitrittsländern die größere

Rolle. Auch im Kreditverkehr, der im Wesentlichen vom langfristigen Kreditgeschäft der Banken geprägt ist, fließt ein Großteil nach Zentral- und Osteuropa. Insgesamt betrachtet tritt Österreich zunehmend gegenüber dem Euroraum als Kapitalnehmer und gegenüber den zwölf EU-Beitrittsländern als Kapitalgeber auf, weshalb von einer „Drehscheibenfunktion“ Österreichs in Europa gesprochen werden kann.

Der grundsätzlich positive Trend österreichischer Kapitalinvestitionen in den zentral- und osteuropäischen Emerging Markets weist jedoch vereinzelt Rückgänge auf. So spiegelte sich in den Jahren 1998 und 1999 die Russlandkrise in den sinkenden Kapitalveranlagungen in der Region wider. Unter den besonderen Rahmenbedingungen des Jahres 2001 – internationaler Technologiebaisse, dem Ende von zehn Jahren ungestörten Wirtschaftswachstums in den USA, den Ereignissen vom 11. September und dem Auslaufen regionaler Diversifikationseffekte der Euroeinführung – gingen die Volumina der grenzüberschreitenden Kapitaltransaktionen Österreichs, dem internationalen Trend entsprechend, stark zurück und halbierten sich annähernd. Bemerkenswert ist, dass im Gegensatz zum globalen Trend die Veranlagungen Österreichs in Zentral- und Osteuropa im Allgemeinen und in den Beitrittsländern im Besonderen aufrechterhalten wurden. Die Investoren reagierten damit auf die im internationalen Vergleich geringere Wachstumsabschwächung in den Beitrittsländern.

Wie Grafik 5 zeigt, gab es Anfang der Neunzigerjahre mit Ausnahme einiger weniger historischer Firmenverflechtungen kaum Direktinvestitionstätigkeiten Österreichs im Ausland. Die Gründe dafür lagen in der klein- und mittelbetrieblichen Wirtschaftsstruktur, dem hohen Anteil von Unternehmen in Staatsbesitz sowie der räumlichen Lage Österreichs am ehemaligen Eisernen Vorhang. Mit der Ostöffnung änderte sich dieses Bild nachhaltig, und Österreich erlangte eine strategische Position im Hinblick auf den Marktzutritt in den neuen Transformationsländer Zentral- und Osteuropas. Während EU-Kapital nach Österreich strömt, investieren österreichische Firmen schwerpunktmäßig in Zentral- und Osteuropa. Im Vergleich zu maximalen Werten

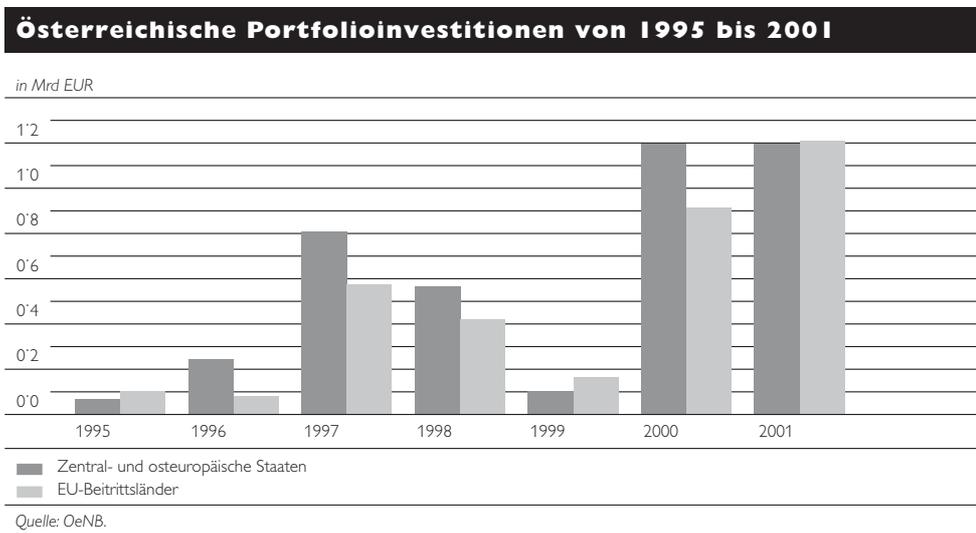
Grafik 5



von 0,3% des BIP in den Achtzigerjahren erreichen die aktiven Nettoströme an Beteiligungskapital seit 1990 im Durchschnitt rund 1% des BIP. Dabei stiegen die Direktinvestitionsströme Österreichs nach Zentral- und Osteuropa bzw. in die Beitrittsländer von 400 Mio EUR zu Beginn der Neunzigerjahre auf über 2 Mrd EUR im Jahr 2001, was 75% der gesamten Direktinvestitionen Österreichs im Ausland entspricht. Trotz des international ungünstigen Umfelds für grenzüberschreitende Direktbeteiligungen im Jahr 2001 und einem dementsprechend verringerten Nettokapitalexport Österreichs aus aktiven Direktinvestitionen (3 Mrd EUR oder rund die Hälfte des Maximalwerts des Jahres davor), blieben die Kapitalflüsse nach Zentral- und Osteuropa auf dem Rekordniveau von über 2 Mrd EUR. Damit hat Österreich in den beiden vergangenen Jahren in der Region in Summe mehr investiert als im gesamten Zeitraum von 1992 bis 1999. Bislang am höchsten waren die Direktinvestitionen Österreichs im Jahr 2001 unter anderem in der Slowakischen Republik (650 Mio EUR), in Ungarn (430 Mio EUR), in Slowenien (320 Mio EUR) und in Kroatien (200 Mio EUR).

