



Finanzstabilität als Vorbedingung für die Finanzierung nachhaltiger Entwicklung in Schwellen- und Entwicklungsländern

Zusammenfassung

Am 25. September 2015 wurde auf dem Gipfel der Vereinten Nationen in New York die 2030-Agenda für nachhaltige Entwicklung verabschiedet. Mit ihr lösen die *Sustainable Development Goals* (SDGs) die *Millennium Development Goals* (MDGs) ab, die 2015 auslaufen. Das Zielsystem der 2030-Agenda ist universell und wird für Entwicklungs-, Schwellen- und Industrieländer gleichermaßen gelten. Auf diese Weise soll die neue Agenda die Grundlage für eine veränderte globale Partnerschaft bilden. Die 17 Entwicklungsziele der Agenda verknüpfen das Prinzip der Nachhaltigkeit mit der ökonomischen, ökologischen und sozialen Entwicklung.

Finanzierung spielt für die Umsetzung der Ziele eine wesentliche Rolle. Neben Handel, Technologie, Stärkung der lokalen Kapazitäten und der kohärenten internationalen Zusammenarbeit, steht Finanzierung gleich an erster Stelle. Kurz vor der Verabschiedung der 2030-Agenda wurde die Finanzierung nachhaltiger Entwicklung auch im Rahmen der 3. *UN Conference on Financing for Development* intensiv diskutiert. Ziel der Konferenz in Addis Abeba war es unter anderem, die Finanzierung nachhaltiger Entwicklung insbesondere in Entwicklungsländern zu sichern und zu verbessern. Die notwendige Grundlage dafür ist ein stabiles Finanzsystem, denn eine regionale oder auch eine weitere globale Finanzkrise könnte die neue Entwicklungsagenda gefährden. Das Schlussdokument setzt seine Prioritäten auf die Stärkung inländischer Ressourcenmobilisierung, die verlässliche Auszahlung der Mittel der Entwicklungszusammenarbeit sowie auf die Erschließung zusätzlicher Finanzierungsquellen für Entwicklungsländer. Zur Rolle der Finanzstabilität äußert es sich aber nicht eingehend.

Die Wahl der Finanzierungsquellen und -instrumente beeinflusst entscheidend die Stabilität des Finanzsystems. Während der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise gab es darüber hinaus einen engen Zusammenhang zwischen der Finanzierungsstruktur und den Auswirkungen der Krise auf den Realsektor. Bei der Umsetzung der 2030-Agenda für nachhaltige Entwicklung stellt sich nun die Frage, ob sich aufgrund der Nutzung zusätzlicher und neuer Finanzierungsquellen die Finanzierungsstruktur in Schwellen- und Entwicklungsländern grundlegend verändert und welche Auswirkungen für die Finanzstabilität zu erwarten sind. Diese hängen erstens davon ab, wie die Finanzierungsbedingungen eines Landes sind. Zweitens spielt die Struktur des Finanzsystems eine Rolle. Denn insbesondere die Größe und Breite des Finanzsystems sowie die Rolle der grenzüberschreitenden Finanzierungen bestimmen die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems bei systemischen Schocks. Drittens kann die Finanzierung zur Erreichung bestimmter nachhaltiger Entwicklungsziele zu neuen systemischen Risiken führen. Ein Beispiel stellt aufgrund seines spezifischen Risiko- und Finanzierungsprofils der Energiesektor dar.

Die Risiken für die Finanzstabilität müssen bei der Finanzierung von Investitionen zur Erreichung der neuen nachhaltigen Entwicklungsziele immer mitgedacht werden. Einerseits müssen die Schwellen- und Entwicklungsländer das komplexe Finanzmanagement verbessern. Andererseits bedarf es auch einer stringenteren internationalen Finanzmarktregulierung und intensiveren Koordination. Dann können die Risiken für die Finanzstabilität in Schach gehalten werden und nicht als Vorwand dienen, Investitionen in nachhaltige Entwicklung aufzuschieben.

