



universität
wien

DIPLOMARBEIT

Theoretische und praktische Auswirkungen der Liberalisierung des Finanzsystems auf Entwicklungsländer

Verfasser

Matthias Danzinger

angestrebter akademischer Grad

Magister (Mag.)

Wien, April 2013

Studienkennzahl lt. Studienblatt:

A 057 390

Studienrichtung lt. Studienblatt:

IDS - Internationale Entwicklung

Betreuer:

Univ.-Prof. Alejandro Cuñat, PhD

INHALTSVERZEICHNIS

1. Zusammenfassung	6
2. Einführung und Relevanz	6
3. Erkenntnisinteresse und Methodologie.....	9
3.1. Forschungsfrage	9
3.1.1. Unterfragen.....	9
3.2. Methodologie.....	9
3.2.1. Hypothesen	9
4. Grundlegende Definitionen	10
4.1. Das Finanzsystem.....	10
4.2. Deregulation.....	12
4.2.1. Liberalisierung des nationalen Finanzsektors	13
4.2.2. Liberalisierung der Aktien- und Anleihenmärkte	13
4.2.3. Liberalisierung der Kapitalbilanz	14
4.3. Welche Ergebnisse sind wünschenswert?.....	15
5. Veränderungen im Finanzsektor seit 1970	16
5.1. Globalisierung, finanzielle Liberalisierung und finanzielle Integration	17
5.1.1. Kurze Geschichte der finanziellen Liberalisierung	20
5.1.1.1. Historischer Überblick über weltweite finanzielle Integration.....	20
5.2. Neue Technologien	21
5.3. Produktinnovationen im Finanzsektor.....	22
5.4. Neue Märkte.....	24
6. Wie finanzielle Liberalisierung Wachstum fördern kann.....	24
6.1. Direkte Transmissionskanäle:	26
6.1.1. Erhöhung des nationalen Kapitalstocks	26
6.1.2. Reduktion von Kapitalkosten durch bessere Risikoallokation.....	26
6.1.3. Technologietransfer durch Direktinvestitionen.....	27

6.1.4.	Entwicklung des Finanzsektors	27
6.2.	Indirekte Transmissionskanäle	28
6.2.1.	Ermöglichung von Spezialisierung	28
6.2.2.	Disziplinierungseffekte	29
6.2.3.	Signalwirkung der Öffnung des Finanzsektors auf Investoren.....	29
7.	Wie finanzielle Liberalisierung die makroökonomische Volatilität senken kann	29
8.	Die Messung der Entwicklung des Finanzsektors	31
8.1.	Privatkredite / BIP.....	33
8.2.	Börsenkapitalisierung / BIP	33
8.3.	Die Nettozinsmarge.....	34
8.4.	Kredite pro 1000 Einwohner	35
9.	Die Messung finanzieller Liberalisierung	36
9.1.	Grundsätzliches	36
9.2.	Liberalisierung des nationalen Finanzsektors.....	37
9.3.	Liberalisierung der Aktien- und Anleihenmärkte	38
9.4.	Liberalisierung der Kapitalbilanz.....	39
9.4.1.	De-Jure und De-Facto Messungen	40
9.4.2.	De-Facto Indikatoren	43
9.4.2.2.	Indikatoren basierend auf Preisdifferenzen.....	43
9.4.2.3.	Indikatoren basierend auf ausländischen Forderungen und Verbindlichkeiten	44
10.	Empirische Zusammenhänge zwischen Wachstum, Volatilität und finanzieller Liberalisierung.....	45
10.1.	Der Zusammenhang zwischen finanzieller Liberalisierung und Wachstum: Bekaert et al.(2001)	46
10.1.1.	Führt Liberalisierung zu höherem Wirtschaftswachstum?	46
10.1.2.	Wie führt Liberalisierung zu höherem Wirtschaftswachstum?	46

10.1.3. Warum kommt es zwischen Staaten zu unterschiedlichen Liberalisierungseffekten?	47
10.1.4. Schlussfolgerungen	49
10.1. Der Zusammenhang zwischen finanzieller Liberalisierung und makroökonomischer Volatilität: Bekaert et al.(2004)	50
10.1.1. Methodologie	51
10.1.2. Ergebnisse	53
10.1.3. Politische und institutionelle Faktoren.....	53
10.1.4. Die Entstehung von Krisen	54
10.1.5. Schlussfolgerungen	54
10.2. Erster Versuch einer Synthese: Kaminski et al.(2003).....	55
10.2.1. Methodologie	57
10.2.2. Analyse von Finanzzyklen	60
10.2.3. Finanzielle Liberalisierung und institutionelle Reformen.....	64
10.2.4. Schlussfolgerungen	65
10.3. Zweiter Versuch einer Synthese: Ranciere et al.(2006).....	65
10.3.1. Methodologie	67
10.3.2. Daten.....	67
10.3.3. Ergebnisse und Schlussfolgerungen.....	68
11. Konklusion	70
11.1. Die Verwendung des Begriffes „finanzielle Liberalisierung“	71
11.2. Institutionelle Rahmenbedingungen	71
11.2.1. Kritik am „Collateral Benefits“ Argument	74
11.3. Methodologische Fragen.....	76
12. Ausblick und Forschungsbedarf.....	78
13. Literaturverzeichnis	78
14. Abbildungsverzeichnis	83
15. Summary in English.....	83

1. ZUSAMMENFASSUNG

Die vorliegende Arbeit behandelt eine zentrale Frage an der Schnittstelle von internationaler Makroökonomie, Finanzwissenschaft und Entwicklungsökonomie. Die Frage lautet: Führt finanzielle Liberalisierung, also die Rücknahme staatlicher Kontrollen im Finanzsektor, zu besseren und stabileren Wachstumsaussichten für Entwicklungsländer oder ist sie im Gegenteil eine Quelle von makroökonomischer Instabilität und Krisen? Diese Frage ist insofern interessant, als die ökonomische Wissenschaft – obwohl unzählige Untersuchungen zu diesem Thema vorliegen – bislang noch keine eindeutigen Ergebnisse produzieren konnte. Vielmehr zeigt sich, dass die jeweiligen Positionen weit voneinander entfernt liegen und dass sich die an Regierungen und politische Entscheidungsträger gerichteten Empfehlungen teilweise sogar widersprechen. Die obige Frage kann also, soviel darf vorweggenommen werden, nicht abschließend beantwortet werden. In vorliegender Arbeit geht es daher darum, im Zuge der Darstellung des aktuellen Forschungsstandes den Leser oder die Leserin in die Debatte einzuführen und mögliche Antworten auf die Forschungsfrage herauszuarbeiten sowie den Bedarf an zukünftiger Forschung aufzuzeigen.

2. EINFÜHRUNG UND RELEVANZ

In den letzten Dekaden kam es im internationalen Finanzsystem zu tief greifenden Veränderungen. Seit den Siebzigerjahren, jedoch vor allem seit den Achtzigerjahren des 20. Jahrhunderts, beobachten wir eine zunehmende Tendenz hin zu einer liberaleren Politik hinsichtlich der Organisation der Finanzmärkte weltweit. Immer stärker wurde dabei auch der Ruf, dass es nun auch an der Zeit für Entwicklungsländer sei, ihre Finanzsysteme zu liberalisieren und sich in das weltweite Finanzsystem zu integrieren. 1997 kurz vor dem Auftreten der Asienkrise gab es einen wachsenden Konsens unter führenden Ökonomen, dass gerade Entwicklungsländer in höchstem Maße von finanzieller Liberalisierung profitieren könnten. (vgl. Rodrik 2008:1) Diese Auffassungen spiegelten sich auch in den herrschenden Meinungen im Internationalen Währungsfonds (IWF) wieder und sie wurden Grundlage für so manche Intervention seitens des Fonds.

Sowohl auf den nationalen Finanzmärkten, auf Aktien- und Anleihenmärkten wie auch im Bereich der Kapitalbilanz können wir beobachten, dass Regeln gelockert und teilweise abgeschafft wurden. Angesichts der dadurch rasant gestiegenen Volumina grenzüberschreitender Finanzflüsse, sowohl zwischen Industrienationen als auch zwischen Industrienationen und Entwicklungsländern sprechen wir von „finanzieller Globalisierung“. Einige Entwicklungsländer erlebten sensationelle Wachstumsschübe und eine Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Situation. Im selben Zeitraum beobachten wir jedoch auch einige dramatische Fehlentwicklungen: Phasen großer Instabilität, Rezessionen sowie Währungs-, Banken- und Schuldenkrisen. Nicht erst die jüngste Weltwirtschaftskrise von 2008, sondern auch die Krisen in Asien in den 1990ern oder die mannigfachen Krisen in Lateinamerika in den letzten Dekaden führten uns vor Augen, welche katastrophale Konsequenzen und Kosten solche Fehlentwicklungen mit sich bringen können. Produktivitätseinbrüche, Massenarbeitslosigkeit, soziale Unruhen und politische Spannungen sind nur einige dieser Folgen, von denen sich Staaten oft nur sehr langsam wieder erholen.

Eine Gruppe von Autoren bringt das Auftreten von Krisen in direkten Zusammenhang mit den zuvor angesprochenen Liberalisierungspolitiken und warnt eindringlich vor finanzieller Liberalisierung. Es handelt sich um die so genannte „Krisenliteratur“ (vgl. etwa Ranciere 2006:2). Eine andere Gruppe fokussiert sich wiederum auf die verbesserten Wachstumschancen, die finanzielle Liberalisierung mit sich bringen kann. Man nennt diese Gruppe die „Wachstums-Literatur“ (vgl. ebd.). Diese zwei Strömungen wirken auf uns tatsächlich wie „zwei parallele Welten“ (Kaminski et al. 2003:1). Beispiele für die erste Gruppe sind etwa Stieglitz (1999, 2000, 2004, 2010), Rodrik (2000, 2008) sowie auch Soros (2002), die vor den Gefahren finanzieller Globalisierung warnen. Vor allem durch die populärwissenschaftlichen Publikationen von Soros und Stieglitz erreichte die Debatte einen Wirkungskreis, der weit über das ökonomische Fachpublikum hinausging. Auf der anderen Seite betonen viele Autoren wie zum Beispiel Obstfeld (1998), Levine (2004), Gourinchas (2002) oder Bekaert (2001) die positiven Aspekte finanzieller Liberalisierung. Hierbei argumentieren die Autoren oft auf Basis theoretischer Modelle, jedoch stützen sie ihre Argumentation ebenso auf Ergebnisse empirischer Untersuchungen. Derartige Argumentationen bleiben aufgrund ihrer Komplexität oft einem breiten Publikum vorenthalten und beschränken sich daher auf die wirtschaftswissenschaftliche Fachwelt.

Auf diese unterschiedlichen Antworten auf die Frage, ob finanzielle Liberalisierung „gut oder schlecht“ für Entwicklungsländer sei, gründet sich mein Forschungsinteresse. Im Rahmen vorliegender Arbeit ist es mir ein Anliegen, dieser Frage auf den Grund zu gehen, um am Ende beurteilen zu können, warum es erstens zu diesen unterschiedlichen Antworten kommt und zweitens, wie es sich nun tatsächlich verhält.

Die Struktur der Arbeit ist daher wie folgt organisiert: Zunächst beschreibe ich meine Forschungsfrage und meine Methodologie. Der darauf folgende erste inhaltliche Teil ist ein definitorischer Teil, da zunächst die in der Forschungsfrage verwendeten Begriffe, wie zum Beispiel „finanzielle Liberalisierung“ geklärt werden müssen. Unter anderem muss auch der Frage nachgegangen werden, wann das Ergebnis einer Liberalisierung als „gut oder schlecht“ zu beurteilen ist. Sodann beschreibe ich in einem weiteren Punkt die wichtigsten Veränderungen im Finanzsektor seit 1970. Im darauf folgenden Punkt identifiziere ich die theoretischen Kanäle, durch welche finanzielle Liberalisierung das Wachstum fördern kann. In einem weiteren Punkt wird noch darauf eingegangen, wie finanzielle Liberalisierung die makroökonomische Volatilität senken kann. Danach folgen zwei methodologische Teile, worin einerseits der Frage nachgegangen wird, wie man Finanzsysteme empirisch beschreiben kann. Hierbei spielt zunächst die Evaluation des allgemeinen „Entwicklungsgrades“ des Finanzsystems eine Rolle. Im zweiten methodologischen Teil behandle ich die Frage, wie man den Grad der finanziellen Liberalisierung eines Staates messen kann. Nach diesen theoretischen und methodologischen Ausführungen möchte ich mich in einem weiteren Punkt der Analyse ausgewählter empirischer Studien zu diesem Thema widmen. Hierbei kommen zunächst zwei klassische Studien von Bekaert et al.(2001 und 2004) zum Einsatz. Danach präsentiere ich zwei Studien, die versuchen die „beiden Welten“ im Rahmen einer Synthese zu vereinigen. Obwohl der Anspruch derselbe ist, unterscheiden sich die Zugänge erheblich. Danach sollte genügend Material vorhanden sein, um in einer abschließenden Konklusion die Forschungsfrage zu beantworten und Perspektiven für weitere Forschung in diesem Bereich identifizieren zu können.

Eine Anmerkung betrifft die Begrifflichkeit „finanzielle Liberalisierung“. Ich verwende diese Begrifflichkeit als direkte Übersetzung des englischen Begriffes „financial liberalization“, der in der englischen Literatur eine dominante Rolle einnimmt. Er sei

in dieser Arbeit gleichbedeutend mit „Liberalisierung des Finanzsystems“. Der Begriff „finanzielle Liberalisierung“ wird also dann verwendet, wenn von der Liberalisierung aller drei Bereiche gesprochen wird, die in den folgenden Abschnitten herausgearbeitet werden.

3. ERKENNTNISINTERESSE UND METHODOLOGIE

3.1. Forschungsfrage

Ist es für Entwicklungsländer sinnvoll ihre Finanzsysteme zu liberalisieren bzw. zu deregulieren?

3.1.1. Unterfragen

- Fördert die Liberalisierung des Finanzsektors Wirtschaftswachstum?
- Reduziert die Liberalisierung des Finanzsektors die makroökonomische Volatilität?
- Macht die Liberalisierung des Finanzsektors ein Land anfälliger für Risiken?
- Fördert die Liberalisierung des Finanzsektors die institutionelle Entwicklung eines Landes?
- Wann sollte eine Wirtschaft die Liberalisierung des Finanzsektors in Angriff nehmen, bzw. welche Vorbedingungen sollten zuvor erfüllt sein?

3.2. Methodologie

Um meine Forschungsfrage zu beantworten, gebe ich zunächst einen umfassenden Überblick über den aktuellen Forschungsstand im betreffenden Gebiet. Die so gewonnenen Erkenntnisse bringe ich sodann in Diskussion miteinander. Da im Umfeld dieser Frage bereits sehr viele Forschungen vorliegen, andererseits jedoch keine eindeutige Lehrmeinung herrscht, erscheint diese Herangehensweise sinnvoll.

3.2.1. Hypothesen

- Theoretisch lassen sich große Vorteile finanzieller Liberalisierung identifizieren

- Die empirische Literatur basierend auf makroökonomischen Daten konnte die theoretischen Vorteile jedoch nur sehr bedingt nachweisen. Die Ergebnisse können – aufgrund ihrer Widersprüchlichkeiten – insgesamt nicht als besonders gesichert betrachtet werden.
- Es bestehen große Probleme sowohl bei der Definition als auch bei der Messung finanzieller Integration.