Mit Beginn 2000 hielt Österreich in den Beitrittsländern über 1.000 Direktbeteiligungen, das investierte Gesamtkapital belief sich auf 5,3 Mrd EUR. Das entspricht beinahe der Hälfte der Anzahl österreichischer Auslandsbeteiligungen und einem guten Viertel des insgesamt im Ausland investierten Kapitals. Zu den wichtigsten Zielländern österreichischer Direktinvestitionen zählen Ungarn (404 Beteiligungen), die Tschechische Republik (257), Polen (105) und die Slowakische Republik (101), die zusammen 85% der Beteiligungen und 78% des Kapitals in den Beitrittsländern ausmachen. Die Anzahl der österreichischen Beteiligungen in Ungarn und der Tschechischen Republik ist annähernd so groß wie in der gesamten EU. Als Ergebnis seines intensiven Engagements in den Emerging Markets Zentral- und Osteuropas hat Österreich eine herausragende Rolle als Auslandsinvestor in weiten Teilen dieser Region erreicht. Laut Daten des *Wiener Instituts für internationale Wirtschaftsvergleiche* (WIIW) ist Österreich in Slowenien und Kroatien mit einem Anteil von 45 bzw. 30% am jeweiligen Gesamtbestand an Direktinvestitionen der mit Abstand bedeutendste ausländische Investor. In Ungarn, der Tschechischen Republik und in der Slowakischen Republik liegt Österreich mit 10 bis 20% des Auslandskapitals jeweils hinter Deutschland und den Niederlanden an dritter Stelle.

Portfolioinvestitionen, die im Vergleich zu Direktbeteiligungen kurzfristiger determinierten Veranlagungen in Aktien und Anleihen, dominieren global gesehen den grenzüberschreitenden privaten Kapitalverkehr Österreichs. Dabei investieren die österreichischen Anleger bislang vor allem in Wertpapiere aus dem Euroraum sowie – in vergleichsweise geringem Ausmaß – in US-Papiere. Sind österreichische Wertpapierveranlagungen in den übrigen Emerging Markets nahezu vernachlässigbar, so haben sich Portfolioinvestitionen in Zentral- und Osteuropa bzw. den EU-Beitrittsländern in den vergangenen Jahren stärker entwickelt. Nach einem zögernden Anstieg, wie Grafik 6 zeigt, erreichten die Investitionen in den Jahren 2000 und 2001 ein Volumen von jeweils über 1 Mrd EUR und einen Anteil an Österreichs gesamten Wertpapierveranlagungen im Ausland von 9%. Obwohl die grenzüberschreitenden Portfolioinvestitionen Österreichs im Jahr 2001 dem internationalen Trend entsprechend wesentlich geringer ausfielen als im Jahr davor und sich mehr als halbierten



(13 Mrd EUR im Jahr 2001 gegenüber 29 Mrd EUR im Jahr 2000), wurde der Forderungsaufbau in Zentral- und Osteuropa aufrechterhalten. Innerhalb der Region erfolgte bereits in den Jahren davor die Veranlagung Österreichs überwiegend in Papiere der Beitrittsländer, im Jahr 2001 wurde fast ausschließlich in diese Länder investiert. Darin zeigt sich der zunehmende wirtschaftliche „gap“ zwischen den Staaten Zentral- und Osteuropas, der durch die Teilnahme am Beitrittsprozess zur EU und dessen unterschiedliche Stadien in den einzelnen Ländern bedingt wird. Entsprechend bilden Investoren Erwartungen über die makroökonomische Entwicklung der einzelnen Länder, wie Wachstums- und Inflationsaussichten, die Annäherung der Zinssätze an das europäische Niveau und steigende Wechselkurse. Von besonderem Interesse für österreichische Wertpapierinvestoren war in den vergangenen Jahren Ungarn und im Jahr 2001 auch Polen. Polnische Wertpapiere waren 1999, angesichts eines wachsenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts des Landes mit Gefahren für die Stabilität des Wechselkurses, abgebaut worden.

Innerhalb der grenzüberschreitenden Wertpapierveranlagung Österreichs dominieren traditionell Investitionen in (langfristige) Rentenwerte, die auch im Jahr 2001 ähnlich hoch waren wie im Jahr davor. Auch bei den Emerging Markets Zentral- und Osteuropas zeigten sich deren Schuldverschreibungen in österreichischen Wertpapierportefeuilles in den letzten Jahren – mit Ausnahme 1999 – als relativ stabile und zunehmend interessante Anlageform. Im Jahr 2001 konzentrierte sich das Interesse österreichischer Investoren an Titeln dieser Region überwiegend auf Emissionen der EU-Beitrittsländer, die einen Anteil von 6% (740 Mio EUR) an den Gesamtforderungen aus langfristigen Rentenwerten erreichten. Auffallend ist dabei die Tatsache, dass die Papiere dieser Länder häufig bereits in der Nationalwährung denominiert sind. Im Gegensatz zu Rentenwerten stellt sich die Investition Österreichs in Anteilspapiere<sup>1)</sup> der Länder Zentral- und Osteuropas als äußerst volatile Veranlagungsform dar: Im Jahr 1999 waren Rückflüsse zu verzeichnen, im Jahr 2000 ging die

1 Insbesondere in Aktien, denn Investmentzertifikate der Region spielen bislang keine Rolle.

Investition in Beteiligungswerte der Region gegen null, sodass erst im Jahr 2001 wieder Volumina wie zuletzt 1997, vor der Russlandkrise, erreicht wurden (330 Mio EUR). Dies ist umso bemerkenswerter, als 2001 dem internationalen Anlegerverhalten entsprechend auch in der grenzüberschreitenden Kapitalveranlagung Österreichs kein „Jahr der Aktie“ war und Forderungen massiv abgebaut wurden. Die Anteile an den gesamten Neuinvestitionen Österreichs in Beteiligungspapiere stiegen im Jahr 2001 auf 26% bei Papieren Zentral- und Osteuropas und auf 28% bei jenen der Beitrittsländer. Aufgelöst wurden insbesondere Veranlagungen in russische Papiere, was branchenspezifisch unter anderem auf den Rückgang des Erdölpreises nach einem zwei Jahre andauernden Anstieg und entsprechenden Wertverlusten zurückzuführen ist. Zu Beginn des Jahres 2002 zeigt sich ein Anstieg der globalen Wertpapierveranlagung Österreichs im Ausland. Bei Papieren aus Zentral- und Osteuropa entsprechen die neu veranlagten Volumina den Werten der Vorjahresperiode bei einer weiterhin andauernden Umschichtung in Titel der Beitrittsländer. Auffallend ist, dass Anteilsscheine der osteuropäischen Emerging Markets stark an Bedeutung gewinnen und mit den – verringerten – Volumina bei Rentenwerten vergleichbar sind.