Finanzierungsbedingungen der Schwellen- und Entwicklungsländer: Die Situation nach der Krise

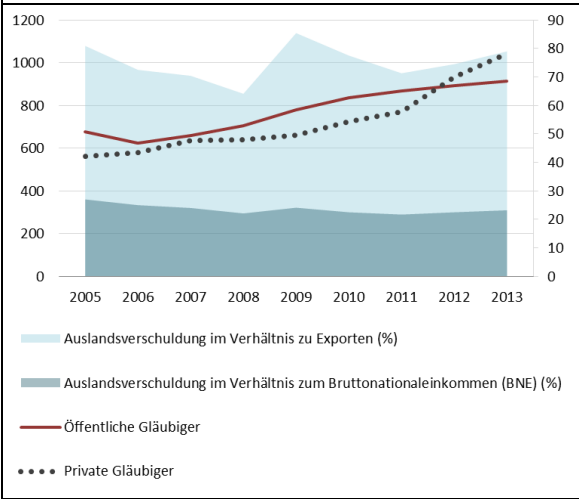
Im Verlauf der vergangenen drei Jahrzehnte hat sich die globale Landschaft der Entwicklungsfinanzierung stark gewandelt. Zu der wohl deutlichsten Veränderung hat die starke Zunahme privater Finanzflüsse in den Ländern mittlerer Einkommen geführt. Durch die Veränderungen in der Zusammensetzung und in den Gesamtvolumina der Finanzierungsflüsse haben sich zwei zentrale Merkmale in der Struktur der Entwicklungsfinanzierung etabliert: Niedrigeinkommensländer sind von Mitteln aus offizieller Entwicklungszusammenarbeit abhängig, und Länder mittlerer Einkommen sind auf private Kapitalzufüsse angewiesen.

Vor der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 führten das niedrige Zinsumfeld in Industrieländern und die entsprechende Risikobereitschaft internationaler Investoren zu einer Zunahme der Finanzflüsse in Entwicklungsländer. Da sowohl Exporte als auch Volkseinkommen in gleichem Maße gestiegen sind, hat sich der langfristige externe Schuldenstand in den vergangenen zehn Jahren nicht erheblich verändert. Weder im Verhältnis zu den Exporten noch zum Einkommen der Länder (vgl. Abb. 1). Die Zusammensetzung der Kreditgeber hat sich in den letzten Jahren jedoch insofern gewandelt, als die externe Verschuldung von Entwicklungsländern in höherem Umfang von privaten als von öffentlichen Kreditgebern finanziert wird. Aus der neuen Zusammensetzung der Gläubiger entwickeln sich neue Risiken. Wenn sich die Aussichten für die wirtschaftliche Entwicklung eintrüben und die Zinsen sowie die langfristigen Renditen in Industrieländern in den nächsten Jahren steigen, werden sich private Kreditgeber in Umschuldungsfragen und bei Anpassungen der Zahlungsbedingungen typischerweise weniger nachsichtig als öffentliche Gläubiger zeigen.

Auch nach der Krise hat der erneute Renditehunger Investoren aus einem Umfeld niedriger Zinsen in Industrieländern dazu motiviert, ihre Finanzinvestitionen in Entwicklungs- und Schwellenländer auszudehnen. Aus Sicht der Entwicklungsländer ist dies zunächst ein Verlauf, der es ihnen erlaubt, zusätzliche Finanzierungsquellen wie beispielsweise Anleihen- und Private-Equity-Kapital zu erschließen. Neben Regierungen konnten auch Unternehmen davon profitieren. Sie fanden in privaten Kreditgebern willige Abnehmer ihrer Unternehmensanleihen. Auch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS) thematisiert die Auswirkungen dieser ungewöhnlich lockeren Finanzierungsbedingungen auf die Finanzstabilität in Schwellenländern (vgl. Chui, Fender, & Sushko, 2014). So haben Unternehmen aus den großen Schwellenländern allein in der Periode 2009–2012 Anleihen im Wert von 375 Mrd. US-Dollar ausgegeben. Im Vergleich zu den Jahren 2005–2008 ist dies mehr als eine Verdopplung des Volumens.