4. GRUNDLEGENDE DEFINITIONEN

Im folgenden Teil sollen kurz die zentralen Begriffe aus der Forschungsfrage präzisiert bzw. definiert werden. Natürlich dient der folgende Teil auch dazu Begriffe zu entwickeln, mit denen später gearbeitet werden kann. Die zu präzisierenden Begriffe sind:

Was ist das **Finanzsystem**? Was bedeutet (De-)**Regulation** des Finanzsystems? Was bedeutet „**sinnvoll**“ bzw. was sind die gewünschten Effekte, die eine Liberalisierung zeitigen muss, um sie im Nachhinein als „sinnvoll“ zu klassifizieren.

4.1. Das Finanzsystem

Das Finanzsystem ist ein Teilbereich der Volkswirtschaft, der äußerst wichtige Funktionen erfüllt und für die Wirtschaftstätigkeit zunehmend an Bedeutung gewinnt. Unter dem **Finanzwesen** wird der Prozess verstanden „durch den die Wirtschaftsteilnehmer zu Konsum- oder Investitionszwecken von anderen Geld leihen oder an sie Kredite vergeben.“ (Samuelson et. al. 2007:708) Die diesbezüglichen Aktivitäten finden nun innerhalb des **Finanzsystems** statt. Dazu gehört nun eine Reihe von Institutionen (Märkte, Unternehmen, sonstige Institutionen), welche national oder international Finanzentscheidungen von Haushalten, Unternehmen oder Staaten umsetzen. Dabei sind zentrale Bestandteile des Finanzsystems gemäß Samuelson et. al 2007:708: Der Geldmarkt, Märkte für festverzinsliche Wertpapiere, die Aktienmärkte und die Devisenmärkte. Müller (2000:99) nennt auch noch die Termin- und Derivatemarkte als eigenständige Teilmärkte. Dies macht, aufgrund ihrer enorm gestiegenen Bedeutung (vgl. Pilbeam 2010: 3) in den letzten Jahrzehnten durchaus Sinn. Als „ökonomische Orte“, an denen Angebot und Nachfrage von Finanzierungen aufeinandertreffen (vgl. Müller

2000:99), sind also die **Finanzmärkte** ein zentrales Element des Finanzsystems. Hierbei spielen als Akteure vor allem gewinnorientierte Unternehmen eine Rolle. Jedoch auch staatliche Institutionen wie Zentralbanken sowie Aufsichtsorgane sind von zentraler Bedeutung für das System. (vgl. Samuelson et. al. 2007:708) „Die Aufnahme und Vergabe von Finanzmitteln findet an den **Finanzmärkten** und durch **Finanzmittler** statt“ (ebd: 708 Hervorh. von M.D.). Wichtige Finanzmittler sind: Geschäftsbanken, Versicherungen und Pensionskassen und Investmentfonds.

Im Kontext meiner Fragestellung sind jedoch die **Aufgaben des Finanzsystems** von wesentlicher Bedeutung, denn die Frage inwieweit das Finanzsystem seiner sozialproduktiven Rolle gerecht wird, hängt wesentlich von der ordentlichen Erfüllung seiner Aufgaben ab. Die Aufgaben des Finanzsystems sind (vgl ebd:708f):

- Die Organisation eines produktiven Ressourcentransfers in zeitlicher, sektorieller und räumlicher Hinsicht. So soll die **Allokation von Finanzmitteln** derart gestaltet sein, dass diese dort verfügbar sind, wo sie gerade gebraucht werden und eine produktive Funktion einnehmen können.¹
- Die **Absicherung von Risiken** innerhalb der Wirtschaft durch ihre zweckmäßige Allokation. So kann das Risiko eines Unternehmers auf unzählige Aktionäre aufgeteilt werden, welche ihre Risiken wiederum durch Diversifizierung ihres Portfolios reduzieren können.
- Das **Sammeln und Verteilen von Finanzmitteln**. So können z.B. Kleinanleger an der Wertentwicklung eines Portfolios Partizipieren, ohne dass die Investitionskapazitäten des Einzelnen gesprengt werden. Stichwort: Investmentfonds.
- Die Funktion als **Abrechnungsstelle** für Transaktionen zwischen Käufern und Verkäufern, also die Organisation des Zahlungsverkehrs.

¹ Hierbei spielt der Umgang mit **asymmetrisch verteilter Information** eine große Rolle. Während ältere Modelle von einer perfekten Informationsverteilung ausgehen, so beschäftigen sich heute viele Theorien und Modelle mit der Problematik asymmetrisch verteilter Information. Das Sammeln und Auswerten von Informationen über potenzielle Schuldner kann für Investoren enorm kostspielig sein. So können die Transaktionskosten also wesentlich höher als der potenzielle Gewinn sein und die Investition kann somit nicht erfolgen. Zur hier angesprochenen allokativen Funktion des Finanzsystems muss also natürlich die Rolle bei dem Umgang mit Informationsasymmetrien gerechnet werden. (vgl. z.B. Levine 2004: 7) Diamond (1984) erklärt aus den komparativen Kostenvorteilen, die Banken beim Monitoring haben, ihre Existenz.

Diese Aufzählung lässt vermissen, dass das Finanzsystem natürlich auch die **Bereitstellung des gesetzlichen Zahlungsmittels**, also dem Geld, organisiert (vgl. z.B. Müller: 2000:100). Dies geschieht aufgrund der Tätigkeit der Zentralbanken und der Geldschöpfung durch Geschäftsbanken. Samuelson et. al. (2007) behandelt den „Sonderfall Geld“ jedoch gesondert, in einem späteren Kapitel, weshalb er bei der Aufzählung fehlt.

Es ist evident, dass das Funktionieren – im Sinne der Erfüllung einer sozialproduktiven Rolle – des Finanzsystems fundamental von den Handlungen der Akteure und Organisationen (vgl. zum Begriff der „Organisation“ ebd: 22) innerhalb des Systems abhängt. Die Handlungen sind wiederum durch die, die Handelnden umgebenden Institutionen bestimmt, die Anreizsysteme bilden und Handlungsräume schaffen. Diese sind zum Teil das Ergebnis politischer Verhandlungsprozesse.

4.2. Deregulation

Im Wirtschaftsgeschehen spielt der Staat eine wesentliche Rolle, da er in verschiedenen Bereichen gestaltend tätig wird. Darunter fallen zum Beispiel die Bereitstellung von Gesundheits-, Erziehungs- und Sozialleistungen, die Bemühungen hinsichtlich innerer- und äußerer Sicherheit und viele andere Bereiche. Der Staat beeinflusst durch Ausgaben, Steuern und andere Einnahmen und durch Regulierungen maßgeblich die Handlungsräume und die Entscheidungen privater Wirtschaftsakteure (vgl. Brümmerhoff 2007: XXI) In einem idealen Markt bedürfte es keiner staatlichen Intervention, jedoch verfehlt der Marktmechanismus bestimmte Optimalbedingungen, was in der Folge zu Marktversagen führt.

Dem Staat kommt also die Aufgabe zu, die durch Marktunvollkommenheiten und Externalitäten entstehende und entstandene Fehlallokationen von Ressourcen zu korrigieren. (vgl. ebd: XXII)

Auch im Bereich des Finanzsystems werden, wie bereits oben angedeutet, grundsätzliche Entscheidungen von staatlicher Seite getroffen und Staaten haben immer schon in die Aktivitäten des Finanzsystems steuernd eingegriffen. Seit den 1970ern beobachten wir nun jedoch eine grundsätzliche Wende hin zu einer liberaleren Politik, was die Regulierung des Finanzsystems und die damit verbundenen Aktivitäten an den Finanzmärkten sowie von Finanzmittlern, betrifft. Dieser Prozess wird folglich als *De-regulierung* bezeichnet. Grob kann man

„Deregulierung“ zunächst als eine Rücknahme von Regulierungen durch den Staat innerhalb des Finanzsystems definieren.

Das Problem dieser Definition ist jedoch, dass sie Politiken, die gemeinhin als „Deregulierung“ bezeichnet werden nur ungenau beschreibt. Eine genauere Definition wäre also wünschenswert. Diese entnehmen wir zunächst Plihon (2007:8):

„Die finanzielle Liberalisierung ist definiert als Prozess des Abbaus jeglicher Formen quantitativer oder qualitativer Kontrollen restriktiver Natur, welche von staatlicher Seite auf die institutionellen Strukturen, die Instrumente und die Aktivitäten der Akteure in verschiedenen Bereichen des Finanzsektors wirken. Dies nicht nur staatsintern, sondern auch auf internationaler Ebene.“ (Plihon 2007:8 Übersetzung aus dem Französischen von M.D.).

Ein liberalisiertes Finanzsystem zeichnet sich nach Plihon (ebd.) nun durch drei Strukturmerkmale aus: Erstens durch die **Liberalisierung des nationalen Finanzsektors** (Regeln für Banken, Niederlassungsfreiheit für ausländische Banken, etc.), zweitens durch die **Öffnung der Finanzmärkte** für ausländische Investoren und drittens durch eine **Öffnung der Kapitalbilanz**, also die Akzeptanz der Zahlungsströme vom und ins Ausland. Auf diese drei Punkte muss nun kurz näher eingegangen werden (vgl. im Folgenden Plihon 2007:8 oder Kaminski et al.2003:3f)

4.2.1. Liberalisierung des nationalen Finanzsektors

Dieser Bereich betrifft Regulationen und Restriktionen, die dem nationalen Banken- und Nichtbankenmarkt auferlegt werden. So fällt hierunter die Liberalisierung des Zinses, sodass die Höhe des Zinses durch Marktdynamiken festgelegt wird, die Liberalisierung der Kreditvergabe, die Lockerung von gesetzlich vorgeschriebenen Rücklagenhöhen für Banken sowie wettbewerbsfördernde Maßnahmen, wie zum Beispiel die Niederlassungsfreiheit ausländischer Banken bzw. die Lockerung diesbezüglicher Auflagen und Vorschriften.

4.2.2. Liberalisierung der Aktien- und Anleihenmärkte

Hierunter fällt die Rücknahme von staatlichen Beschränkungen an den Aktien- und Anleihenmärkten. So bewirken Liberalisierungspolitiken, dass zum Beispiel auch Ausländer an den nationalen Märkten aktiv werden können oder Emissionen nationaler EmittentInnen international gehandelt werden können. Natürlich müssen hierbei, um von einem liberalisierten Markt zu sprechen, Zinsen, Risikoaufschläge,

Maklergebühren und andere Preisfestsetzungen ausschließlich durch Marktdynamiken erfolgen und nicht staatlich reguliert sein.

4.2.3. Liberalisierung der Kapitalbilanz

Dieser große und wichtige Bereich betrifft jegliche Zahlungsströme in und aus dem betreffenden Staat. Viele Geldflüsse fallen in diesen Bereich, etwa der wichtige Bereich der Ermöglichung ausländischer Direktinvestitionen, Devisengeschäfte Überweisungen für den Güterhandel und vieles mehr. Hat ein Staat eine vollständig liberalisierte Kapitalbilanz, so finden Finanzflüsse in und aus dem Land völlig frei und ohne staatliche Restriktionen statt. Die freie Kapitalmobilität ist zum Beispiel ein Grundsatz innerhalb der Europäischen Union. Im Rahmen der EU-Verträge ist es den Mitgliedstaaten im Normalfall nicht erlaubt Kapitalverkehrskontrollen einzuführen. Um besser zu verstehen, was Kapitalverkehrskontrollen sind, betrachten wir ein aktuelles Beispiel:

Der Inselstaat Zypern führte im Rahmen der Eurokrise und dem drohenden Zusammenbruch einiger seiner Banken im März 2013 Kapitalverkehrskontrollen ein. Der Entwurf der zypriotischen Regierung sah vor, dass

„Auslandsüberweisungen und Zahlungen mit Kreditkarten im Ausland pro Person und Bank auf 5000 Euro beschränkt werden. Zyprioten sollen pro Auslandsreise maximal 3000 Euro Bargeld mit sich führen dürfen. (...) Im Ausland studierende Zyprioten sollen zur Finanzierung ihres Lebensunterhaltes pro Quartal maximal 10.000 Euro aus der Heimat erhalten können. Und: Exporteinnahmen müssen den Behörden demnach binnen zwei Wochen gemeldet werden. Dies gilt auch für Gewinne, die mit dem Verkauf von Immobilien erzielt werden.“ (FAZ, 27.03.2013)

Zudem wurden die nationalen Banken durch staatlichen Zwang einige Tage geschlossen gehalten, um einen Ansturm der Sparerinnen und Sparer zu verhindern. Zusätzlich wurden obige Maßnahmen verhängt, um dem massiven Abfluss von Mitteln aus dem Land vorzubeugen. Interessanterweise zeigte sich, dass es selbst für ein hochentwickeltes Mitgliedsland der Europäischen Union nahezu unmöglich ist die Kapitalverkehrskontrollen vollständig zu exekutieren. Vielmehr war es der Fall, dass trotz der Kontrollen und Restriktionen sehr hohe Summen ins Ausland flossen. (vgl. derstandard.at 29. März 2013) Dieser Punkt ist wichtig, wenn es später darum geht, inwieweit gesetzliche Restriktionen das Tatsächliche Marktgeschehen widerspiegeln.

Es ist wichtig zu bemerken, dass die Bereiche der Liberalisierung eng miteinander im Zusammenhang stehen: So können, wie Bartolini und Drazen (1997) zeigen, Deregulierungen im nationalen Finanzsektor Anreizsysteme schaffen, sodass internationale Investoren Investitionen im Land tätigen. Darauf wird später noch einzugehen sein.

Nun konnte also ein wenig Licht ins Dunkel der Frage, was man genau unter „finanzieller Liberalisierung“ versteht, gebracht werden. Zusätzlich stößt man immer wieder auf die Begriffe *finanzielle Globalisierung* und *finanzielle Integration*. Im Grunde, so Prasad et al. (2003), handelt es sich hierbei um verschiedene Konzepte: während *finanzielle Globalisierung* ein aggregiertes Konzept ist, das auf zunehmende internationale Verflechtung durch zunehmende grenzüberschreitende Kapitalflüsse Bezug nimmt, ist *finanzielle Integration* ein Konzept, das auf einzelne Länder und deren Verbindungen zum internationalen Finanzsystem bezogen ist. Natürlich sind diese Konzepte aufs Engste verwoben: So geht finanzielle Globalisierung natürlich mit einer (durchschnittlich) höheren finanziellen Integration einher. Die Autoren (ebd.) gehen soweit, dass sie die beiden Begriffe gleichsetzen und „interchangeably“ verwenden. (vgl. Prasad et al. 2003: 7) Dies macht angesichts der Begriffsverwendung in der Debatte durchaus Sinn. Tatsächlich werden die Begriffe oft unklar verwendet.