Bei der Komponente *Sonstige Investitionen* – Kredite, Bargeld und Einlagen – kam es in den vergangenen Jahren zu einer starken Ausweitung der Forderungen Österreichs, insbesondere gegenüber den Emerging Markets Zentral- und Osteuropas. Im Jahr 2001 wurde diese Entwicklung unterbrochen. War der Forderungsaufbau Österreichs in den Jahren 1999 und 2000 noch im zweistelligen Milliardenbereich gelegen, erreichten die entsprechenden Kapitalströme im Jahr 2001 transaktionsbedingt nur 7 Mrd EUR (eine zum Teil spiegelbildliche Folge der ebenfalls geringeren Bruttoströme in den Bereichen Portfolio- und Direktinvestitionen). Dabei fiel die Verringerung des Forderungsaufbaus für die gesamte Region Zentral- und Osteuropa unterproportional aus, im Gegensatz zu einer überproportionalen Verringerung in den EU-Beitrittsländern. In Prozent des österreichischen Gesamtengagements verloren die Beitrittsländer an Bedeutung (9% im Jahr 2001 gegenüber 12% im Jahr 2000), bei Zuwächsen der gesamten Region (19% im Jahr 2001 gegenüber 14% im Jahr 2000) und damit der übrigen Länder Zentral- und Osteuropas. Entsprechend dem Gesamttaggregat erreichte die Kreditvergabe des Bankensektors den höchsten Forderungsaufbau im Jahr 2000, sowohl global als auch für die Region Zentral- und Osteuropa (9 Mio bzw. 2,1 Mio EUR). Wie in der globalen Entwicklung der Kreditvergabe reduzierte sich der Forderungsaufbau im Jahr 2001 in Zentral- und Osteuropa bzw. in den Beitrittsländern; die Anteile blieben mit 23 bzw. 15% in etwa konstant. Der abnehmende Forderungsaufbau bei Sonstigen Investitionen Österreichs in Zentral- und Osteuropa ist zum Teil Folge der stärkeren Präsenz des österreichischen Bankensektors in der Region auf Grund der Gründung von Tochtergesellschaften. Töchter österreichischer Banken sind bereits in zwölf Staaten Osteuropas vertreten mit Schwerpunkten in der Slowakischen Republik (rund 40% Marktanteil), der Tschechischen Republik (21%), Ungarn (16%), Kroatien (14%) und Polen (7%).

## 4 Bestimmungsgründe für Direkt- und Portfolioinvestitionen

Wie die Daten zeigen, weisen die Portfolioinvestitionen und die Ströme privater Gläubiger eine hohe Volatilität auf. Die Direktinvestitionsströme hingegen lassen auch in Krisenzeiten eine gewisse Beständigkeit erkennen. Dies lässt auf unterschiedliche Eigenschaften und Motive für längerfristig angelegte Direktinvestitionen und Portfolioinvestitionen schließen, die meist durch kurzfristige Kapitalbewegungen erfolgen. Da Portfolio- und Direktinvestitionen gemeinsam den größten Anteil an den weltweiten privaten Kapitalströmen einnehmen, haben sie einen entsprechenden Einfluss auf die internationalen Finanzmärkte. Dieser wird in erster Linie durch die Motive für eine Investition bestimmt.

### 4.1 Direktinvestitionen

Angesichts der dynamischen Entwicklung der Direktinvestitionen in den letzten Jahren beschäftigten sich zahlreiche Arbeiten mit den Motiven eines MNU für eine Investition im Ausland. Entsprechend des *Eclectic Paradigm* von John H. Dunning (1993) wird die Entscheidung eines MNU für eine Direktinvestition neben der Möglichkeit der Gewinn bringenden Nutzung der Vermögenswerte von den Voraussetzungen bestimmt, dass die Aufteilung der Produktionsstufen profitabler ist als der Export und die Direktinvestitionsaktivität Gewinn bringender ist als die Vergabe von Lizenzen bzw. dass sich die zusätzlichen organisatorischen Kosten für das Unternehmen lohnen. Markusen und Venables (1998, 2000) betonen zusätzlich die Bedeutung der steigenden Skalenerträge, horizontaler bzw. vertikaler Produktdifferenzierung, unvollständiger Konkurrenz und die Bedeutung der Handelskosten verglichen mit den Produktionskosten.

Ob ein Unternehmen sich für eine Investition im Ausland entscheidet, hängt daher von der Art der Investition (Greenfield-Investition, Fusion oder Übernahme etc.) ebenso ab, wie von den wirtschaftlichen und politischen Gegebenheiten im Zielland, also den Standortfaktoren.

Wie sowohl theoretische als auch empirische Untersuchungen<sup>1)</sup> zeigen, spielen hinsichtlich des Anlageverhaltens vor allem absatzorientierte Motive eine primäre Rolle. Die Erschließung von Märkten sowie die Positionierung auf bereits errungenen Absatzmärkten haben sich als wichtige Entscheidungsfaktoren vor allem im Finanzdienstleistungsbereich erwiesen. Die Bedienung ausländischer Märkte vom Inland aus wird offensichtlich als unzureichend angesehen. Des Weiteren hatten vor allem innerhalb des Industriesektors die zunehmende Flexibilisierung und effizientere Formen der Produktion (z. B. Just-in-Time-Produktion) ein Nachfolgen der Vorleister und Zulieferer großer Industrieunternehmen zur Folge. Der verstärkte Wettbewerb ist auch ein Grund dafür, dass es viele Unternehmen als unerlässlich ansehen, neben ihren direkten Konkurrenten auf den wichtigsten Märkten präsent zu sein. Und schließlich ist manchmal unter bestimmten Voraussetzungen (wie der Sättigung des Inlandsmarktes) eine Unternehmensexpansion nur durch einen Schritt ins Ausland möglich. Im Zuge von Privatisierungen und Liberalisie-

1 Siehe dazu z. B. OeNB (1996, 1997, 1998).

rungen öffnete sich z. B. ein großer Markt in den zentral- und osteuropäischen Staaten, von dem Anfang der Neunzigerjahre österreichische Unternehmen im Dienstleistungsbereich (insbesondere im Bereich der Finanzdienstleistungen und im Handel) profitierten. Ebenso lässt der markante Anstieg der Direktinvestitionen in China in den letzten Jahren darauf schließen, dass die Suche nach neuen Absatzmärkten eine wesentliche Rolle auch im asiatischen Raum spielt.