Finanzieren sich Unternehmen durch Anleihen in fremder Währung, entstehen insbesondere Refinanzierungs- und Währungsrisiken. Steigende Zinsen im Ausland und eine Abwertung der heimischen Währung können die Finanzie-

Abb. 1: Langfristiger Schuldenstand in Entwicklungsländern, 2005–2013 (in Milliarden US \$ zu laufenden Preisen)



Quelle: Autoren, erstellt mit Daten der World Bank, International Debt Statistics

rungskosten vor allem dann stark erhöhen, wenn keine ausreichenden Vermögenswerte oder Einnahmequellen in ausländischer Währung vorhanden sind. Steigende Risiken für Unternehmen führen damit auch zu potenziell höheren Verlusten bei den Käufern der Unternehmensanleihen. Da häufig auch lokale Banken in Unternehmensanleihen investiert haben, schwächt eine solche Entwicklung deren Bilanz. Sind die betroffenen Unternehmen gezwungen, ihre Liquidität umzuschichten und somit ihre Depositen bei Banken zu reduzieren, sorgt dies ebenfalls für eine Schwächung der Bankbilanzen. Die aktuellen Finanzierungsbedingungen insbesondere der Schwellenländer, sowohl was die neue Zusammensetzung der Gläubiger als auch die Währungs- und Refinanzierungsrisiken angeht, bergen erhebliches Gefährdungspotenzial für die Finanzstabilität dieser Ländergruppe.

Die Struktur des Finanzsystems und ihr Einfluss auf systemische Risiken

Die globale Wirtschafts- und Finanzkrise hat bemerkenswert deutlich aufgezeigt, dass die Struktur des Finanzsystems, also die Finanzinstitutionen, Finanzierungsinstrumente und -quellen, im Falle einer Krise entscheidend für die Vulnerabilität eines Landes und dessen wirtschaftliche Entwicklung ist. Diesbezüglich stellt auch der Bericht „Sustainable Development Financing“ des Expertenkomitees der Vereinten Nationen (2014) fest, dass ohne ein stabiles Finanzsystem die Post-2015 Entwicklungsagenda durch eine regionale oder eine weitere globale Finanzkrise gefährdet werden könnte. Die Stabilität des inländischen Finanzsystems wird insbesondere durch sein Entwicklungsniveau und die Struktur seiner Finanzmärkte geprägt. Vor allem die Tiefe (gemessen als Verhältnis zum BIP) und die Bandbreite der verfügbaren Finanzierungsinstrumente bestimmen die Liquidität und Diversifizierungsmöglichkeiten inner-

halb des Finanzsystems. Im Vergleich sind Finanzmärkte in Entwicklungsländern in etwa nur halb so tief und schwanken stärker als in Industrieländern.

Grundsätzlich gilt, dass „dünne“ Finanzmärkte mehr systemische Risiken beinhalten. Denn ihre Volatilität ist insgesamt höher und die vorhandenen Aktiva können weniger gut als Sicherheiten genutzt werden. Wenn nur wenige Finanzierungsinstrumente zur Verfügung stehen, sind Anleger stärker von verfügbaren Staatsanleihen für das Liquiditätsmanagement abhängig. Infolgedessen sind große Teile des Unternehmens- und Bankensektors dem Risiko fragiler öffentlichen Finanzen und damit politischen Risiken ausgesetzt. Auf dem Bankenmarkt ist außerdem entscheidend, ob einzelne Institute dominante Positionen einnehmen. In dem Fall steigt das Risiko, dass Herdenverhalten oder die Schieflage einzelner Finanzintermediäre die Stabilität des gesamten Systems beeinträchtigen können.