Es ist wichtig, schon an dieser Stelle auf die fundamentale Bedeutung der Entwicklung neuer technologischer Möglichkeiten hinzuweisen, die in engem Zusammenhang mit der Deregulierung und der Internationalisierung der Aktivitäten des Finanzsektors stehen. Internationalisierung, Deregulierung und technische Innovation im Informationsbereich stehen also in einem interdependenten Wechselverhältnis. Pilbeam (2010:14) schreibt: „While technology may have been the driving force enabling firms to offer a wider range of financial services, deregulation has been essential in permitting financial institutions to offer the new services“

4.3. Welche Ergebnisse sind wünschenswert?

Die Klärung der Frage, ob es für Entwicklungsländer „sinnvoll“ ist, Liberalisierungspolitiken im Finanzsektor zu implementieren setzt eine Klärung des

Begriffes „sinnvoll“ voraus. „Sinnvoll“ in diesem Zusammenhang bedeutet, dass diese Politiken:

- Das Wachstum fördern und
- Die makroökonomische Volatilität einer Volkswirtschaft reduzieren²

Zusätzlich werden in der neueren Literatur häufig so genannte „collateral benefits“ diskutiert, die einem Land auf lange Sicht zu mehr wirtschaftlicher Prosperität verhelfen können:

„There is now a rapidly growing literature showing that financial openness can – In many but not all circumstances – promote development of the domestic financial sector, impose discipline on macroeconomic policies, generate efficiency gains among domestic firms by exposing them to competition from foreign entrants, and unleash forces that result in better government and corporate governance“ (Kose et. al. 2006:8).

Es wird also auch zu prüfen sein, inwieweit finanzielle Liberalisierung der institutionellen Entwicklung eines Landes förderlich ist. Insofern diese indirekten Auswirkungen auf das institutionelle Framework eines Staates in der Folge das Wachstum fördern und Volatilität verringern sind gemäß obiger Definition jedenfalls auch „sinnvoll“.

5. VERÄNDERUNGEN IM FINANZSEKTOR SEIT 1970

Im obigen, definitorischen Teil wurden die Begriffe „Finanzwesen“, „Finanzsystem“ und „Finanzmärkte“ definiert. Es wurden ebenfalls die Aufgaben des Finanzsystems beschrieben, die es innerhalb der Volkswirtschaft erfüllt. Für die Behandlung meiner Forschungsfrage sind die Veränderungen innerhalb des Finanzsystems die in den letzten Dekaden stattgefunden haben von fundamentaler Bedeutung, weshalb nun versucht wird, diese Veränderungen kurz darzustellen. Aus Gründen der Struktur muss eine sequenzielle Darstellungsweise der Veränderungen gewählt werden, obwohl dadurch die Gefahr besteht, den Zusammenhängen und Interdependenzen zwischen den Punkten nicht in erforderlichem Maße Rechnung zu tragen. Diese Zusammenhänge sind daher nicht aus den Augen zu verlieren.

² Begreift man wie z.B. Prasad et al.(2003:44) eine Krise als Spezialfall bzw. Grenzfall von Volatilität so gehört dazu natürlich auch die Frage, wie „krisensicher“ das Finanz- und Wirtschaftssystem ist.

5.1. Globalisierung, finanzielle Liberalisierung und finanzielle Integration

Das Schlagwort seit den Siebzigerjahren, jedoch vor allem seit den Achtzigerjahren des 20. Jahrhunderts ist „Globalisierung“. In der modernen Welt kommunizieren Menschen instantan über enorme räumliche Distanzen zu günstigen Preisen und Information kann mit hoher Geschwindigkeit auf der ganzen Welt verbreitet werden. Aufgrund von stark gesunkenen Transport- und Kommunikationskosten sowie dem Abbau von Zöllen und anderen Handelsbarrieren ist der weltweite Handel mit Gütern und Dienstleistungen stark angestiegen und Staaten sind international zunehmend wirtschaftlich integriert. Wirtschaftswissenschaftlich bedeutet dies, dass die Importe und Exporte eines Landes im Verhältnis zum Gesamtoutput eine immer wichtigere Bedeutung einnehmen. Die Wertschöpfungsketten von Produkten sind transnational organisiert und die Auslagerung von z.B. arbeitsintensiven Produktionsschritten in Länder mit signifikant niedrigerem Lohnniveau ist gängige unternehmerische Praxis. (vgl. Samuelson et. al. 2007:59)

„Ein zweites Merkmal der Globalisierung“, so Samuelson et. al. (2007:59), „ist die zunehmende Integration von Finanzmärkten“. So hat sich in den letzten Dekaden ein weltweites Finanzsystem entwickelt, das grenzüberschreitende Darlehens- und Zahlungstransaktionen, sowie eine internationale Perspektive im Investmentbereich ermöglicht. Dies bedeutet, dass nationale Finanzmärkte zunehmend in ein globales Netz von Finanzmärkten eingebettet sind. Die Nachfrage nach Kapital und Finanzierungen ist somit nicht mehr bloß auf einen nationalen Markt angewiesen, sondern Kapital kann auch auf Finanzmärkten anderer Staaten aufgenommen werden. Umgekehrt verhält es sich auch mit dem Angebot an Finanzmitteln: Auch Investoren sind nicht länger bloß auf einen nationalen Markt angewiesen, sondern können international nach geeigneten Investitionsprojekten suchen. Maßgeblich dafür waren wiederum der Abbau von Beschränkungen im Kapitalverkehr sowie technologische Innovationen auf dem Sektor. (vgl. Samuelson et. al. 2007:59 sowie Pilbeam 2010:11f)

Die zunehmende internationale Verschränkung von Finanzmärkten und die transnationale Integration regionaler Finanzmärkte erhöht natürlich das weltweite systemische Risiko. Hierfür waren die volkswirtschaftlichen Schäden welche durch die Asien-Pazifik Krise in den 1990er Jahren oder durch die Krise von 2008 entstanden sind ein dramatisches Beispiel. (vgl. Pilbeam 2010:12).

Jedenfalls ist der Prozess der Globalisierung bzw. die Integration nationaler Finanzmärkte zentraler Gegenstand dieser Abhandlung, lautet doch die Frage, ob es sinnvoll für Entwicklungsländer ist, sich an diesem Prozess zu beteiligen. Die folgenden Grafiken sollen diese Entwicklung verdeutlichen. Die Abbildung zeigt den Rückgang staatlicher Restriktionen für Industrienationen sowie für Entwicklungsländer in den drei Bereichen: der Kapitalbilanz, des nationalen Finanzsektors und des Aktien- und Anleihenmarktes. Die Grafik ist für einen ersten Eindruck, der an dieser Stelle vermittelt werden soll, im Grunde selbsterklärend. Auf die Methodologie der Autoren wird später noch sehr umfangreich eingegangen.

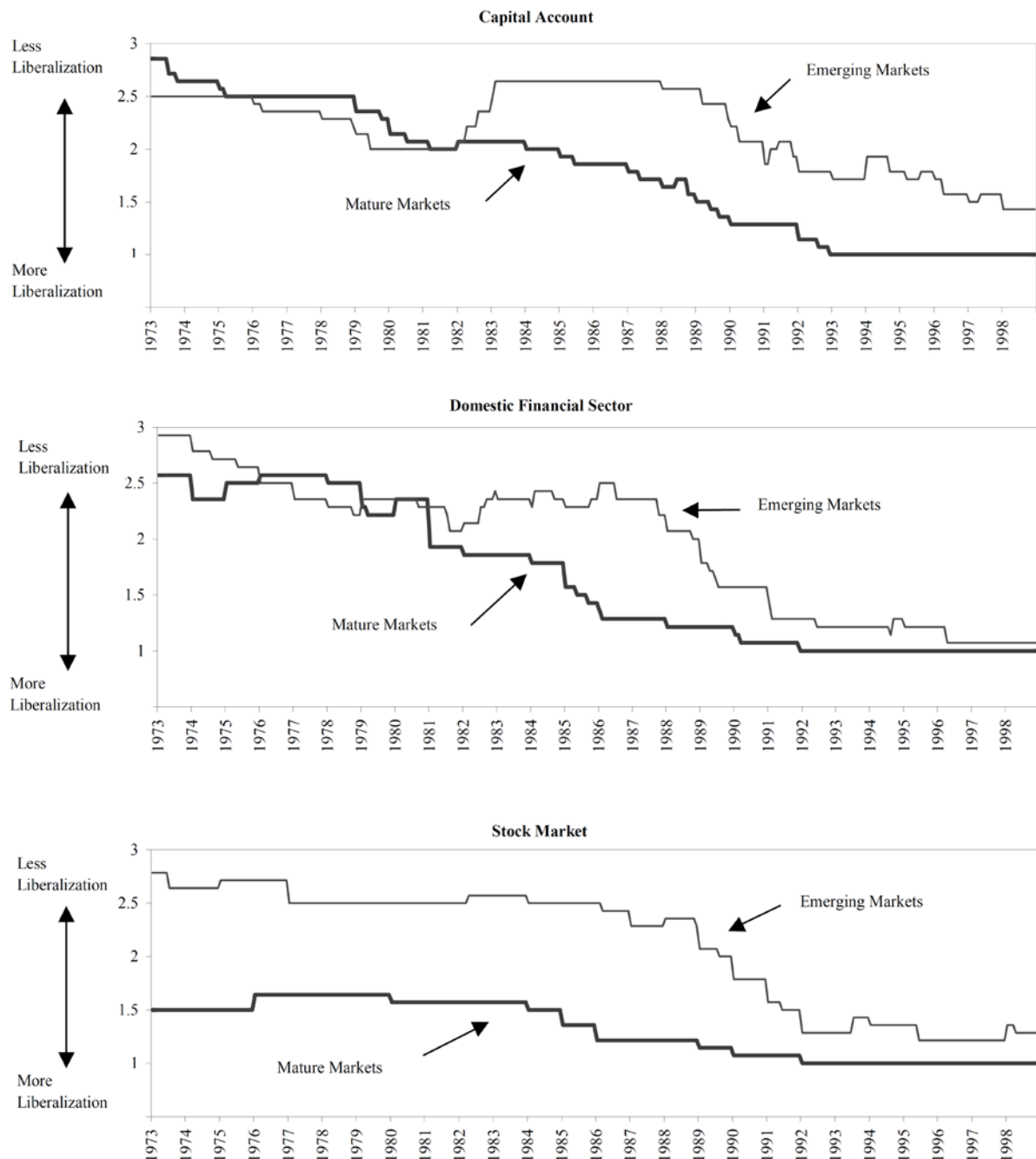


Abbildung 1 – Finanzielle Liberalisierung im 20.Jhdt (Kaminski et al.2003:Figure 2)

Es zeigt sich sehr deutlich, dass, durch alle Ländergruppen hindurch, eine Abnahme staatlicher Kontrollen im Finanzbereich stattgefunden hat. Zwar fiel diese Zunahme bei der Gruppe der hoch entwickelten Länder am deutlichsten aus, jedoch ist sie auch bei den anderen Gruppen deutlich. Insbesondere wird die oben getroffene Aussage unterstützt, dass es seit den 1970ern/1980ern eine enorme Zunahme der internationalen finanziellen Deregulierung zu beobachten ist. Es ist jedoch auch wichtig zu sehen, dass der Prozess finanzieller Globalisierung keine Einbahnstraße ist. Es zeigt sich sehr deutlich, dass vor allem in Entwicklungsländern in den frühen

1980ern eine Wiedereinführung protektionistischer Maßnahmen im Finanzsektor zu beobachten ist.

5.1.1. Kurze Geschichte der finanziellen Liberalisierung

Anhand obiger Abbildung kann man gut die Entwicklung finanzieller Liberalisierung ablesen: Die große Welle der Deregulierung begann in den frühen 1970ern als zunächst die Industrienationen ihre Aktien und Anleihenmärkte schrittweise liberalisierten. In den Folgejahren waren bereits 80% der Aktien und Anleihenmärkten in Industrieländern liberalisiert. Die nationalen Finanzsektoren sowie die Kapitalbilanzen blieben weiterhin reguliert. Hier setzt erst in den frühen 1980ern eine Welle der Liberalisierung ein. Zunächst wurden die nationalen Finanzsektoren liberalisiert. Erst in den späten 1980ern bzw. den beginnenden 1990ern liberalisierten Industrieländer ihre Kapitalbilanzen, was auch mit der Etablierung der Eurozone zusammenhängt. (vgl. Kaminski et al.2003).

In Entwicklungsländern sieht der Verlauf finanzieller Liberalisierung anders aus: Bis in die 1970er sind auf diesem Bereich keine Entwicklungen sichtbar. Zunächst stehen Aktien- und Anleihenmärkte bis in die frühen 1970er unter genauer staatlicher Kontrolle. Erst danach werden schrittweise die jeweiligen Bereiche liberalisiert. Bedingt durch die Schuldenkrise 1982 beobachten wir in Entwicklungsländern, dass die Kontrollen wiedereingeführt wurden. Dies betrifft vor allem den Bereich der Kapitalbilanz, aber auch den nationalen Finanzsektor. Der Bruch, der durch die Schuldenkrise entstand, ist so groß, dass für Entwicklungsländer zwischen zwei Phasen der finanziellen Liberalisierung unterschieden werden kann. (vgl. Kaminski et al.2003:8f) Auf die Methodologie und das sonstige Design der Studie wird später sehr genau eingegangen.

5.1.1.1. Historischer Überblick über weltweite finanzielle Integration

Vielfach – auch in vorliegender Arbeit – wird die weltweite Integration von Finanzsystemen als ein Phänomen beschrieben, das sich insbesondere seit den 1970ern beobachten lässt. Jedoch gab es bereits im späten 19. Und frühen 20. Jahrhundert eine Phase finanzieller Integration, die mit jener vergleichbar ist, die wir derzeit erleben.

Tatsächlich übertraf das heutige Ausmaß finanzieller Globalisierung bis in die 1990er nicht jenes, das zwischen 1870 und 1914 erreicht wurde. Die rapiden technologischen Veränderungen dieser Zeit wie neue Transportmöglichkeiten, neue Kommunikationstechnologien und enormer Kapitalbedarf für den Eisenbahnbau kennzeichneten diese erste Periode finanzieller Globalisierung. Prasad et al.(2003) zitieren Keynes, der 1919 sagte:

„The inhabitant of London could order by telephone [...] the various products of the whole earth [...]; adventure his wealth in the natural resources and new enterprises of any quarter of the world, and share [...] in their prospective fruits and advantages; [...and] couple the security of his fortunes with [...] any substantial municipality in any continent that fancy or information might recommend“ (Keynes 1919 zit. nach Prasad 2003:60).

Jedoch änderte der Ausbruch des Ersten Weltkrieges die Situation dramatisch. Die international wirtschaftliche Verflechtung nahm rasant ab und Staaten setzten auf protektionistische Maßnahmen im Finanzbereich. Die Zeit der Weltwirtschaftskrise nach 1929 sowie der Zweite Weltkrieg verschärften die Situation noch zusätzlich. Erst in den 1970ern konnte finanzielle Globalisierung, nicht zuletzt durch den Wegfall des Breton Woods Systems der internationalen Währungspolitik, wieder Fuß fassen. Jedoch erreichte ihr Ausmaß bis in die 1990er nicht jenes der ersten Phase finanzieller Globalisierung. (vgl. Prasad et al.2003:61f).

Es ist ein wichtiges und zugleich fruchtbares Forschungsfeld der Wirtschaftsgeschichte, diese erste Phase der finanziellen Globalisierung mit der heutigen zu vergleichen, um daraus etwaige Schlüsse für eine Reform der internationalen Finanzarchitektur zu ziehen.