Dem Kostenfaktor, insbesondere niedrigen Lohn- und Lohnnebenkosten, wurde in der Vergangenheit nur eine untergeordnete Rolle zugeschrieben. In den letzten Jahren gewinnt er bei Investitions- und Standortentscheidungen multinationaler Unternehmen aber immer mehr an Bedeutung. Mehrfach wurde in empirischen Studien nachgewiesen, dass Wechselkursbereinigte Veränderungen der relativen Lohnkosten Direktinvestitionen signifikant beeinflussen. Dies trifft insbesondere auf Direktinvestitionen in Zentral- und Osteuropa sowie Südostasien zu, wenn es sich dabei um Produktionsauslagerungen handelt, und allgemein, wenn das Zielland ein Entwicklungsland ist. Im Fall von Industrieländern sind hingegen Faktoren wie das Technologieniveau und strategische Überlegungen ausschlaggebend, da die Unterschiede beim Lohnniveau nur gering sind.

Weiters ist auch der Aspekt der Transaktionskosten zu berücksichtigen. MNU's können kostspielige Transaktionen internalisieren und damit Marktunvollkommenheiten oder schwach entwickelte Märkte umgehen. Sie haben damit entscheidende Vorteile bei der Planung, Steuerung und beim Informationsaustausch. Darüber hinaus kommen auch Infrastrukturkosten, wie Energiepreise und insbesondere im Finanzdienstleistungssektor Telekommunikationskosten, zum Tragen. Neben der Effizienz der Finanzmärkte spielt hier auch die Kostenbelastung eine Rolle.

Neben dem Kostenaspekt beeinflusst auch das steuerliche Umfeld die Attraktivität eines Standorts. So waren z. B. die so genannten Expatriates-Regelungen in den Benelux-Ländern<sup>1)</sup> Ende der Neunzigerjahre für den Anstieg der Direktinvestitionsströme in diese Staaten verantwortlich. Neben steuerlichen Sonderbehandlungen für MNU's stellen auch Steuerquoten sowie die rechtlichen Rahmenbedingungen der Steuerpolitik ein Motiv für oder gegen eine Direktinvestition dar, das vor allem bei Investitionen in Emerging Markets zum Tragen kommt.

Der von der Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft KPMG jährlich durchgeführte Corporate Tax Rate Survey<sup>2)</sup> lässt eine Anpassung der Steuersätze in den letzten Jahren erkennen. Der durchschnittliche Körperschaftsteuersatz in den beobachteten 30 OECD-Ländern betrug im Jahr 2002 31,39%. Auf Grund der Steuersenkungen in einigen Mitgliedstaaten konnte auch der Durchschnittssatz der EU-Länder auf 32,53% gegenüber 33,68% im Jahr 2001 gesenkt werden. Damit wird die Spanne zu den Schwellenländern weiter verringert. Während die lateinamerikanischen Staaten jedoch einen

1 Diese Regelungen ermöglichten internationalen Holdinggesellschaften und Koordinationszentren steuerliche Besserstellungen. Zudem profitierten in den genannten Ländern ausländische Beschäftigte bzw. leitende Angestellte multinationaler Unternehmen von Einkommenssteuerbefreiungen von bis zu 35%.

2 Siehe dazu die Internetseite der KPMG: <http://www.kpmg.com>.

leichten Anstieg des durchschnittlichen Steuersatzes von 30,14% im Jahr 2001 auf 30,2% im Jahr 2002 aufweisen, kam es in den asiatisch-pazifischen Staaten zu einer weiteren Senkung auf 31,05% im Vergleich zu 31,28% im Jahr 2001. Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass internationale Steuervergleiche auf einer sehr komplexen Problemstellung beruhen, deren Ergebnisse mit Sorgfalt zu bewerten sind.

Neben den fiskalischen Anreizen bedienen sich Regierungen im Rahmen einer gezielten Investitionsförderpolitik auch nichtfiskalischer Anreize, wie außerordentlicher und unentgeltlicher Bereitstellung von Infrastruktur, besonderer Marktzugangsrechte oder Außerkraftsetzung wettbewerbsrechtlicher Bestimmungen.

Als ein Standortfaktor, der in letzter Zeit vermehrt an Bedeutung gewinnt, werden die Ausgaben für Forschung und Entwicklung eines Landes gesehen. Darauf lässt auch die rege grenzüberschreitende Fusions- und Übernahmetätigkeit im Pharma-, Telekom- und Finanzdienstleistungsbereich in den letzten Jahren schließen. Darüber hinaus lassen empirische Beobachtungen den Schluss zu, dass ausländische Tochterunternehmen ein bedeutendes Bindeglied zwischen dem MNU und der Wirtschaft des Gastlandes hinsichtlich internationaler Spillover-Effekte bei Forschung und Entwicklung (F&E) bilden. Die Ausstattung eines Landes mit entsprechend ausgebildeten Humanressourcen und einer F&E-freundlichen Infrastruktur ist daher in Zukunft ein ernst zu nehmender Standortvorteil.

#### **4.2 Portfolioinvestitionen**

Ähnlich den Direktinvestitionen gibt es auch bei den Portfolioinvestitionen unterschiedliche Arten, wie die Investitionen vorgenommen werden können (Minderheitsbeteiligungen, Beteiligungen in Form von Venture-Capital, Schuldtiteln etc.). Daher sind auch hier unterschiedliche Bestimmungsgründe ausschlaggebend. Grundsätzlich sind jedoch zwei Faktoren maßgeblich: das wirtschaftliche Umfeld und die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen.

##### **4.2.1 Wirtschaftliches Umfeld**

Makroökonomische Faktoren wie das BIP-Wachstum, die Wechselkursstabilität, die Zinsentwicklung sowie die Liquidität der Kapitalmärkte stellen für viele Investoren wichtige Entscheidungskriterien dar. Plant ein Unternehmen eine Investition in Form einer Beteiligung, so spielen bei der Entscheidung für ein Zielland die Liquidität der Aktienmärkte sowie die Höhe des Wirtschaftswachstums eine wesentliche Rolle. Die Liquidität der Rentenmärkte sowie die Entwicklung der Zinssätze wiederum, stellen ein Kriterium für jene Investoren dar, die ihr Engagement vorwiegend auf Schuldtitel fokussieren.