Neben den inländischen staatlichen und privaten Finanzierungsquellen (Staatsanleihen, Unternehmensaktien und -anleihen, Bankkredite), spielen ausländische private Finanzflüsse eine wichtige Rolle für die Finanzstabilität. Dazu zählen grenzüberschreitende Bankkredite, ausländische Direkt- und Portfolioinvestitionen und Rücküberweisungen. Während ausländische Direktinvestitionen und Rücküberweisungen als relativ stabile Finanzierungsformen gelten, entstehen Risiken durch grenzüberschreitende Kapitalflüsse zum einen durch große Volumina, die zu einer Überhitzung des Kreditmarktes führen können. Zum anderen kann bei einem Schock ein großer Anteil an kurzfristiger Finanzierung zu Liquiditätsengpässen führen. Werden Bankkredite durch ausländische Banken vergeben und diese refinanzieren sich auf internationalen Geldmärkten, können weitere Refinanzierungsrisiken entstehen. Denn sollten sich dort die Bedingungen abrupt ändern, kann dies direkte Folgen für die Kreditvergabe im Inland haben. Auch aufgrund von unterschiedlichen Regulierungsvorschriften im In- und im Ausland kann es bei einer Bankenkrise zu erheblichen Spannungen kommen. Zusammengefasst beinhaltet das systemische Risiko des Finanzsektors eines Entwicklungslandes immer eine internationale Komponente. Die Konsistenz der Finanzmarktregulierung über Grenzen hinweg zu gewährleisten, ist daher eine der wichtigsten Aufgaben der nationalen sowie der internationalen Finanzmarktregulierung. Darauf weist auch explizit das Abschlussdokument der UN-Konferenz in Addis Abeba hin. Es fordert nachdrücklich eine vertiefte internationale Koordination und Kohärenz der nationalen Regeln der Finanzmarktregulierung. Auch aus den typischen Strukturmerkmalen des Finanzsystems in Entwicklungsländern ergeben sich nicht zu vernachlässigende Risiken für deren Finanzstabilität. Wird sich bei der Umsetzung der 2030-Agenda für nachhaltige Entwicklung die Finanzierungsstruktur durch zusätzliche Finanzierungen aus privaten und öffentlichen Quellen grundlegend verändern? Und was bedeutet dies für die Finanzstabilität?

Ein Beispiel: Das siebte Ziel nachhaltiger Entwicklung – Energie

Das Ziel, den „Zugang zu erschwinglicher, verlässlicher, nachhaltiger und moderner Energie für alle sicherzustellen“ (SDG 7) erfordert große Investitionen in den Energiesektor, und zwar sowohl in erneuerbare Energien als auch in Energiesparmöglichkeiten. Dabei kann man zwischen zwei Grundtypen von Investitionen unterscheiden. Für Investitionen, die den Zugang zu sauberer Energie sichern oder Energieeinsparungen ermöglichen, sind jeweils niedrige Finanzierungsvolumina ausreichend. Diese können üblicherweise auch in Schwellenländern gut mit lokalen Finanzierungsquellen abgedeckt werden. Vorausgesetzt, es existieren unterstützende Rahmenbedingungen wie zum Beispiel adäquate Marktstrukturen und Finanzmarktinstrumente zur Risikoreduktion. Für Investitionen in die Produktion von erneuerbarer Energie als auch in Infrastruktur im Allgemeinen ist es charakteristisch, dass es einen hohen Bedarf an langfristiger Finanzierung *ex ante* gibt, während die Zahlungsströme aus den Projekten *ex post* realisiert werden. Insbesondere in Entwicklungs- und Schwellenländern erfordert die Risikostuktur der Projekte einen hohen Eigenkapitalanteil von bis zu 40 %. Die lange Frist bringt insbesondere auch höhere Risiken bezüglich politischer wie wirtschaftlicher Instabilität mit sich. Langfristige Bankkredite oder Anleihen gibt es zumeist in Schwellen- und Entwicklungsländern nicht. Typischerweise benötigen Energiesektor- und Infrastrukturprojekte eine Finanzierung über 20 Jahre. Stellt der Finanzmarkt des Entwicklungslandes lediglich eine Finanzierung über Bankkredite oder Anleihen von maximal 6–8 Jahren zur Verfügung, dann bedeutet dies, dass die Projektfinanzierung großen Refinanzierungsrisiken ausgesetzt ist. Ausländische Investoren, die Eigenkapital finanzieren wollen, haben darüber hinaus damit zu kämpfen, dass es nur für die Hauptwährungen aktive Devisenterminmärkte gibt. So ist ein angemessenes Hedging von Währungsrisiken kaum möglich (vgl. IRENA, 2012).