5.2. Neue Technologien

Wie schon mehrfach angesprochen, ist der Prozess der weltweiten finanziellen Integration regionaler Märkte, die „finanzielle Globalisierung“ eng mit dem technologischen Fortschritt im Bereich der Informationstechnologien verbunden. So können heute marktrelevante Informationen im Bruchteil einer Sekunde um den Globus wandern und enorme Mengen an Daten gespeichert, verarbeitet und analysiert werden. Zudem hat die Computertechnologie es ermöglicht, neue, hochkomplexe Finanzprodukte zu entwickeln, was zu einem schier unüberschaubaren Angebot an derartigen Produkten geführt hat. Die Entwicklung

neuer Zahlungssysteme und Geldautomaten hat zu dramatischen Veränderungen im internationalen Zahlungsverkehr geführt und die zunehmende Verlagerung des Zahlungsverkehrs auf den bargeldlosen Bereich reduzierte diesbezügliche Kosten erheblich. So betragen die Grenzkosten einer durch Kreditkarte abgewickelten Zahlung nur noch fünf Prozent einer Scheckzahlung. (vgl. Pilbeam 2010:15) Das Internet ermöglicht es Banken und Finanzdienstleistern zudem, so wie in der Güterproduktion, Teile ihrer Tätigkeiten auszulagern, um so effizienter zu arbeiten. So werden zum Beispiel arbeitsintensive IT-Dienstleistungen für Unternehmen in Finanzzentren wie London oder New York zunehmend z.B. in Indien durchgeführt, was die Personalkosten deutlich reduziert.

Jedoch hat die rasante technologische Entwicklung auch ihre Kehrseiten. Die Implementierung neuer Technologien bedingt oft hohe Investitionskosten, während sie im Betrieb recht günstig sind. Die hohen Fixkosten bei niedrigen variablen Kosten bedingen immer größere Marktanteile der Anbieter und erhöhen somit die Tendenz zur Monopolisierung. (vgl. ebd)

5.3. Produktinnovationen im Finanzsektor

Unter dem Begriff der „Financial Innovation“ wird grob die Entwicklung neuer Finanzinstrumente bzw. das Zusammenfassen bestehender Instrumente zu neuen Produkten verstanden. Es gibt zwei Sichtweisen auf diese Entwicklung: Zyniker sehen in den neuen Produkten eher Werkzeuge um Regulierungen zu umgehen oder Schlupflöcher in den Steuersystemen der Staaten auszunützen. Ein positiverer Zugang ist es, sie als Reaktion und Anpassung auf die immer komplexer werdende Nachfragestruktur im Finanzsektor zu sehen. (vgl. Pilbeam 2010:15).

Jedenfalls kam es seit den 1980ern zu einer massiven Ausweitung der von Finanzinstituten angebotenen Produktpalette. Neue Arten von Derivaten wie zum Beispiel Optionen, Futures, Swaps, Exchange traded funds (ETF's) oder Sekundarmärkte für Staatsschulden ermöglichen Investoren immer komplexere Anlagestrategien, um ihre Ziele hinsichtlich des Verhältnisses von Profit und Risiko zu erreichen. (vgl. ebd.)

Die Gründe für diese Ausweitung an Finanzinstrumenten sind vielfältig. So kam es nach dem Fall des Breton Woods Systems fixer Wechselkurse und anderen Veränderungen im internationalen Finanzsystem zu einer Steigerung der Volatilität

auf nahezu allen Märkten. Dieses veränderte Umfeld erforderte neue Möglichkeiten, um den Anforderungen von Investoren und Schuldnern gerecht zu werden. Gleichzeitig waren es natürlich auch die enorm gesteigerten Rechenleistungen und die Verbreitung von neuer Software, die das Design immer komplexerer Finanzprodukte ermöglichten. Die Rücknahme staatlicher Regulierungen für Unternehmen im Finanzsektor erhöhte einerseits die Konkurrenz auf dem Markt und erlaubte andererseits den Einsatz neuer Produkte und das Vorstoßen in neue Tätigkeitsfelder. (vgl. ebd)

Es liegt auf der Hand, dass ein verändertes wirtschaftliches Umfeld auch veränderter Finanzprodukte bedarf, sodass das Finanzsystem seine Kernfunktionen in ausreichendem Maße erfüllen kann. Die wirtschaftliche Entwicklung der letzten 50 Jahr wäre ohne Innovationen auf dem Finanzsektor kaum vorstellbar. So könnten gemäß Levine (2010) weder die Londoner Finanzmärkte des 19. Jahrhunderts noch die amerikanischen Finanzmärkte des 20. Jahrhunderts die Innovationen finanzieren, die wir in den letzten Jahrzehnten im Bereich der Informationstechnologie, der Telekommunikationstechnologie und der medizinischen Technologie erlebt haben. Herkömmliche Finanzsysteme hätten – aufgrund der technologischen Komplexität und der daraus resultierenden Risikostruktur der Projekte – keine Möglichkeit gehabt, diese Unternehmungen zu evaluieren und die Projekte hätten demnach keine Finanzierung erhalten. Erst das Aufkommen von Venture Capital Firmen machte die Finanzierung von risikoreichen High-Tech-Projekten mit hohen Ertragschancen möglich. Zur sozial produktiven Rolle von Finanzinnovationen siehe insbesondere auch Levine, Stelios und Michalopoulos (2009) sowie Levine (2011).

Auch Kritiker (vgl. z.B. Stieglitz 2010) leugnen die Wichtigkeit von Innovation auf dem Finanzsektor nicht, jedoch weisen sie darauf hin, dass nicht jede Innovation auf dem Sektor als sozial-produktiv bezeichnet werden kann. Immer wieder wird auf die Rolle neuartiger Finanzprodukte (insbesondere auf die sog. Collateralised Debt Obligations (CDOs) und Credit-Default Swaps (CDSs)) bei der letzten Finanz- und Wirtschaftskrise hingewiesen.

Tatsächlich sind die Argumente von Kritikern und Befürwortern nicht weit voneinander entfernt. Dass die sozial-produktive Rolle von Innovationen auf dem Finanzsektor gewährleistet wird, bedarf es einer sinnvollen und guten staatlichen Regulierung, die durch die Schaffung entsprechender Anreizsysteme gewünschte

Entwicklungen fördert und ungewünschte Entwicklungen unterbindet. Siehe hierzu zum Beispiel: Stieglitz (2010) Levine (2010) Levine (2009) sowie Levine (2011).

5.4. Neue Märkte

Von zentraler Bedeutung, einerseits für die vorliegende Arbeit, andererseits für das Verstehen der Entwicklungen auf den Finanzmärkten der letzten 30-40 Jahre, sind die neuen Märkte, welche aufgrund der Entkolonialisierung und der Unabhängigkeit weiter Teile unserer Welt in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts entstanden sind. Doch auch der Zerfall der Sowjetunion, die Wiedervereinigung Deutschlands und die Integration der osteuropäischen Märkte in die Europäische Union sind von zentraler Bedeutung zur Illustration der Veränderungen der letzten 30 Jahre. Die spektakulären Wachstumsentwicklungen in einigen dieser Länder und die Öffnung dieser Märkte für ausländische Investoren boten signifikante Ertragschancen bei gleichzeitig meist hohem Risiko.

Auch die Erträge aus dem Ölgeschäft brachten ungemeinen Schwung in das internationale Finanzsystem. So generierte der Ölpreisschock 1973 enorme Liquidität, die Anlagemöglichkeiten vor allem in den Märkten der Entwicklungsländer ortete. So flossen große Summen in die neuen Staaten - insbesondere nach Lateinamerika. Bald war klar, dass weite Teile des Kreditvolumens nicht bedient werden konnten und das mexikanische Moratorium löste 1982 eine internationale Schuldenkrise aus. Zu nennen ist ebenfalls die Asienkrise der 1990er, wo auf eine teils spektakuläre Entwicklung ein tiefer Fall folgte und eine Vielzahl von Staaten praktisch über Nacht in den Ruin getrieben wurden, aus dem sie sich nur sehr langsam wieder erholen konnten. (vgl. Pilbeam 2010:16)

6. WIE FINANZIELLE LIBERALISIERUNG WACHSTUM FÖRDERN KANN

Nachdem nun die Veränderungen dargestellt wurden, denen sich das weltweite Finanzsystem in den letzten 30 Jahren unterworfen sah, kann nun damit begonnen werden, zu analysieren, ob und wenn ja inwieweit die Integration nationaler Finanzmärkte von Entwicklungsländern in das globale Finanzsystem eine sozial produktive Rolle erfüllt oder nicht. Dies geschieht zunächst auf rein theoretischer Ebene.

Die Frage ob, und wenn ja, inwieweit das Finanzsystem eine wichtige Rolle bei der Wohlstandsentwicklung spielt, wird mindestens ebenso kontrovers diskutiert wie die Frage nach der optimalen Organisation des Finanzsektors. Wie Levine (2004: 1) zeigt besteht innerhalb der ökonomischen Wissenschaften kein Konsens dahingehend, wie wichtig das Finanzsystem tatsächlich für die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes ist. Während Robert Lucas 1988 davon spricht, dass das Finanzsystem eine „over-stressed determinat of economic growth“ ist (zit nach Levine 2004:1) oder Joan Robinson 1952 feststellt, dass „where enterprise leads finance follows“ (zit. aus ebd.) (vgl. zudem Demirgüç-Kunt 2008:2f). Gemäß diesen Feststellungen erfüllt also das Finanzsystem nur eine untergeordnete, eher passive Rolle, was die Wachstumsentwicklung anbelangt. Genauso gibt es aber auch Stimmen, die die Wichtigkeit des Finanzsystems für die Wachstumsentwicklung einer Volkswirtschaft betonen und zeigen, dass der Zusammenhang zwischen dem Finanzsystem und dem Wachstum nicht ignoriert werden darf (vgl. Levine 2004:1 bzw. Demirgüç-Kunt 2008)

Prasad et al.(2003) Kose et al.(2006, 2009), Levine 2004, Levine 2011 bzw. Demirgüç-Kunt (2008) scheinen doch umfassende Evidenz dahingehend zu geben, dass die Art und Weise, wie das Finanzsystem organisiert ist, einen großen Einfluss auf die Wachstumsentwicklung haben. Trotz der Unklarheiten im Rahmen dieser Frage sind diesbezügliche Forschungen von hoher Relevanz, insbesondere im Bereich der Politikberatung. Für politische Entscheidungsträger ist es wichtig zu wissen, welche Anreize und staatliche Steuerungspolitiken im Bereich des Finanzsystems zum Einsatz kommen sollen, um die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes positiv zu beeinflussen.

Ich identifiziere also im Folgenden die theoretischen Kanäle über die eine Liberalisierung des Finanzsystems dem Wachstum zuträglich sein kann. Wichtige Grundlagen zu diesem Thema – und auch jene, auf denen meine Ausführungen beruhen – finden sich zum Beispiel in Baekart et al.(2004, 2009), Prasad et al.(2003) Kose et al.(2006) sowie in Levine (2004). Auch die Arbeit von Demirgüç-Kunt (2008) liefert wertvolle Einsichten in die Thematik.

Abbildung 4 zeigt zunächst die Zusammenhänge in graphischer Darstellung.

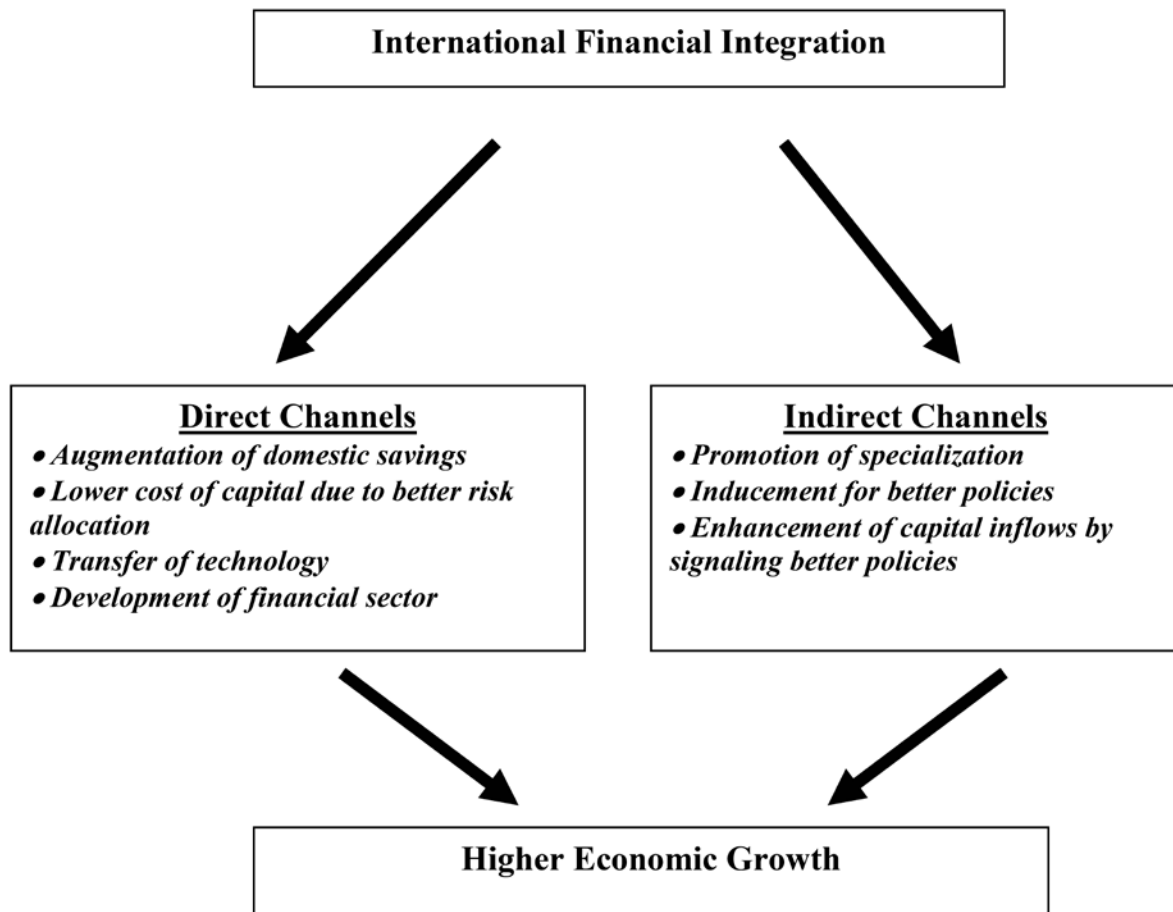


Abbildung 2 - Zusammenhang von finanzieller Integration und Wachstum (Prasad et al.2003:24)

6.1. Direkte Transmissionskanäle:

6.1.1. Erhöhung des nationalen Kapitalstocks

Kapitalflüsse aus kapitalstarken in kapitalschwache Wirtschaftsräume können theoretisch für beide Gruppen nützlich sein. Während sie die Verfügbarkeit von Kapital und damit die potenziellen Investitionsmöglichkeiten in kapitalschwachen Wirtschaftsräumen erhöhen, so bieten sie höhere Renditechancen für Kapital aus hoch entwickelten Ökonomien. Beispielsweise zeigen mehrere Autoren (darunter auch Prasad et al.(2003: 8)), dass vor dem Hintergrund der demografischen Entwicklung in den Industrieländern, Nord-Süd Kapitalflüsse durch institutionelle Anleger (z.B. Pensionsfonds) zunehmend wichtig werden.