Die Bedeutung des wirtschaftlichen Umfelds spiegelt auch die Entwicklung der Portfolioinvestitionen in den Emerging Markets in den letzten Jahren wider. Jene Länder, die überdurchschnittliche Wachstumsraten verzeichneten, konnten auch auf ansteigende Portfolioinvestitionszuflüsse verweisen. So konzentrierten sich z. B. die Portfolioströme in die asiatischen Staaten in den Neunzigerjahren bis zur Krise auf Thailand, Indonesien, die Philippinen und Korea. Die jährlichen Wachstumsraten dieser Länder lagen in diesem Zeitraum zwischen 5 und 9%. Ein ähnliches Bild zeigt sich bei den lateinamerikanischen

Staaten. Die Wirtschaft jener Länder<sup>1)</sup>, die die meisten Portfolioinvestitionen anzogen, wuchs in den Neunzigerjahren jährlich durchschnittlich zwischen 2,7% (Mexiko) und 7,2% (Chile). Das durchschnittliche Wirtschaftswachstum afrikanischer Staaten südlich der Sahara hingegen betrug in den Jahren 1990 bis 1999 lediglich um die 2,2%. Dementsprechend gering fielen auch die Portfolioinvestitionszuflüsse aus. Offensichtlich erwarten Investoren im Zuge eines Wirtschaftswachstums hohe Gewinne und damit ertragreiche Investitionen.

#### 4.2.2 Wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen

Wie die Asienkrise zeigte, muss neben dem wirtschaftlichen Umfeld auch den wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen Beachtung geschenkt werden. Diese können von den nationalen Regierungen direkt beeinflusst werden und gezielt zur Steigerung der Attraktivität des Standorts für ausländische Investoren eingesetzt werden. Sie können aber auch Auslöser für Finanzkrisen und Ursachen für Ansteckungen sein. So waren die Schwächen der asiatischen Finanzmärkte, wie fehlendes technisches Know-how und die enge Vernetzung innerhalb des Bankensektors, zum Großteil für die Währungsturbulenzen und die Kapitalflucht verantwortlich, was in der Folge auch zu weit reichenden Reformen führte und die Stabilitätsanforderungen an die internationalen Finanzmärkte erhöhte.

Entsprechend einer 1999 von der United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) durchgeführten Umfrage unter Investoren kommen bei der Ziellandwahl vor allem folgende Faktoren zum Tragen:

- Möglichkeit der Rückführung von Dividenden/Gewinnen und Kapital;
- Steuer auf Spekulationsgewinne;
- Regulierung von Aktien- und Rentenmärkten;
- Qualität der Bilanzierungsstandards und Veröffentlichungspflichten;
- Effizienz und Verlässlichkeit der Abwicklung;
- Verfügbarkeit von Depotstellen und Brokern;
- Schutz von Investorenrechten.

Für jene Investoren, die ein Engagement in Schuldtiteln planen, spielen darüber hinaus insbesondere Wechselkurs- und Zinserwartungen sowie Bonitätsbewertungen von Schuldnern eine Rolle. Ein wesentlicher Bewertungsfaktor dafür sind Ratings. Internationale Investoren richten sich nach diesen Bewertungen, wenn sie eine Investition – vor allem in einem Emerging Market – planen. Im Vorfeld einer Finanzkrise bedeutet das für ein betroffenes Land einen Teufelskreis. Wurde erst einmal die Kreditwürdigkeit eines Landes heruntergesetzt, verstärkt dies die finanzielle Instabilität. Die Risikoprämien werden angehoben und die Attraktivität des Standorts sinkt, was sich in den Kapitalströmen niederschlägt. Dies unterstreicht die stabilisierende Rolle der internationalen Institutionen (vor allem des Internationalen Währungsfonds – IWF und der Weltbank), die durch ihr Engagement in den Krisenländern die Erfolgchancen der nationalen Stabilisierungsprogramme erhöhen.

1 Mexiko, Argentinien, Chile und Brasilien.

## 5 Auswirkungen auf die Finanzmärkte

Der markante Anstieg der privaten Kapitalströme vor allem in die Emerging Markets in den letzten Jahren gibt Anlass, sich neben den Bestimmungsgründen auch mit den Auswirkungen auf die lokalen und internationalen Finanzmärkte zu beschäftigen.

### 5.1 Direktinvestitionen

Die Zunahme der Direktinvestitionsströme in die Emerging Markets in den Neunzigerjahren ist zu einem Teil auf das überdurchschnittlich hohe Wachstum der Finanzdienstleistungsbereiche zurückzuführen. Die Gründe dafür liegen vor allem in den weit reichenden Privatisierungsschritten sowie den umfassenden Maßnahmen zum Abbau von Hemmnissen und Zutrittsbarrieren für ausländische Investoren im Zuge von multi- und bilateralen Abkommen.<sup>1)</sup>

Das Engagement ausländischer Unternehmen im Finanzdienstleistungsbereich, insbesondere im Bankenbereich, zeigt jedoch unterschiedliche Entwicklungen. Als attraktivste Standorte erwiesen sich die zentral- und ost-europäischen Länder, insbesondere Ungarn und Polen. Laut IWF erreichte die ausländische Beteiligung im Jahr 2001 im Zuge von umfangreichen Privatisierungsschritten in Folge der Ostöffnung ein Ausmaß von rund 70%. In den lateinamerikanischen Staaten ist vor allem Ende der Neunzigerjahre ein Anstieg der Präsenz ausländischer Banken zu verzeichnen. Als Ergebnis einer Reihe von Fusionen und Übernahmen stieg der Anteil ausländischer Banken auf rund 50% in Argentinien und Chile. In Mexiko erreichte der Anteil im Jahr 2001 rund 60%. In den asiatischen Staaten hingegen waren ausländische Banken in den vergangenen Jahren auf Grund einer restriktiven Marktzutrittspolitik nur vereinzelt vertreten und die Investitionen beschränkten sich auf wenige Länder wie Malaysia, Südkorea und Thailand.

Der zunehmende Anteil der Direktinvestitionen im Finanzdienstleistungsbereich lässt darauf schließen, dass die nationalen Regierungen den potenziellen positiven Auswirkungen einer ausländischen Investition vermehrt Bedeutung beimessen. Die Finanzkrisen in den asiatischen und lateinamerikanischen Ländern zeigten nur zu deutlich die Schwächen der nationalen Finanzsektoren und den Bedarf an ausländischen Investoren auf. Auf Grund der globalen Netzwerke, über die multinational tätige Unternehmen verfügen, sind diese für derartige Schocks weniger anfällig, da eine größere Streuung des Risikos unter Tochter- und Mutterunternehmen möglich ist (Peek und Rosengren, 2000). In den Krisenregionen konnte der heimische Bankensektor diesen Rückhalt nicht bieten.