Die Bedeutung öffentlicher Finanzierungsmechanismen wird daher, nicht zuletzt in Ländern mit unsicherem Investitionsumfeld, eher zunehmen. Um nachhaltigen Energieprojekten den Zugang zur Finanzierung zu ermöglichen und private Finanzierungsquellen zu erschließen, wird es auf eine öffentliche finanzielle Entwicklungszusammenarbeit ankommen, die es ermöglicht, Rendite- und Risikostrukturen der Projekte für private Kapitalgeber attraktiv zu gestalten, beispielsweise durch ein System von Garantien oder die Strukturierung eines Investitionsfonds. Das fehlende Angebot an Projekten in einem kohärenten und vertrauenswürdigen Rechtsrahmen jedoch stellt eine große Hürde für die Lenkung der Finanzmittel in nachhaltige Energieprojekte dar. Auch für die Entwicklung von „bankfähigen“ Projekten werden öffentliche Mittel eingesetzt werden müssen. Letztlich wird also eine erfolgreiche Umsetzung der Projekte in entscheidendem Maße von einem gezielten Einsatz öffentlicher Mittel zur Mobilisierung privater Investitionen abhängen.

Das Engagement privater und öffentlicher Kapitalgeber für nachhaltige Energie- und Infrastrukturprojekte macht es zwingend erforderlich, mögliche Risiken für die Finanzstabilität abzuschätzen. Der hohe Investitionsbedarf kann dazu führen, dass nationale Banken und Investoren in Schwellen- und Entwicklungsländern, auch mangels geeigneter Alternativen, ihre Investitionen in dem Bereich stark und einseitig aufbauen. Eine solche Konzentration in den Bankbilanzen führt zu Risiken für die Finanzstabilität der Länder. Ein aktuelles Beispiel bietet die Entwicklung im Bereich der Infrastrukturinvestitionen in Indien. So warnt der Gouverneur der indischen Zentralbank davor, den hohen Investitionsbedarf auf Kosten der Finanzstabilität zu decken. Zu viele Banken hätten ihre Positionen und die damit einhergehenden Risiken in dem Bereich bereits zu stark anwachsen lassen (vgl. Reuters, 2015).

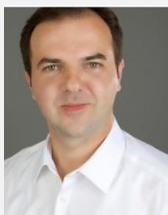
Zusammenfassung und Empfehlungen

Die Umsetzung der nachhaltigen Entwicklungsziele erfordert die Erschließung zusätzlicher Finanzierungsquellen für Entwicklungsländer; auch mittels ihrer nationalen Finanzsysteme. Dabei kann die Finanzierung ressourcenschonender Investitionen beispielsweise im Energiesektor nicht vernachlässigbare Risiken für die Stabilität der Finanzsysteme in Schwellen- und Entwicklungsländern bergen. Eine zu schnell vorangetriebene Vertiefung der lokalen Finanzmärkte und der Aufbau einseitiger Positionen gehen bei unzureichend regulierten Finanzsystemen ebenfalls mit erheblichen Risiken einher. Diese können aber durch gutes Management bewältigt werden und sollten nicht als Vorwand dienen, Investitionen in nachhaltige Entwicklung zu verschieben.

Literatur

- Chui, M., Fender, I., & Sushko, V. (2014). Risks related to EME corporate balance sheets: The role of leverage and currency mismatch. *BIS Quarterly Review*, September 2014, 35–47.
- International Renewable Energy Agency (IRENA). (2012): Financial mechanisms and investment frameworks for renewable in developing countries. Abu Dhabi: Autor.
- Reuters. (2015). *RBI chief says banks too exposed to infrastructure*. Abgerufen von: <http://in.reuters.com/article/2015/04/02/india-rbi-infrastructure-idINKBN0MT0EQ20150402>
- United Nations. (2014). *Report of the Intergovernmental Committee of Experts on Sustainable Development Financing*. New York: Autor.
- United Nations. (2015). *Outcome document of the Third International Conference on Financing for Development: Addis Ababa Action Agenda*. New York: Autor.

Mit finanzieller Unterstützung des Bundesministeriums für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (BMZ)



Dr. Ingo Bordon
Gastautor



Dr. Birgit Schmitz
Wissenschaftliche Mitarbeiterin

Abteilung „Weltwirtschaft und Entwicklungsfinanzierung“
Deutsches Institut für Entwicklungspolitik (DIE)