6.1.2. Reduktion von Kapitalkosten durch bessere Risikoallokation

Wie mehrere Autoren zeigen (vgl. etwa Bekaert 2004), führt eine Liberalisierung und Integration des nationalen Finanzmarktes zu einer verbesserten Risikoallokation, was

die Kosten für Kapital sinken lässt. Dies geschieht insbesondere durch ausgeweitete Möglichkeiten von Risikoteilung zwischen nationalen und internationalen Investoren und führt zu einer Ausweitung von Diversifikationsmöglichkeiten. Bei entsprechender Diversifikation eines Portfolios ist daher auch ein Investment in risikoreichere Bereiche möglich, welche bei höherem Risiko auch höhere Ertragschancen bieten und damit das Wachstum fördern. Durch größeres Kapitalangebot und höhere Liquidität sowie mehr Konkurrenz auf dem nationalen Finanzmarkt reduzieren sich die Risikoprämien, was die Finanzierungskosten eines Projektes sinken lässt und mehr Akteuren den Zugang zu Finanzierung ermöglicht. Durch die so ermöglichte Ausweitung der wirtschaftlichen Tätigkeit erfolgt ebenfalls die Förderung des Wachstums.

6.1.3. Technologietransfer durch Direktinvestitionen

Für Wirtschaftsräume mit hoher finanzieller Integration steigt die Wahrscheinlichkeit zur Anziehung ausländischer Direktinvestitionen enorm an. Die positiven Effekte der Direktinvestitionen (FDI's) sind unbestritten. Sie führen insbesondere zu einem Transfer von Know-How im Bereich Technologie und Management. Dadurch steigt die Faktorproduktivität und das Wirtschaftswachstum wird gefördert.

6.1.4. Entwicklung des Finanzsektors

Durch die Liberalisierung und Integration des nationalen Finanzsektors in einem Entwicklungsland haben ausländische Finanzinstitutionen die Möglichkeit der Aufnahme der Tätigkeit auf diesen Märkten. Dies führt zu einer Reihe von Verbesserungen, die sich positiv auf das Wachstum auswirken: Zunächst erleichtert das Vorhandensein ausländischer Finanzinstitute den Zugang zu ausländischem Kapital. Durch den Markteintritt finden zudem neue und eventuell bisher unbekannte Finanzinstrumente Eingang in den Markt, wodurch eine Verbesserung eintritt. Schließlich führt eine Verbesserung der Evaluationstechnologien zu einer verbesserten Allokation von Kapital, da dadurch ein besserer Umgang mit Informationsasymmetrien ermöglicht wird.

Dies ist ein sehr wichtiger Punkt: Die wirtschaftswissenschaftliche Debatte der letzten Dekaden akzeptiert zunehmend die Tatsache, dass Märkte nicht ideal sind und das durch diese Unvollkommenheiten oftmals die theoretisch-mathematischen Modelle

nicht greifen. Es scheint jedoch, dass finanzielle Liberalisierung Marktunvollkommenheiten reduzieren kann. Hierbei handelt es sich vor allem um Informationsasymmetrien zwischen nationalen und internationalen Investoren. Aufgrund ihres Vorhandenseins ist externe Finanzierung teurer und weniger attraktiv. Durch finanzielle Liberalisierung sollten diese Asymmetrien abnehmen und externe Finanzierung preisgünstiger werden. Dies sollte vor allem für kapitalintensive Wirtschaftszweige ein großer Vorteil sein. (vgl. Bekaert et al.2001:3f)

6.2. Indirekte Transmissionskanäle

6.2.1. Ermöglichung von Spezialisierung

Prasad et al.(2003) weisen zudem auf die positive Rolle von finanzieller Integration bei der Spezialisierung der Produktion und der dadurch möglichen Ausnützung komparativer Kostenvorteile eines Wirtschaftsraumes hin.

Diese Spezialisierung hat jedoch einen grundlegenden Nachteil: Sie kann die Output-Volatilität und damit die Konsumtionsvolatilität dramatisch erhöhen. Ist ein Wirtschaftsraum zum Beispiel sehr von der Produktion eines bestimmten Gutes abhängig, so kann etwa ein plötzlicher Preiseinbruch dieses Gutes auf den Weltmärkten zu massiven Einbrüchen im Output führen – ein Problem, das eine Ökonomie mit höherem Diversifikationsgrad ihrer Produktion nicht hat. Gemäß der Theorie der komparativen Kostenvorteile ist eine Spezialisierung jedoch höchst sinnvoll. Dieser Widerspruch kann durch die Integration eines Wirtschaftsraumes in die internationalen Finanzmärkte jedoch insofern gelöst werden, dass dadurch eine internationale Risikoteilung ermöglicht wird: "In principle, financial globalization could play a useful role by helping countries to engage in international risk sharing and thereby reduce consumption volatility" (Prasad et al.2003:25) Wenn also internationale Risikoteilung die „Gefahren“ einer Spezialisierung der Produktion senken kann, so wird die (ökonomisch sinnvolle) Spezialisierung dadurch wahrscheinlicher, was gemäß der Theorie der komparativen Vorteile zu mehr Wachstum führt. (vgl. ebd.)

Hohe Output- bzw. Konsumtionsvolatilität ist nicht nur für die Wohlfahrtsentwicklung eines Landes hinderlich, sondern schreckt auch potenzielle (risikoscheue) Investoren ab, die ein langfristiges Investment planen. Hingegen

werden kurzfristige spekulative Investments angezogen, die langfristig gesehen wirtschaftlich wenig Sinn machen. (vgl. z.B. Stieglitz 2004: 61)

6.2.2. Disziplinierungseffekte

Viele Autoren, darunter auch Prasad et al.(2003), in gewohnt kritischer Manier Stieglitz (2004), Kose et al.(2006) insbesondere auch Gourinchas (2002) aber auch Kaminski et al.(2003) sowie Bekaert (2001) weisen auf den Disziplinierungseffekt hin, den eine Integration von Wirtschaftsräumen in das internationale Finanzsystem auf die jeweiligen nationalen Regierungen ausüben. „Governments“, so Prasad et al.(2003:26) „are occasionally tempted to institute predatory tax policies on physical capital“. Eine Einbettung in ein globales Finanzsystem lässt die Auswirkungen solch investitionsfeindlicher Politiken wesentlich dramatischer erscheinen und senkt dadurch die Wahrscheinlichkeit ihrer Implementierung. Insgesamt stehen nationale Regierungen mehr unter Druck nachvollziehbare und sinnvolle wirtschaftspolitische Akzente anstelle von populistischen Maßnahmen zu setzen, was die Wahrscheinlichkeit von Investitionen und damit die Aussicht auf Wachstum erhöht.

6.2.3. Signalwirkung der Öffnung des Finanzsektors auf Investoren

Ähnlich zum eben besprochenen Punkt kann alleine die Absicht, Restriktionen im Finanzsektor zu beseitigen, Signale an internationale Investoren aussenden, dass die Politiken hinkünftig investitionsfreundlicher werden. Somit können ebenfalls Investoren angelockt werden. Bartolini und Drazen (1997) präsentieren ein Modell, das die positiven Effekte hinsichtlich der Signalwirkung der Öffnung der Kapitalbilanz zeigt. Dieses Modell, so die Autoren, sei konsistent mit empirischen Beobachtungen. (vgl. Bartolini et al.1997:151) So führte die Reduktion politischer Restriktionen hinsichtlich des Abflusses von Kapital in Kolumbien, Ägypten, Italien, Neuseeland, Mexico, Spanien, Uruguay und im Vereinigten Königreich zu ausgeweitetem Einfluss von Kapital. (vgl. Prasad et al.2003:26)

7. WIE FINANZIELLE LIBERALISIERUNG DIE MAKROÖKONOMISCHE VOLATILITÄT SENKEN KANN

Die Verringerung der Volatilität der Wirtschaftsleitung eines Landes, insbesondere die Verringerung der Konsumtionsvolatilität, wird als wesentlicher Faktor für die

Wohlstandsentwicklung begriffen. (vgl. etwa Prasad et al.2003:38, Bekaert et al.2004:1f sowie Acemoglu et al.1997) Während in Industrieländern ein hohes Maß an Diversifikation der wirtschaftlichen Produktion besteht, also die Wirtschaft viele „Standbeine“ hat, so zeigt sich in Entwicklungsländern ein gegenteiliges Bild: Aufgrund von Überlegungen hinsichtlich der Verwirklichung komparativer Kostenvorteile in der Produktion weisen Entwicklungsländer häufig eine sehr einseitige, auf wenige Sektoren spezialisierte Produktionsstruktur auf, wie bereits gesagt wurde. Schwankungen des Outputs innerhalb dieses Sektors führen so schnell zu einer erhöhten Schwankung des Outputs der gesamten Volkswirtschaft was oft starke Fluktuationen im Volkseinkommen und in weiterer Folge im Konsumtionsverhalten der Haushalte, der Unternehmen und des Staates bewirkt, insgesamt also eine hohe Konsumtionsvolatilität bewirkt.

Theoretisch ergeben sich durch eine Integration von Wirtschaftsräumen in ein überregionales bis weltweites Finanzsystem nicht unwesentliche Möglichkeiten zur Verringerung der Konsumtionsvolatilität.

Beispielsweise erhöht eine Einbettung eines Wirtschaftsraumes in ein transnationales Finanzsystem die Möglichkeit eines Staates, antizyklische Wirtschaftspolitik zu betreiben, das heißt, in Rezessionsphasen durch verstärkten Staatskonsum gegenzusteuern und in Boom-Phasen die Kredite durch verstärkte Sparmaßnahmen zurückzuführen. Jedoch auch auf Haushalts- und Unternehmensebene lassen sich potenzielle Vorteile identifizieren: Finanzielle Globalisierung bietet Haushalten und Unternehmen in Entwicklungsländern einen ausgeweiteten Zugriff auf international gehandelte Finanzprodukte, was die grundsätzlich die Möglichkeit für Risikoteilung erhöht. Lokale Firmen etwa erhalten durch Zugang zum internationalen Finanzmarkt die Möglichkeit in ausländische Unternehmen zu investieren, was in Zeiten verringerter Produktivität durch endogene Faktoren (Wetterbedingungen, Änderungen in der nationalen Nachfrage, etc.) einen gewissen Ausgleich im Einkommen der Unternehmen bewirken kann. (vgl. ebd. 62)

Es ist zudem wichtig zu sehen, dass in Entwicklungsländern enormer Bedarf an Versicherungsleistungen besteht, um die Haushalte und Kleinunternehmer (z.B. in der Landwirtschaft) vor eventuellen Einkommensschocks zu schützen. Finanzielle Liberalisierung kann auch hier Abhilfe schaffen, da die Verfügbarkeit von

Versicherungsleistungen durch neue Akteure und mehr Konkurrenz am Versicherungsmarkt erhöht wird.

Die Vorteile, die ein Land durch internationale Risikoteilung lukrieren kann, sind besonders hoch für Länder, die eine hohe Konsumtionsvolatilität, welche positiv mit der Output-Volatilität korreliert, aufweisen und deren Konsum nicht signifikant mit dem weltweiten Konsum korreliert. Gemäß Prasad et al.(2003:62) trifft diese Charakterisierung auf einen Großteil der Entwicklungsländer zu. Dadurch könnten gerade Entwicklungsländer von den potenziellen Benefits internationaler Risikoteilung profitieren.

Nach diesen theoretischen Betrachtungen wollen wir nun sehen, welche Effekte finanzielle Liberalisierung tatsächlich hat bzw. welche Effekte sich durch empirische Studien zeigen lassen. Bevor jedoch näher auf die Ergebnisse ausgewählter empirischer Studien zu dieser Thematik eingegangen wird, wird noch erläutert, wie man sich empirisch diesen Fragen nähern kann. Hierzu möchte ich auch zwei Bereiche eingehen: Einerseits sehen wir uns an, wie man den „Entwicklungsgrad“ eines Finanzsystems empirisch bestimmen kann und welche Kenngrößen man hierzu betrachtet. Wir nützen diesen Punkt auch, um das heutige weltweite Finanzsystem besser kennenzulernen und seine Spezifika zu verstehen. Danach sehen wir uns an, wie man finanzielle Liberalisierung messen kann und vor allem welche Probleme hierbei auftreten.

8. DIE MESSUNG DER ENTWICKLUNG DES FINANZSEKTORS

Zunächst suchen wir grundsätzliche Zusammenhänge zwischen der Struktur des Finanzsystems eines Landes und seinen wirtschaftlichen Kenndaten. Wir gehen der Annahme nach, ob hinsichtlich des BIP höher „entwickelte“ Staaten ein höher entwickeltes Finanzsystem haben, und sehen uns an, wie man die Entwicklung des Finanzsektors empirisch messen kann.

Die Variablen und insbesondere die Daten nehmen wir aus der „Financial Structure Database“ der Weltbank. Diese Datenbank enthält Daten und Statistiken vieler

Länder über lange Zeitspannen hinweg zu Größe, Effizienz und Stabilität des Finanzsektors, also von Banken und bankähnlichen Institutionen sowie von Märkten. Die Datenbank ist die wichtigste Datenquelle für Forschungen an der Schnittstelle des politisch-regulatorischen Frameworks und deren Auswirkungen auf verschiedene Bereiche des Finanzsystems. Hierzu zählen (i.F. vgl. Cihak 2012:3)

- die Größe des Finanzsektors (financial depth)
- Das Ausmaß inwieweit Finanzdienstleistungen von Menschen in Anspruch genommen werden und genommen werden können (access)
- Die Effizienz von Finanzinstitutionen beim Anbieten von Finanzdienstleistungen (efficiency)
- Die Stabilität des Finanzsektors (stability)

Diese Aspekte werden jeweils für Finanzinstitutionen (Banken und andere Intermediäre) sowie Finanzmärkte (Aktien und Anleihenmärkte) erhoben, was in der Folge als 4x2 Matrix dargestellt wird und den Finanzsektor eines Landes einigermaßen charakterisiert. (vgl. Cihak 2012:3) Vor allem, wenn es um den Zusammenhang von Finanzsektor und Wachstum geht, ist die Datenbank der Weltbank unverzichtbar. Die Daten sind zudem öffentlich zugänglich und werden regelmäßig upgedatet. Derzeit reichen sie von 1960 bis September 2012 (Stand Februar 2013). Regelmäßig erfolgen zudem Publikationen bekannter Autoren (wie Ross Levine, Aslı Demirgüç-Kunt, Thorsten Beck), in welchen die Variablen erläutert werden und jüngste Trends dargestellt werden. Die beiden jüngsten Publikationen sind Beck (2009) und Čihák (2012).

Wichtig zu bemerken ist zudem, dass es sich bei diesen Daten nicht um Daten handelt, anhand derer wir den Grad der Liberalisierung bzw. der internationalen Integration eines Finanzsystems messen können. Bei den hier besprochenen Daten geht es rein um die Struktur des nationalen Finanzsystems. Weiter oben haben wir bereits gesehen, dass die Gruppe der Industrieländer jedenfalls das weitaus größte Ausmaß an finanzieller Offenheit innehat. An zweiter Stelle stehen die Schwellenländer und weit hinten die Gruppe der Entwicklungsländer. Ist finanzielle Liberalisierung eine Bedingung für ein hohes Wachstum und eine starke Wirtschaft? Sehen wir uns die Struktur der Finanzmärkte in den Ländergruppen an.