Da man erkannte, dass ausländische Investoren nicht nur eine neue Finanzierungsquelle zur Sanierung des angeschlagenen Bankensektors im Zuge von Krisen darstellen, sondern auch über technisches Know-how verfügen, war man bemüht, diese vermehrt ins Land zu holen. Für flexible Investoren bot sich im Zuge von Finanzkrisen daher die Möglichkeit, kostengünstig in den Markt einzusteigen, was von den nationalen Regierungen mit entsprechenden Förderprogrammen für Fusionen und Übernahmen unterstützt wurde.<sup>2)</sup>

1 Einen wesentlichen Beitrag leistete die Uruguay-Runde, in deren Rahmen das General Agreement on Trade in Services (GATS) verhandelt wurde, das 1995 in Kraft trat.

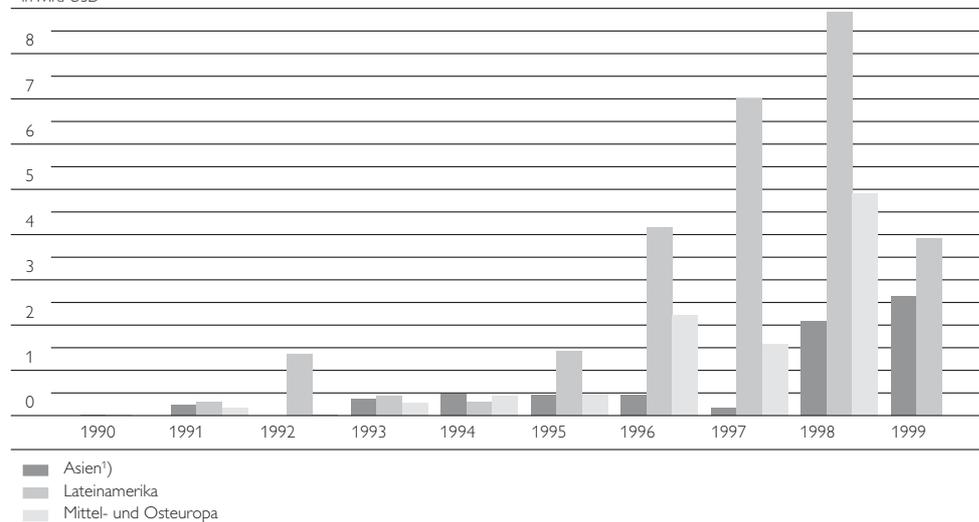
2 Die südkoreanische Regierung hob z. B. im Mai 1998 sämtliche Beschränkungen hinsichtlich der Portfolioinvestitionen in Aktienmärkte, der M&A-Aktivitäten und des Grundstückserwerb durch Ausländer auf.

Grafik 7

### Grenzüberschreitende M&A-Aktivitäten im Finanzsektor

von 1990 bis 1999

in Mrd USD



Quelle: UNCTAD.

<sup>1)</sup> Die fünf meist betroffenen Staaten.

Wie Grafik 7 zeigt, ist in den asiatischen Staaten während und nach der Finanzkrise 1997/98 ein Anstieg der Fusionen und Übernahmen im Finanzdienstleistungsbereich zu beobachten. Ähnliches gilt für Lateinamerika und die zentral- und osteuropäischen Länder. Die Zunahme der Fusionen und Übernahmen im Finanzdienstleistungsbereich spiegelt einen allgemeinen Trend in den Neunzigerjahren wider. So verzeichneten die Entwicklungsländer entsprechend UNCTAD<sup>1)</sup> einen Anstieg ihres Anteils an den weltweiten Fusionen und Übernahmen von rund 5% in den späten Achtzigerjahren auf beinahe 20% Ende der Neunzigerjahre. Unterstützt wurde dieser Trend neben umfangreichen Liberalisierungs- und Privatisierungsmaßnahmen vor allem durch alternative Finanzierungsmethoden. Obwohl Bankkredite nach wie vor die beliebteste Finanzierungsform darstellen, gewinnen direkte Finanzierungsarten, wie die Emission von Stammaktien oder Unternehmensanleihen, vermehrt an Bedeutung. Der erleichterte Zugang zu Venture-Capital ermöglicht es auch zunehmend kleineren Unternehmen, eine Fusion oder Übernahme zu tätigen, sodass grenzüberschreitende M&A-Aktivitäten mit einem Transaktionswert von weniger als 100 Mio USD stetig ansteigen. Laut UNCTAD machten im Jahr 1999 diese bereits ein Drittel der gesamten M&A-Aktivitäten aus. Betragsmäßig umfangreichere Fusionen und Übernahmen werden hingegen vermehrt über Aktientausch realisiert.

Wie empirisch beobachtbar, tragen ausländische Investoren zu einer Effizienzsteigerung des Finanzdienstleistungssektors bei. Da der Großteil der Investoren in Industrieländern beheimatet ist, entspricht ihr technisches Know-how dem aktuellsten Stand. Im Zuge einer Direktinvestition werden daher neben dem Kapital auch Management-Know-how, effiziente Kostengestaltung, qualita-

1 Siehe dazu UNCTAD (2000).

tives Risikomanagement sowie eine breite Palette von Finanzprodukten und entsprechende rechtliche Rahmenbedingungen in den Markt eingebracht. Der heimische Bankensektor profitiert dabei auch von den höheren Aufsichtsstandards entsprechend internationalen Richtlinien, die ausländische Banken erfüllen müssen, deren Mütter in Industriestaaten beheimatet sind. Die damit verbundene Effizienzsteigerung fördert den Wettbewerb, was in der Folge zur Stärkung der Stabilität des lokalen Bankensektors beiträgt.

## 5.2 Portfolioinvestitionen

Portfolioinvestition, z. B. in Form von Venture-Capital, Corporate-Bonds, Staatsanleihen oder Derivativen, leisten – ähnlich den Direktinvestitionen – oft einen direkten Beitrag zur wirtschaftlichen Entwicklung in Form eines Investitionsanstiegs. Darüber hinaus veranlasst der ansteigende Kapitalfluss die Zielländer auch hier im Zuge des verstärkten Wettbewerbs, ihre Finanzmarktstrukturen effizienter zu gestalten und sich vermehrt auf internationalen Finanzmärkten zu engagieren.

Neben den positiven Auswirkungen der zunehmenden Kapitalströme dürfen jedoch nicht die Risiken vergessen werden. Verantwortlich dafür ist in erster Linie die Volatilität der Kapitalströme, wovon vor allem die Portfolioinvestitionen und die Auslandskredite betroffen sind. Direktinvestitionen hingegen sind beständiger. Da einer Direktinvestition in den meisten Fällen eine wohl überlegte Entscheidungsfindung vorausgeht, stellt diese eine längerfristige Bindung an die Wirtschaft eines Landes dar. Mit der kurzfristigen Verlegung von Produktionsstätten oder der Schließung von Tochterunternehmen wären zu hohe Kosten (z. B. „sunk costs“) für den Mutterkonzern verbunden. Portfolioinvestitionen hingegen reagieren sehr sensibel auf Veränderungen der oben angeführten Bestimmungsgründe und können kurzfristig von den Märkten abgezogen werden. Diese Unbeständigkeit der Kapitalströme beeinflusst die Finanzmärkte und die nationalen Wirtschaften. Ein kurzfristiger Abzug von Kapital nach umfangreichen Zuflüssen führt zu einer unerwarteten Veränderung der Verfügbarkeit von Vermögenswerten und in der Folge von deren Preis. Dies wiederum beeinflusst die Unternehmenswerte sowie die Gewinnerwartungen und behindert geplante Investitionen. Gleichzeitig setzen die nationalen Regierungen zur Gegensteuerung wirtschaftspolitische Maßnahmen, wie dies z. B. in den asiatischen Ländern geschehen ist. Die Ratingagenturen reagieren auf die Entwicklungen, indem sie die betroffenen Länder im Ranking herabsetzen. Dies wiederum beeinflusst die Investoren in ihren Markterwartungen und veranlasst sie zum Abzug ihres Kapitals. Zu diesem Zeitpunkt spricht man von einer Finanzkrise.

Wie sich bei der Mexiko- und auch insbesondere bei der Asienkrise zeigte, bleibt eine Finanzkrise selten auf ein Land beschränkt, sondern breitet sich über die Grenzen hinweg aus. Die Übertragung von Krisen kann über realwirtschaftliche Verflechtung – wie über Handelsbeziehungen –, vor allem aber über finanzwirtschaftliche Vernetzungen erfolgen. Ist z. B. ein und dieselbe Bank Finanzierungsquelle für mehrere Länder, führt der Anstieg von uneinbringlichen Krediten eines Landes infolge einer Finanzkrise dazu, dass die Bank frühzeitig ausstehende Kredite einfordert, wodurch auch andere Länder in Zahlungsschwierigkeiten geraten können (Sbracia und Zaghini, 2001).

Neben den real- und finanzwirtschaftlichen Verflechtungen spielt aber auch die so genannte „Ansteckung“ eine Rolle bei der Übertragung von Finanzkrisen, insbesondere im Fall der Emerging Markets. Ähnlich wie bei einer Infektion mit einer Krankheit ist eine bereits vorhandene Schwäche des Organismus Voraussetzung für den Befall. Im Fall der Emerging Markets sind dies ein ineffizientes Finanzsystem sowie die enge Verflechtungen der regionalen Finanzmärkte (Chan, Chao und Chou, 2001). Die Kapitalflucht aus einem von einer Krise betroffenen Land in umliegende Regionen führt dort wiederum zu übermäßigen Kapitalzuflüssen, womit die Finanzmarktstrukturen oftmals überfordert sind und selbst an Stabilität verlieren.

Eine Ursache für die Volatilität von Kapitalströmen liegt zum Teil in unvollständigen Informationen über die Märkte (Portes und Rey, 2000). Institutionelle Investoren wählen oftmals jene Märkte aus, von denen sie sich hohe Erträge erhoffen, also so genannte Wachstumsmärkte, zu denen viele Emerging Markets zählen. Zudem neigen sie dazu, das Verhalten anderer Investoren nachzuahmen und in dieselben Märkte zu investieren. Dadurch kommt es zu einer regionalen Häufung von Kapitalzuflüssen. Man spricht hier vom so genannten Herdenverhalten oder von „Finanz-Bubbles“. Kommt es nun in Folge von Schocks zu veränderten Markterwartungen, reagieren die Anleger rasch und ziehen ihr Kapital ab. Der Kapitalabfluss beschränkt sich dabei jedoch nicht nur auf das von der Krise betroffene Land, sondern die Investoren tendieren dazu, unterschiedliche Länder als homogene Gruppe anzusehen. In der Folge erwarten sie ähnliche Finanzprobleme auch für die anderen Länder, in die sie investiert haben, und ziehen dort das Kapital ebenfalls ab (Bacchetta und van Wincoop, 1998). Die internationalen Kapitalmärkte reagieren auf diese Portfolioumschichtungen mit Währungsturbulenzen, die zu Währungskrisen führen können, von denen dann auch Industriestaaten betroffen sind.

### 5.3 Finanzmarktakteure

Ein Großteil des Anstiegs der Portfolioinvestitionen in den Emerging Markets ist auf das rasche Wachstum der institutionellen Investoren in den vergangenen Jahren zurückzuführen. So haben in den letzten Jahren im Zuge der demografischen Entwicklungen und der damit verbundenen verstärkten privaten Altersvorsorge Anleger wie Versicherungs- und Investmentgesellschaften sowie Pensionsfonds an Bedeutung gewonnen. Das lässt sich an der Entwicklung der Vermögensbestände der Investmentfonds in den vergangenen Jahren eindrucksvoll zeigen. Diese sind in Europa von rund 1.200 Mrd EUR im Jahr 1995 auf über 3.500 Mrd EUR im Jahr 2000 angewachsen. Bei den österreichischen Investmentfonds war sogar ein Wachstum von rund 24 Mrd EUR im Jahr 1995 auf über 90 Mrd EUR bis zum Jahr 2000 feststellbar. Ein Teil des Kapitals wird in Emerging Markets veranlagt, da diese einen hohen Kapitalbedarf haben und sich die Investoren auf Grund hoher Wachstumsraten hohe Erträge erhoffen.