8.1. Privatkredite / BIP

(DEPTH) Die Variable DEPTH des Financial Structure Report ist eine sehr Bedeutende, will man die Größe bzw. die „Tiefe“ des Finanzsystems messen. Sie misst den prozentuellen Anteil der Kreditvergabe an den privaten Sektor am BIP. Viele Studien zeigen den positiv signifikanten Zusammenhang zwischen dem Ausmaß der Kreditvergabe an den privaten Sektor und nachhaltigem Wachstum sowie der Reduktion von Armut. (vgl. Čihák 2012:10)

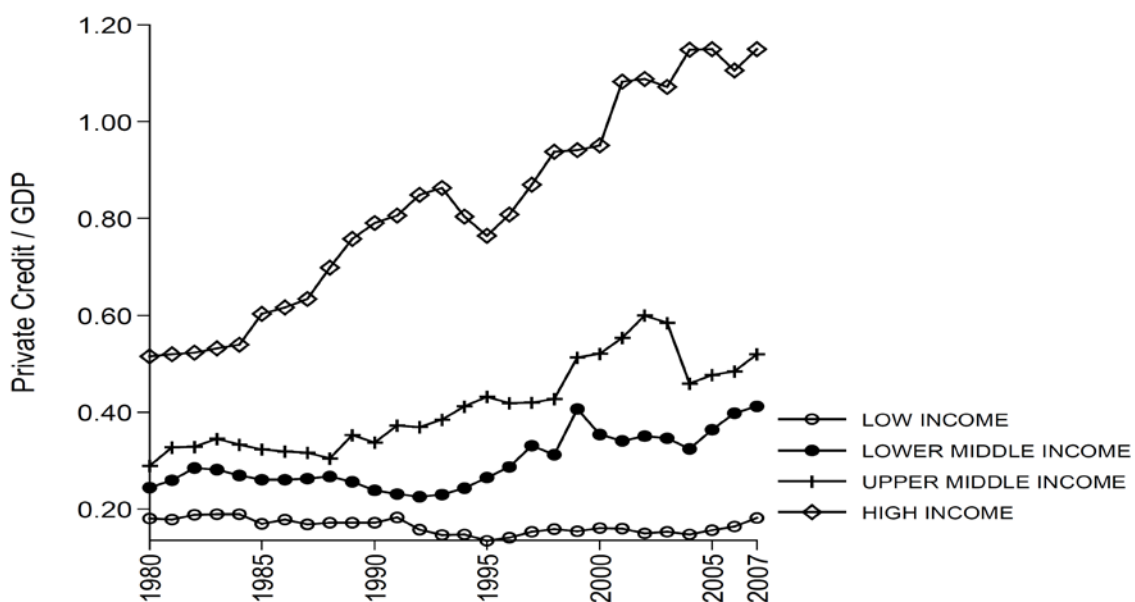


Abbildung 3 - Kredite an Privaten Sektor / BIP (Beck 2009:24)

8.2. Börsenkapitalisierung / BIP

Diese Variable zeigt das Ausmaß von an der Börse gehandelten Aktien als Anteil des BIP. Im Allgemeinen gilt diese Kennzahl als Indikator dafür, inwieweit es innerhalb des Wirtschaftsraumes Möglichkeiten zur Diversifikation gibt. Da es nicht in allen Wirtschaftsräumen – speziell in kleinen und ärmeren Staaten – eigene Börsen gibt, können nur jene Länder in den Daten berücksichtigt werden für die eine Berechnung möglich ist. (vgl. Beck 2007:5) Die zweite Grafik zeigt das Ausmaß des tatsächlich an der Börse gehandelten Volumens im Vergleich zum BIP. In beiden Grafiken ist klar ersichtlich: Die Vorreiter sind die Industrieländer gefolgt von den Schwellenländern. Allgemein ist zu bemerken, dass seit 2003 die gehandelten Volumina extrem angestiegen sind. (ebd.)

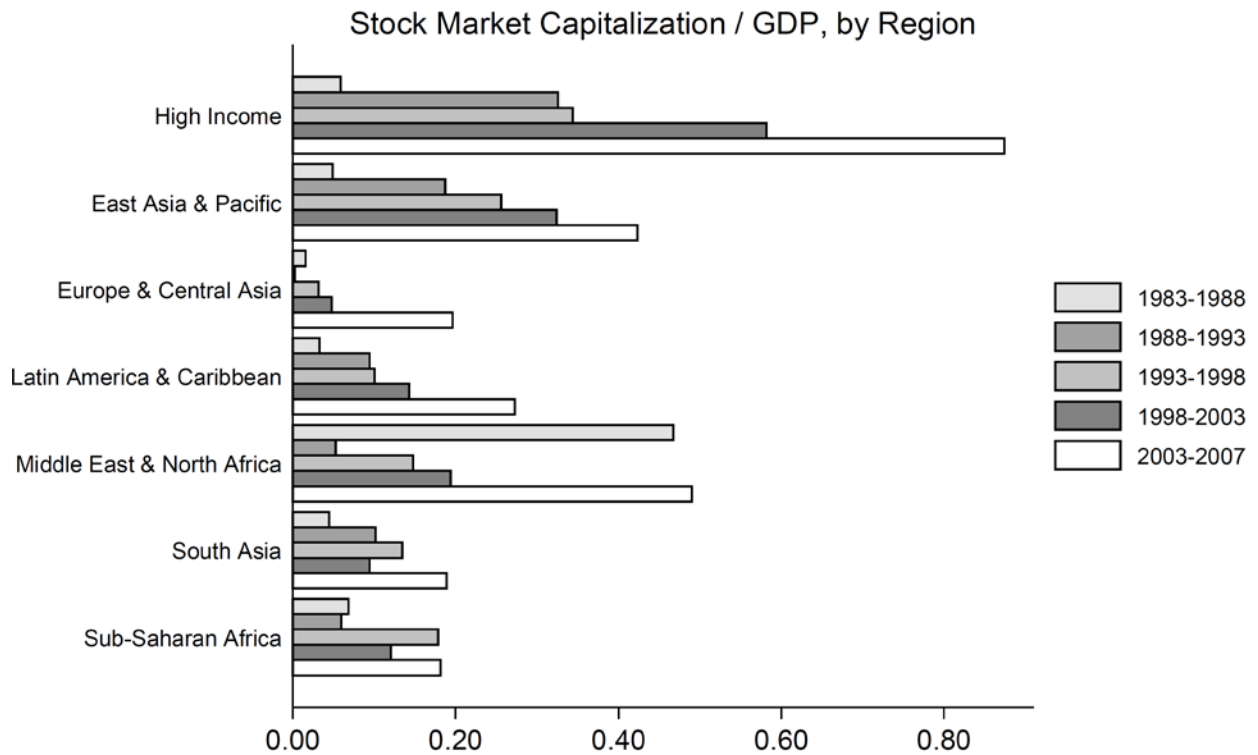


Abbildung 4 - Börsenkapitalisierung / BIP (Beck 2009:42)

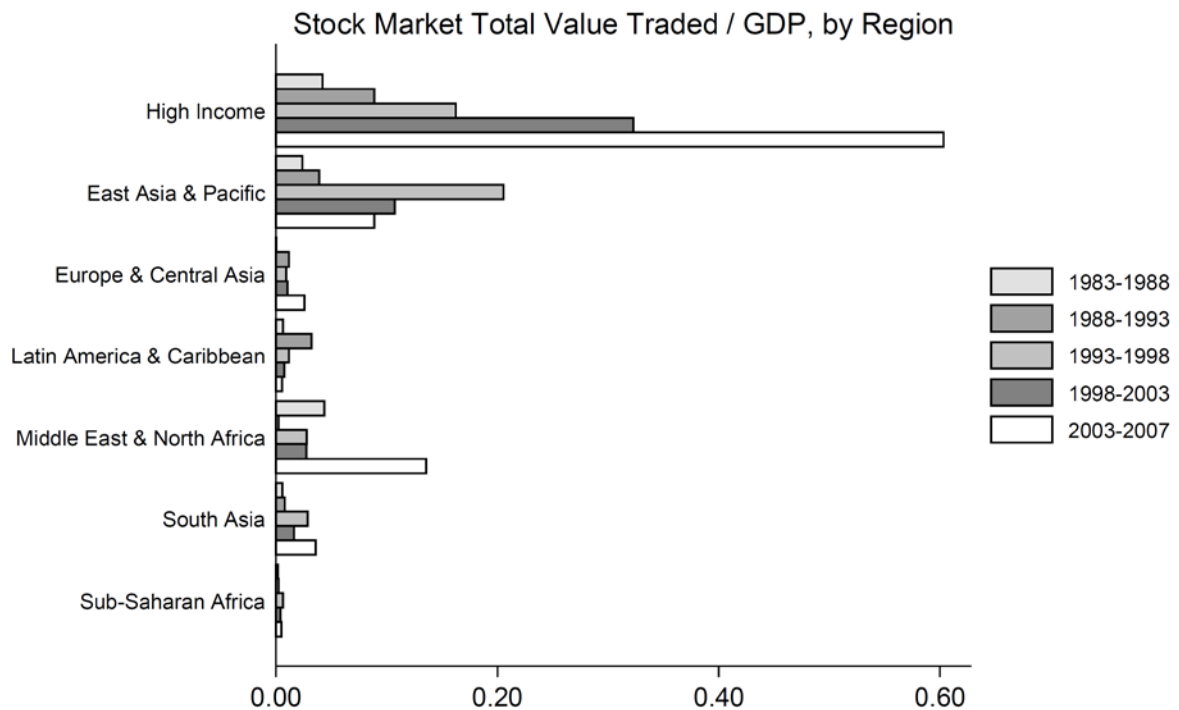


Abbildung 5- Gehandelte Volumina / GDP (Beck 2009:43)

8.3. Die Nettozinsmarge

(net interest margin) ist der Buchwert der Zinsgewinne einer Bank, dargestellt als Anteil an den gesamten Aktivgeschäften der Bank. Diese Kennzahl ist ein Indikator

für die Effizienz einer Bank und – aggregiert betrachtet – für die Effizienz des Bankensektors im Allgemeinen. Wir sehen, dass die Nettozinsmarge des Bankensektors in Industrieländern erwartungsgemäß wesentlich geringer ist als in Entwicklungsländern, was auf eine höhere Effizienz des Bankensektors in Industrieländern hinweist. (vgl. Beck 2007:8) Obwohl der Sprung zu den Schwellenländern deutlich größer ist als bei anderen Indikatoren, so lässt sich hinsichtlich der Effizienz von Banken grundsätzlich eine positive Korrelation mit dem BIP feststellen.

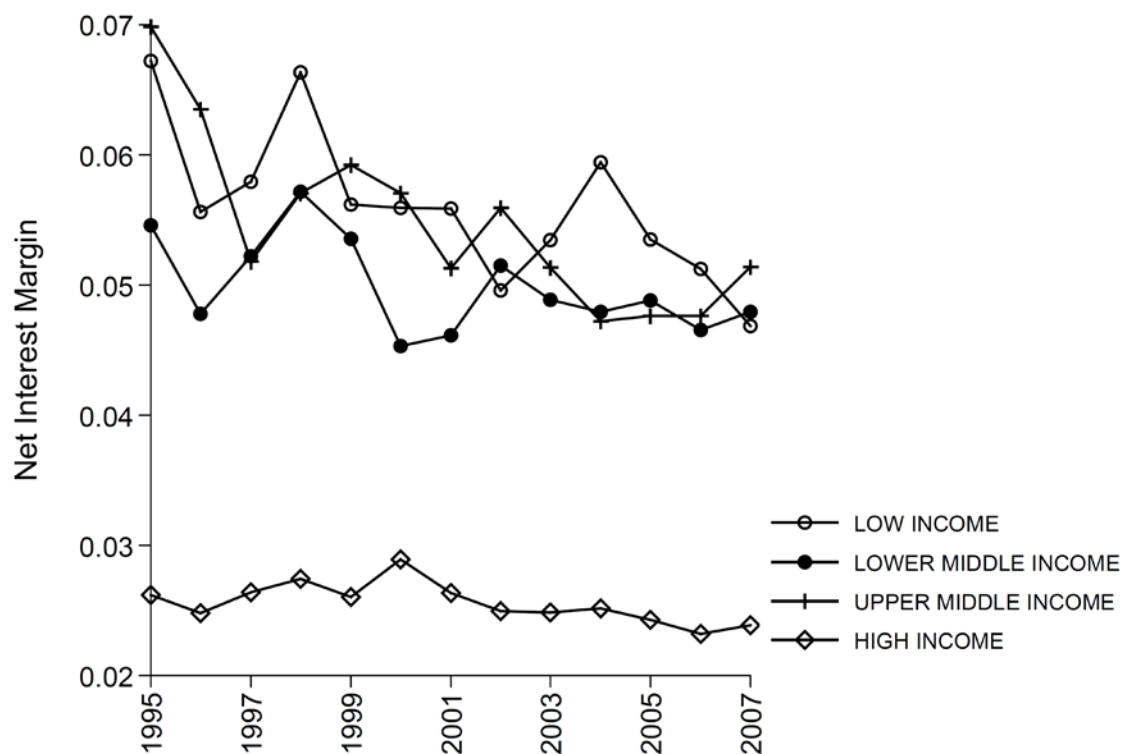


Abbildung 6 - Nettozinsmarge / Aktivgeschäfte (Beck 2009:28)

8.4. Kredite pro 1000 Einwohner

Letztlich sehen wir uns noch das Ausmaß der Verwendung der Bankdienstleistungen durch Akteure in den Ländergruppen an. Hierzu verwenden wir den Indikator „**Kredite pro 1000 Einwohner**“. Dieser findet sich nicht in Beck (2009), weshalb ich die Daten aus dem „Reaching-out Datenset“ für eigene Berechnungen heranziehe.

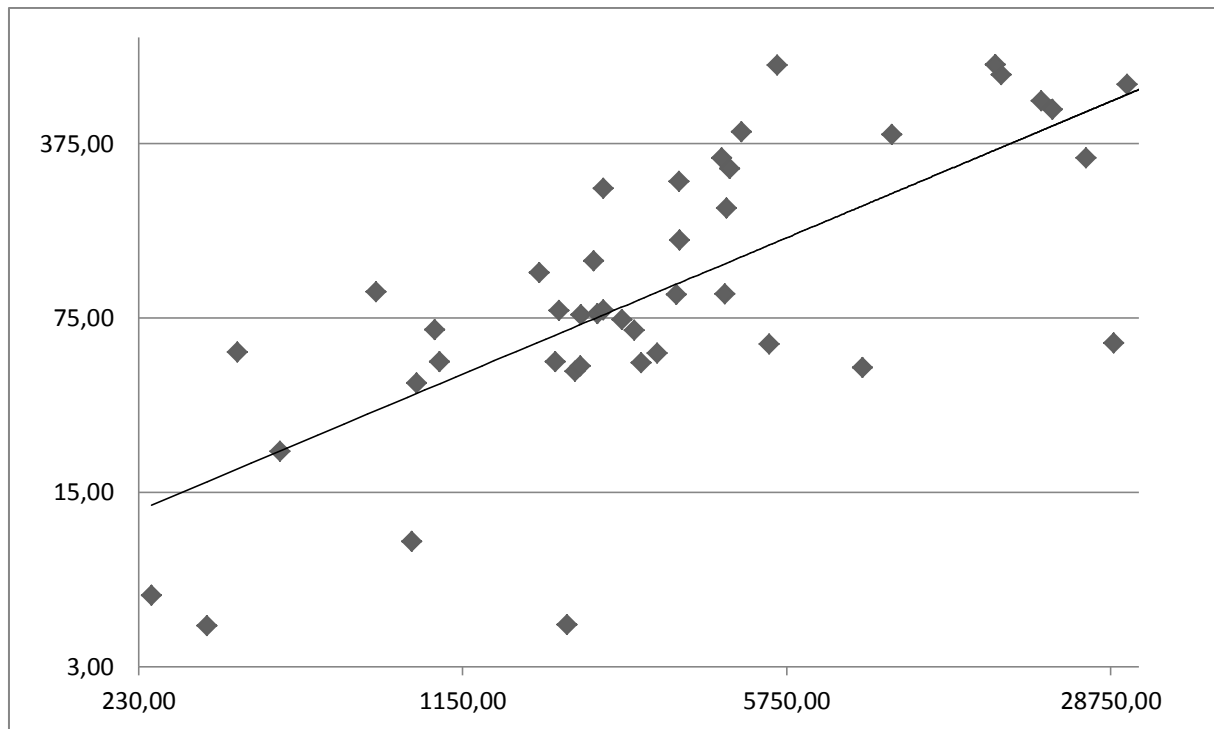


Abbildung 7 - Kredite pro 1000 EW / BIP (eigene Berechnungen)³

Klar erkennt man den Zusammenhang auch hier. Auch die Inanspruchnahme von Finanzdienstleistungen steigt mit höherem BIP. Leider liegen in der aktuellen Version des Reaching Out Datensets nur 44 Staaten vor, bei denen es entsprechende Datenpaare gibt, welche für obige Regression herangezogen wurden.