Ebenso haben auch Banken begonnen, den Trend zu nutzen und engagieren sich vermehrt im Investmentgeschäft. Bei der Marktpositionierung kommen ihnen dabei die über Töchter und ausländische Niederlassungen aufgebauten globalen Netzwerke zugute. Mit zunehmendem Engagement der Banken in diesem Geschäftsbereich gewinnen die Entwicklung der Wertpapiermärkte und sich daraus ergebende Risiken an Bedeutung für die Stabilität der Kreditinstitute

und damit für die Finanzmärkte. Die Risiken beschränken sich dabei jedoch nicht nur auf das Marktrisiko. Einbrüche in den Wertpapiermärkten beeinflussen auch die Kreditwürdigkeit jener Kunden der Kreditinstitute, die auf den entsprechenden Märkten investiert haben. In der Folge steigt das Kreditrisiko der Banken.

Stabilisierend auf die Finanzmärkte wirkt hingegen das konservative Veranlagungsverhalten, wie dies z. B. Versicherungen aufweisen, da lange Anlagehorizonte und der Renditeaspekt im Vordergrund stehen, insbesondere im stark wachsenden Lebensversicherungsbereich. Zudem neigen institutionelle Investoren zu einer Diversifizierung ihres Portfolios, um das Risiko möglichst gering zu halten und hohe Erträge zu erwirtschaften. Ein verstärktes privates Vorsorgesparen lässt zudem einen breiteren und liquideren Kapitalmarkt erwarten, was zu einer Verringerung der Volatilität und zu einer zusätzlichen Stabilisierung führt.

Wie bereits oben erwähnt, neigen institutionelle Investoren auf Grund unvollständiger Informationen über die Märkte, in die sie investieren, jedoch zum Herdenverhalten (Bikhchandani und Sharma, 2000; Kim und Wei, 1999). Dies trifft insbesondere auf Emerging Markets zu, wo oftmals eine Häufung von institutionellen Anlegern zu beobachten ist, die allerdings auf Grund mangelnder Informationen falsche Erwartungen in die Märkte setzen. Eine Überbewertung der Märkte ist die Folge, die die Gefahr einer Krise birgt, wenn die Markterwartungen enttäuscht werden und die Anleger ihr Kapital abziehen.

Als weiterer destabilisierender Faktor ist die Altersentwicklung der Bevölkerung – insbesondere in den OECD-Ländern – zu sehen. Im Zuge des Vorsorgesparens nimmt der Nettozustrom auf die Kapitalmärkte der Emerging Markets zu. Wenn die Babyboomgeneration der Industrieländer nun sukzessive in den Ruhestand tritt, werden die Emerging Markets nicht nur mit einem Abbau des Kapitalstocks auf Grund sinkender globaler Nachfrage nach Wertpapieren konfrontiert, sondern müssen auch künftig ausbleibende Investitionen kompensieren. Dies könnte die lokalen Kapitalmärkte überfordern und destabilisierend auf die internationalen Finanzmärkte wirken.

## Literaturverzeichnis

- Bacchetta, P. und van Wincoop, E. (1998).** Capital Flows to Emerging Markets: Liberalization, Overshooting and Volatility. NBER Working Paper 6530.
- Backé, P. und Fidrmuc, J. (2000).** The Impact of the Russian Crisis on Selected Central and Eastern European Countries. In: Komulainen, T. und Korhonen, I. (Hrsg.). Russian Crisis and Its Effects. Kikumora, Helsinki.
- Bikhchandani, S. und Sharma, S. (2000).** Herd Behaviour in Financial Markets: A Review. IMF Working Paper 00/48.
- Chan, K. S., Chao, C.-C. und Chou, W.-L. (2001).** Financial Linkages Among the Asian Crisis Economies. In: The World Economy, 24 (8).
- Dell'mour, R. et. al. (2002).** Zahlungsbilanz im Jahr 2001. In: Berichte und Studien der OeNB, Heft 2, 60–80.
- Dell'mour, R. (2002).** Österreichs Direktinvestitionen und die EU-Erweiterung. In: Berichte und Studien der OeNB, Heft 2, 209–226.

- Dunning, J. H. (1993).** Multinational Enterprises and the Global Economy. Addison-Wesley.
- Havrylyshyn, O. und Beddies, C. H. (2002).** Capital Reflows to Central Europe and CIS Since the Russian Crisis: Safe Haven Effects or Rebalancing Risks? 8<sup>th</sup> Dubrovnik Economic Conference, Croatian National Bank, Dubrovnik.
- Internationaler Währungsfonds (2001).** International Capital Markets.
- Kim, W. und Wei, S.-J. (1999).** Foreign Portfolio Investors Before and During a Crisis. OECD Working Paper 210.
- Koch, E. und Korhonen, I. (2000).** The Aftermath of the Russian Debt Crisis. In: Komulainen, T. und Korhonen, I. (Hrsg.). Russian Crisis and Its Effects, Kikumora, Helsinki.
- Lipse, R. E. (2001).** Foreign Direct Investors in Three Financial Crises. NBER Working Paper 8084.
- Markusen, J. R. und Venables, A. J. (1998).** Multinational Firms and the New Trade Theory. In: Journal of International Economics 46 (2).
- Markusen, J. R. und Venables, A. J. (2000).** The Theory of Endowment, Intra-Industry and Multi-National Trade. In: Journal of International Economics 52 (2).
- Oesterreichische Nationalbank (1996, 1997, 1998).** Österreichische Direktinvestitionen im Ausland und ausländische Direktinvestitionen in Österreich.
- Peek, J. und Rosengren, E. S. (2000).** Implications of the Globalization of the Banking Sector: The Latin American Experience. Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series Nr. 44.
- Portes, R. und Rey, H. (2000).** The Determinants of Cross-Border Equity Flows: The Geography of Information. CEPR, Working Paper C 00-111.
- Sbracia, M. und Zaghini, A. (2001).** Crises and Contagion: The Role of the Banking System. BIS Paper No 1.
- UNCTAD (1999).** Comprehensive Study of the Interrelationship Between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI). UNCTAD/GDS/DFSB/5.
- UNCTAD (2000).** World Investment Report.
- Wiener Institut für internationale Wirtschaftsvergleiche (2001, 2002).** Monthly Report.