Nachdem wir nun in der Lage sind, nationale Finanzsysteme zu charakterisieren und Mittel und Wege gesehen haben, wie man den Entwicklungsgrad eines Finanzsystems bestimmen kann, so sehen wir uns nun an, wie man finanzielle Liberalisierung messen kann. Anders als bei der relativ klaren Bestimmung der finanziellen Entwicklung gibt es bei der Messung finanzieller Liberalisierung große methodologische Probleme, die bis dato noch nicht vollständig überwunden wurden.

9. DIE MESSUNG FINANZIELLER LIBERALISIERUNG

9.1. Grundsätzliches

³ Eigene Berechnungen basierend auf Beck (o.J.) Sample: 44 Staaten, Logarithmierte Achsen

Um die dieser Arbeit zugrunde liegende Forschungsfrage wissenschaftlich zu beantworten, wären theoretisch zwei Arten von Daten erforderlich. Zunächst benötigen wir Daten, die Aufschluss über das Wachstum und die Output- bzw. Konsumtionsvolatilität eines Landes geben. Diese Daten sind sehr leicht erhältlich und bezüglich ihrer Erhebung gibt es wenig Dissens.

Auf der anderen Seite benötigen wir Daten, die Aufschluss über den Grad der finanziellen Liberalisierung bzw. dem Grad der finanziellen Integration eines Staates geben. Wie misst man also finanzielle Integration?

Es sollte weiter oben klar geworden sein, dass es nicht das leichteste Unterfangen ist, „finanzielle Liberalisierung“ zu definieren, denn auch in der von mir angebotenen Definition ließen sich Lücken finden. Wenn es schon schwierig ist, „finanzielle Liberalisierung“ zu definieren, wie kann man das Ausmaß finanzieller Liberalisierung dann messen um sodann die Frage, ob sie Wachstum fördert bzw. die Volatilität verringert, zu beantworten?

Tatsächlich ist diese Frage zentral für meine Arbeit und es ist davon auszugehen, dass die unterschiedlichen Meinungen, die es zur Frage, ob „finanzielle Liberalisierung“ „gut oder schlecht“ sei, gibt, nicht unwesentlich darauf zurückzuführen sind, dass es keinen Konsens dahin gehend gibt, wie „finanzielle Liberalisierung“ gemessen werden soll. Diese Auffassung vertreten zumindest Chinn et al.(2007: 1):

„Debates in policy and academic circles about the effect of financial liberalization policies on economic performance and the costs and benefits of capital controls policies continue to swirl. One reason for the lack of consensus can be ascribed to the difficulty in properly measuring the extent of openness or restrictions in cross-border financial transactions“

Wie wird also das Ausmaß der finanziellen Liberalisierung eines Landes für Gewöhnlich gemessen? Wir unterscheiden im Folgenden drei Bereiche der Liberalisierung, wie schon im obigen definitorischen Teil: Die Kapitalbilanz („externe Liberalisierung“), den nationalen Finanzsektor und den Aktienmarkt („interne Liberalisierungen“).

9.2. Liberalisierung des nationalen Finanzsektors

Es ist sehr schwierig, Informationen bezüglich der Regulierungen des nationalen Finanzsektors zu erhalten. Es gibt keine Institution, die darüber systematische Informationen erhebt. Die in diesem Bereich tätigen Forscher stützen sich daher auf viele verschiedene Datenquellen. Kaminski et al.(2003:4) bringen das Beispiel von Williamson et al.(1998), das die Liberalisierung des nationalen Finanzsektors in fünf Dimensionen erfassen möchte:

- Restriktionen im Kreditmarkt
- Restriktionen im Zinsmarkt
- Nieder- und Zulassungsbeschränkungen am nationalen Bankensektor
- Sonstige Regulationen des nationalen Bankensektors
- Wichtigkeit staatlicher Banken im nationalen Bankenmarkt

Die meisten Forschenden entwickeln hierbei ihre eigenen Einteilungen und definieren damit immer neu, was die Liberalisierung des nationalen Finanzsektors meint. Hierbei entwickeln die Forscher auch ihre jeweils eigene Chronologie finanzieller Liberalisierung, wie zum Beispiel Demirguc-Kunt et al.(1999), die eine Chronologie finanzieller Liberalisierung seit 1980 für 53 Staaten entwickelten. Als Indikator finanzieller Liberalisierung des nationalen Finanzsektors diene dabei jedoch lediglich die Frage, ob die Festsetzung des Zinses marktmäßig erfolgt oder nicht. (Kaminski et al.2003:4) Auch die Autoren (ebd.) entwickelten ihre eigene Chronologie finanzieller Liberalisierung.

9.3. Liberalisierung der Aktien- und Anleihenmärkte

Als Teilmarkt des nationalen Finanzsektors gehört die Liberalisierung der Aktien und Anleihenmärkten natürlich zu Ersterem, jedoch werden sie für gewöhnlich gesondert behandelt.

Informationen über die Liberalisierung der nationalen Aktien- und Anleihenmärkte sind schwierig zu erhalten. Die sog. International Financial Cooperation (IFC) gibt derartige Informationen hinsichtlich von Entwicklungsländern. Dieser Index ist jedoch auch nur ein binärer, der, ähnlich dem AREAER-Index (bis 1995), nur zwei Regime kennt: Ein „liberalized“ und ein „restricted“ Regime. Diese Daten zeigen, ob es

Ausländern erlaubt ist, Aktien von Unternehmen zu kaufen, die an den nationalen Börsen gelistet sind und ob es möglich ist die Gewinne aus Kapitalzuwächsen oder Dividenden rückzuführen. Einige Studien, wie zum Beispiel Bekaert et al.(2000) konstruieren eigene Indizes aus anderen relevanten Informationen. (Kaminski et al.2003:4)

Es muss dringend darauf hingewiesen werden, dass all die zuletzt genannten Versuche finanzielle Liberalisierung zu messen De-Jure Indikatoren sind. Sie messen jeweils die staatlichen Restriktionen in diesem Bereich, verkennen aber die tatsächlich gelebte Realität. Diese würde ausschließlich durch De-Facto Indikatoren gewährleistet sein. Bei der weiteren Entwicklung solcher Indikatoren für den Bereich der nationalen Finanzsektoren und (auch wenn sie Teil davon sind) der nationalen Aktien- und Anleihenmärkte besteht weiterhin großer Forschungsbedarf.

9.4. Liberalisierung der Kapitalbilanz

Die Liberalisierung der Kapitalbilanz eines Staates meint die Öffnung eines Staates hinsichtlich ausländischer Zahlungsströme. Tatsächlich gibt die Liberalisierung der Kapitalbilanz Aufschluss über den Grad der internationalen Vernetzung einer Ökonomie und wird daher allgemein als ein wichtiger Indikator für den Grad der finanziellen Integration angesehen. (vgl. Prasad et al.2003: 12)

Hierbei stützen sich die überwiegende Zahl der Studien auf Daten, die periodisch vom IWF im Rahmen seines AREAER (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions) Berichtes veröffentlicht werden.

Vor 1995 wurde die finanzielle Offenheit der Kapitalbilanz eines Landes für ausländische Kapitalflüsse bloß durch eine einzige bool'sche Variable wiedergegeben wurde, nämlich durch einen Wert entweder Null oder Eins. So wurde bloß zwischen einem „no controls-Regime“ und „controls-Regime“ unterschieden.(vgl. Kaminski et al.2003:4) Erst seit 1995 wird eine umfangreichere Darstellung gewählt, wobei detaillierte Informationen über gesetzliche Restriktionen im Finanzbereich mit einfließen. (vgl. Schindler 2009: 224) Nun enthält der Bericht zumindest Informationen darüber, in welchen Bereichen Restriktionen bestehen. Hierzu liefert der Bericht Daten in elf verschiedenen Bereichen. So wird eine Unterscheidung zwischen den verschiedenen Bereichen der finanziellen Liberalisierung (siehe oben) bei der Forschung überhaupt erst möglich. Dennoch

enthält der Bericht nach wie vor keine Aussagen darüber, wie effizient die Kontrollen sind.

Viele Autoren kritisierten den IWF-Index als zu wenig informativ, da er, wie eben gesagt, nur zwischen einem offenen und einem geschlossenen Regime unterschied. Dies gab keinen Aufschluss über die Intensität der Kontrollen. Dennis Quinn beseitigte 1997 diesen Mangel der AREAER Daten, indem er auf sie aufbauend einen Index entwickelte, der zwischen vier Stufen der Offenheit unterschied, wobei 4 eine vollständig liberalisierte Kapitalbilanz meint. Dieser Index findet sehr häufig Verwendung in empirischen Studien, wenn diese den Grad der Offenheit der Kapitalbilanz messen wollen. (vgl. Bekaert 2004:6)

Aus diesen Daten werden in den meisten Studien Indizes konstruiert, welche den Grad der finanziellen Offenheit eines Landes darstellen sollen. Tatsächlich wird diese Form der Methodologie selten ihrem Anspruch gerecht, da die gesetzlichen und regulatorischen Vorschriften, denen der Markt unterliegt, nicht immer sein tatsächliches Gepräge widerspiegeln. Es muss daher zwischen *De-Jure* und *De-Facto* Indikatoren finanzieller Offenheit unterschieden werden:

9.4.1. De-Jure und De-Facto Messungen

Während *De-Jure Indikatoren* sich auf die Darstellung der staatlichen Restriktionen beschränken, also gewissermaßen die Regulierungen „auf dem Papier “ messen, so sollen *De-Facto Indikatoren* die tatsächlich stattfindenden und stattgefundenen Finanzflüsse erheben. Betrachtet man die Liberalisierung der Kapitalbilanz, so lässt sich leicht zeigen, wie wichtig die Unterscheidung zwischen De-Jure und De-Facto Messungen finanzieller Integration ist. (vgl. Kose et al.2006:13)

Während es in Industrieländern eine positive Korrelation zwischen De-Jure und De-Facto Indikatoren gibt (vgl. Prasad et al.2003:16), also finanzielle Offenheit „auf dem Papier“ auch tatsächliche finanzielle Offenheit bedeutet, so zeigt sich in Entwicklungsländern ein anderes Bild:

Einige lateinamerikanische Staaten weisen beispielsweise hinsichtlich der Kapitalbilanz *De-Jure* einen sehr geringen Grad an finanzieller Offenheit auf sind aber *De-Facto* sehr stark in das internationale Finanzsystem integriert. Man spricht in diesem Fall auch von „integration without capital account liberalization“ (vgl. ebd: 13)

Umgekehrt haben einige afrikanische Staaten praktisch keine finanziellen Restriktionen hinsichtlich der Kapitalbilanz, sind De-Jure gesehen also finanziell offen, jedoch finden in und aus diesen Ländern praktisch keine nennenswerten Finanzflüsse statt. Man spricht in diesem Fall von „liberalization without integration“. Aus Gründen der Vollständigkeit muss natürlich auch darauf verwiesen werden, dass es auch viele Staaten gibt, bei denen ein geringes Maß finanzieller Offenheit auch ein geringes Maß an tatsächlicher finanzieller Integration mit sich bringt. Die folgenden Grafiken zeigen die Entwicklung der finanziellen Integration zwischen 1970 und 2004 anhand einerseits De-Jure Daten und andererseits De-Facto Daten. Die De-Jure Daten stammen aus dem IWF Index „0-1 capital account restrictiveness classification“ wobei 1 eine vollständig offene Kapitalbilanz meint. Die De-Facto Daten stammen aus dem „External Wealth of Nations Mark II“ Datensatz von Lane und Feretti (2006) auf das im folgenden Punkt näher eingegangen wird.

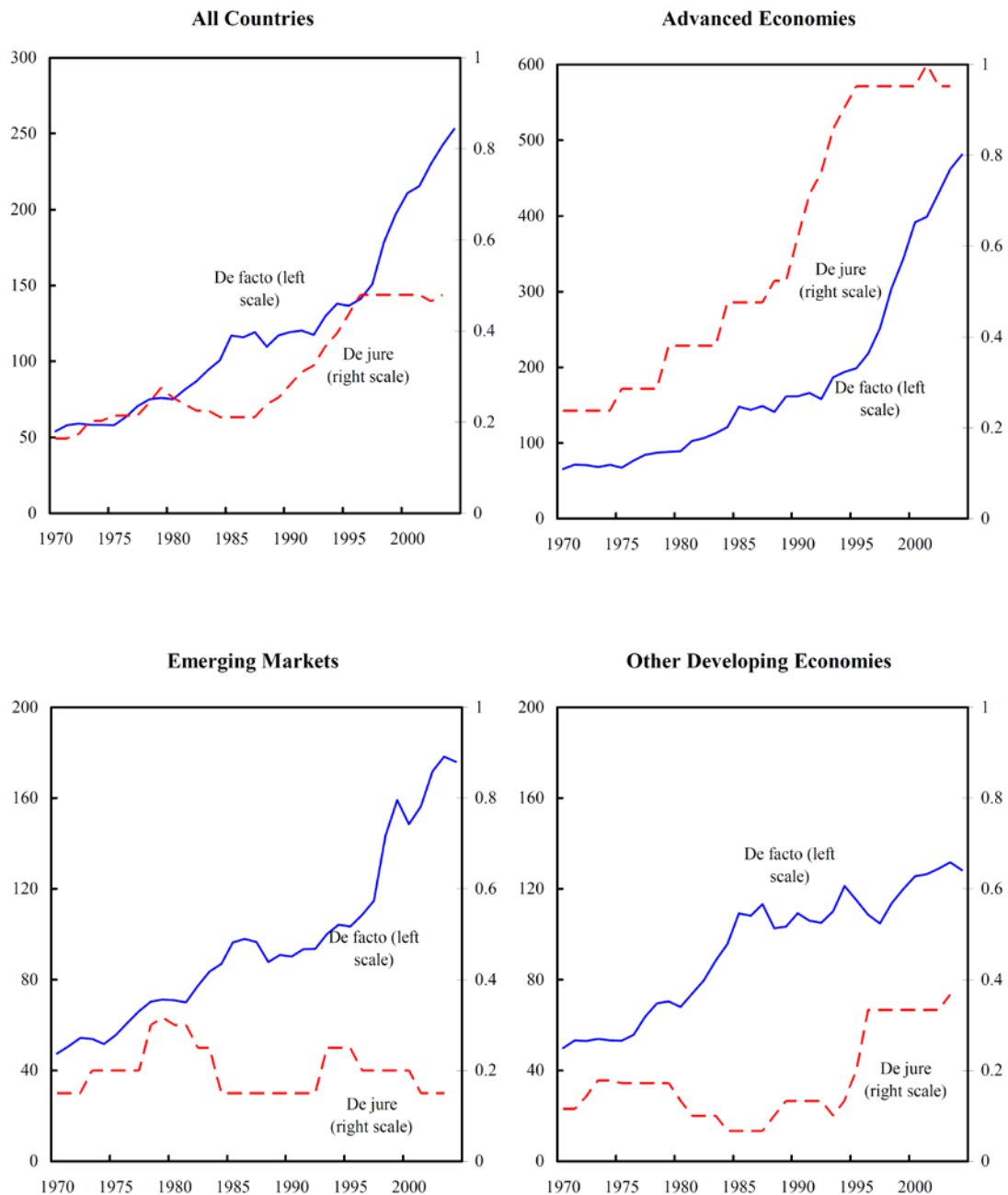


Abbildung 8 - De-Jure und De-Facto Messungen (Kose et al.2009: 56)

Es wird klar, was bereits gesagt wurde: Tatsächlich lässt sich nicht erkennen, dass Analysen, die auf De-Jure Indikatoren basieren, die Realität finanzieller Globalisierung korrekt beschreiben. Zwar zeigt sich in der Gruppe der Industrieländer eine Ähnlichkeit der beiden Graphen, jedoch ist in der Gruppe der Schwellenländer praktisch keine Korrelation feststellbar.

Wie schon angesprochen, stützen sich jedoch die meisten Studien zur Frage der finanziellen Öffnung der Kapitalbilanz eines Landes jedoch auf die im AREAER

veröffentlichten Daten, die allesamt De-Jure Indikatoren sind. Dabei gibt es jedoch drei große Probleme: (vgl. Kose et al.2006:12f)

- Das wichtigste Problem ist, dass diese Indikatoren aus den oben und zuvor genannten Gründen nicht das wahre Maß der Integration einer Volkswirtschaft in das internationale Finanzsystem zeigen.
- Zudem geben diese Indikatoren keine Auskunft über die Durchsetzung der Restriktionen bzw. die Effektivität dieser Durchsetzung. So kann sich auch die Durchsetzungskraft über die Zeit ändern, während die Regeln De-Jure dieselben bleiben. Drittens führen die Autoren an, dass die Daten nicht den Grad der Offenheit der Kapitalbilanz zeigen, da sie teilweise auf unterschiedlichen Restriktionen beruhen, die im Zusammenhang mit Devisengeschäften bestehen, welche Kapitalflüsse nicht zwangsläufig behindern.
- Drittens ist an den AREAER Daten problematisch, dass sie nicht alle Regulationen erfassen, welche theoretisch einen Einfluss auf das Finanzsystem haben können. So können regulatorische Politiken im Bereich des nationalen Bankensektors als Kapitalverkehrskontrollen fungieren obwohl sie im Rahmen des AREAER nicht erhoben werden.

Der Abschnitt sollte zeigen, dass die Unterscheidung zwischen De-Jure und De-Facto Messungen finanzieller Integration entscheidend für das Verständnis der Thematik und zur Beantwortung meiner Forschungsfrage ist. Während es jedoch sehr einfach ist, an De-Jure Daten zu kommen (AREAER-Bericht) so erleben wir bei der Erhebung von De-Facto Daten erhebliche Schwierigkeiten. Gerade diese Daten sind es jedoch, die für die Beantwortung der Forschungsfrage benötigt werden. Welche Möglichkeiten gibt es also zur Erhebung von De-Facto Daten finanzieller Liberalisierung?

9.4.2. De-Facto Indikatoren

9.4.2.2. Indikatoren basierend auf Preisdifferenzen

Den hierbei verwendeten Daten liegt ein einfacher Gedanke zugrunde: Mit zunehmendem Grad finanzieller Integration sollten sich die Preise für gewisse Finanzprodukte und Services international angleichen. In einem idealen und komplett

globalisierten Finanzmarkt sollten alle Akteure Zugang zu denselben Finanzprodukten zu gleichen Preisen haben. Die Preisunterschiede geben daher Auskunft über den Grad der finanziellen Integration einer Volkswirtschaft. Sind die Unterschiede groß, so liegt ein geringer Grad an finanzieller Integration vor und umgekehrt. (vgl. ebd:13)

Praktische Probleme ergeben sich vor allem dadurch, dass in die Preise eine Vielzahl von unterschiedlichen Informationen einfließen – vor allem auch Risikoprämien. Diese könnten in Entwicklungsländern empfindlich höher ausfallen als in Industrieländern. Zudem erlauben die oft wenig liquiden Finanzmärkte in Entwicklungsländern keine effiziente Ausnützung von Preisunterschieden (Arbitrage) In Summe also ist es schwierig Untersuchungen auf Basis von Indikatoren basierend auf Preisunterschieden zu operationalisieren. (vgl. ebd.)

9.4.2.3. Indikatoren basierend auf ausländischen Forderungen und Verbindlichkeiten

Einen wesentlichen Beitrag zur Bereitstellung eines solchen Datensets leisteten Lane und Milesi-Feretti mit dem „The external wealth of Nations Mark II“, wo sie Daten zu im Ausland gehaltenen Anlagen und Verbindlichkeiten von 145 Volkswirtschaften in der Zeit von 1970 bis (derzeit) 2007 bereitstellen. Die Autoren geben an, dass mittels ihrer Daten eine ganze Reihe von Forschungen durchgeführt werden können. Für die vorliegende Arbeit ist es wichtig, dass

„ (...) [Their, M.D.] estimates of foreign asset and liability positions can be usefully employed in empirically investigating a wide range of hypotheses about the impact of international financial integration on macroeconomic performance“ (Lane et al.2004: 22)

Die Daten werden laufend aktualisiert, sodass sich auch aktuelle Entwicklungen darin ablesen lassen können. Der Datensatz ist kostenlos über die Website von Phillip Lane (www.philiplane.org) zu beziehen. Er scheint einer der wichtigsten Beiträge der letzten Jahre zur Analyse der (De-Facto) Beziehungen im globalisierten Finanzsektor zu sein – die Autoren werden sehr häufig zitiert.

10. EMPIRISCHE ZUSAMMENHÄNGE ZWISCHEN WACHSTUM, VOLATILITÄT UND FINANZIELLER LIBERALISIERUNG

Vergleicht man die Entwicklung des nationalen Finanzsektors mit dem Wachstum einer Volkswirtschaft, so zeigt sich klar, dass im Sinne des BIP höher entwickelte Staaten ein höher entwickeltes Finanzsystem haben. Präziser formuliert kann man aus obigen Ausführungen folgende Aussagen ableiten:

- Staaten mit höherem BIP neigen eher dazu die Finanzmärkte zu liberalisieren
- Staaten mit höherem BIP haben höher entwickelte Finanzmärkte

Lässt sich daraus folgern, dass aus der Liberalisierung der Finanzmärkte ein beschleunigtes Wirtschaftswachstum folgt? Das geschulte Auge erkennt sofort: Nein - natürlich nicht! Wir haben es mit dem Problem der kausalen Verknüpfung zweier empirischer Beobachtungen zu tun.

Unzählige Studien setzen sich nun mit der Frage auseinander, ob finanzielle Liberalisierung zu erhöhtem Wachstum führt, ob sich also eine kausale Verknüpfung herstellen lässt. Leider, so muss vorweggenommen werden, zeigt sich auch durch die Analyse der Literatur zu diesem Thema kein einheitliches Bild. Vielmehr stehen sich die Ergebnisse oft diametral gegenüber, widersprechen sich teilweise und finden jedenfalls unterschiedliche Antworten auf die Frage.

Autoren, die das Entstehen von Wirtschaftskrisen untersuchen kommen oft zu dem Schluss, „that excessive booms and busts in financial markets are at the core of currency crises and that these large cycles are triggered by financial deregulation“ (Kaminski et al.2003:2) Andere Autoren wiederum finden empirische Belege dafür, dass finanzielle Liberalisierung gut ist, da es der Wirtschaft über verschiedene Kanäle – etwa über die Reduktion von Kapitalkosten – zu mehr Wachstum verhelfen kann. (vgl. ebd.)

Im folgenden Teil sollen nun vier ausgewählte Studien zu diesem Thema präsentiert werden, die sich explizit dem Zusammenhang von finanzieller Liberalisierung und ihrer Auswirkungen beschäftigen. Zunächst zwei Klassiker jener Fraktion, die finanzielle Liberalisierung als „gut“ erachten und entsprechende Effekte nachweisen können. Eine Studie konzentriert sich auf den Bereich „Wachstum“ die andere auf die

Reduktion makroökonomischer Volatilität. Danach zwei Studien, die neuere Strömungen in der Forschung repräsentieren. Hierbei wird versucht, die beiden zu beobachtenden Effekte finanzieller Liberalisierung, nämlich verbesserte wirtschaftliche Performanz auf der einen, und erhöhte Eintrittswahrscheinlichkeit von Krisen auf der anderen Seite miteinander in Einklang zu bringen.

10.1. Der Zusammenhang zwischen finanzieller Liberalisierung und Wachstum: Bekaert et al.(2001)

Eine Studie, die in der akademischen Debatte viel Beachtung erlangt hat, ist Bekaert et al.(2001). Die Studie ist insofern interessant, da sie die Erste ist, die systematisch den Zusammenhang zwischen der Liberalisierung des nationalen Aktien- und Anleihenmarktes und dem Wachstum analysiert. Es werden aggregierte Daten von 95 Staaten verwendet, darunter Industrie- und Entwicklungsländer. Während Daten zu Wachstum, Schulbesuch, Lebenserwartung, Inflation, Populationswachstum und Privatkredite/BIP für alle Staaten existieren herrschen bei den finanzmarktrelevanten Daten teils große Datenmängel.(vgl. Bekaert et al 2001:Appendix Table A1) Die Autoren gehen im Grunde vier Fragen nach:

10.1.1. Führt Liberalisierung zu höherem Wirtschaftswachstum?

Die Autoren beantworten die Frage eindeutig mit Ja. Sie finden statistisch signifikante Effekte einer Liberalisierung des nationalen Kapitalmarktes auf das Wachstum (vgl. ebd:3)

10.1.2. Wie führt Liberalisierung zu höherem Wirtschaftswachstum?

Obwohl es, wie die Autoren betonen, schwierig ist, aus aggregierten Daten genaue Aussagen darüber zu entnehmen, wie wachstumsgenerierende Effekte zustande kommen, so können sie dennoch einige Erkenntnisse beitragen. Hierbei betrachten sie die Auswirkungen von finanzieller Liberalisierung auf verschiedene Wachstumskomponenten: Investitionsvolumen, Konsumtionsvolumen, Größe des Staatssektors und auf das Handelsvolumen. Dies erlaubt Aussagen darüber, in welchen Bereichen die wachstumsgenerierenden Effekte zustande kommen. Den stärksten Einfluss hat die Liberalisierung auf das Investitionsvolumen. Anders jedoch beim Konsumtionsvolumen, das in den meisten Fällen nach der Liberalisierung gesunken ist. Während Auswirkungen auf die Größe des Staatssektors nicht

feststellbar sind, so zeigt sich bei der Auswirkung auf die Handelsbilanz, dass diese nach der Liberalisierung negativer wurde. (vgl. ebd:22f)

Dies ist ein interessanter Punkt, da mehrere Autoren behaupteten, dass die Krisen in Südostasien sowie in Mexiko dadurch ausgelöst wurden, dass große Zahlungsbilanzdefizite angehäuft wurden, das Kapital jedoch in Form eines „Konsum und Investitionsgelages“ (consumption and investment binge) (vgl. ebd.) unproduktiv verbraucht wurde. Dadurch wuchs der Druck auf ihre Währungen, was die Krisen auslöste. (vgl. ebd)

Der wichtigste Kanal, wodurch finanzielle Liberalisierung das Wachstum förderte, war also klar die Erhöhung des Investitionsvolumens. Dies kann wiederum zwei Ursachen haben: Einerseits können durch die Liberalisierung bessere Investitionsmöglichkeiten entstehen oder andererseits könnten die Finanzierungskosten durch günstigeres Kapital gesunken sein. Da durch finanzielle Liberalisierung die Aufnahme von Kapital erleichtert wird, forderten viele Autoren Kapitalverkehrskontrollen, um diesem Problem zu begegnen. Bekaert et al.(2001) können jedoch zeigen, dass in all ihren Samples Liberalisierung *nicht* mit einer Erhöhung der Konsumtion einhergeht, was obige Hypothese widerlegt. (vgl. ebd 23)

10.1.3. Warum kommt es zwischen Staaten zu unterschiedlichen Liberalisierungseffekten?

Die Untersuchungen zeigen einen wachstumsgenerierenden Liberalisierungseffekt. Was die Generierung der Vorteile von finanzieller Liberalisierung betrifft, gibt es jedoch erhebliche Unterschiede zwischen Staaten. Es ist daher interessant zu überprüfen, warum dies der Fall ist und welche Veränderungsprozesse stattfinden müssen, um die positiven Effekte zu erzeugen. Rodrik (1999) untersucht etwa die Auswirkungen von Handelsliberalisierungen auf das Wirtschaftswachstum und zeigt, dass es nicht für alle Wirtschaftsräume sinnvoll sein muss, ihr Handelsregime zu liberalisieren. Genauso verhält es sich auch mit finanzieller Liberalisierung. Die positiven Effekte werden nicht automatisch erzeugt, sondern benötigen gewisse Vorbedingungen, etwa im institutionellen Bereich. (vgl. ebd. 29f)

Die Autoren kontrollieren also auf nationale Spezifika und bringen interessante Fakten ans Tageslicht. Betrachtet werden etwa: welche Effekte die Existenz einer

Schulpflicht, die Größe des Staatssektors, das Rechtssystem sowie die Präsenz demokratischer Institutionen auf die wachstumsgenerierenden Effekte finanzieller Liberalisierung haben. Zum Beispiel zeigen die Autoren, dass Staaten mit einer größeren Zahl an Kindern in der Sekundarstufe vermehrt von einer finanziellen Liberalisierung profitieren (vgl. ebd). Natürlich erhöhen die besser ausgebildeten Humanressourcen die Investitionsanreize im betreffenden Land.

Die Größe des Staatssektors spielt hingegen zwar eine Rolle, aber lange keine so Bedeutende wie die Zahl der Kinder in der Sekundarstufe. (vgl. ebd)

Bedeutsam ist jedoch die Regierungsform: In demokratischeren Systemen kann ein deutlich größerer (positiver) Effekt finanzieller Liberalisierung nachgewiesen werden. (vgl. ebd:30) Dies verwundert nicht, da autoritäre Regime gemeinhin weniger attraktiv für Investoren sind, als demokratische.

Zuletzt zeigen die Autoren den Einfluss des Rechtssystems auf die wachstumsgenerierenden Effekte finanzieller Liberalisierung: Es zeigt sich, dass Staaten mit angelsächsischem (induktivem) Rechtssystem einen wesentlich größeren positiven Liberalisierungseffekt generieren können, als jene mit französischem (deduktivem) Rechtssystem. Auch dies kann über Investitionsanreize erklärt werden: Gemäß La Porta et al.(1998) genießen Investoren in „Case-Law Staaten“ (also Staaten mit angelsächsischem Rechtssystem) den größeren Rechtsschutz, was natürlich die Anreize zur Investition erhöht. Die Ergebnisse in Bekaert et al.(2001) sind mit jenen von La Porta et al.(1998) also konsistent. (vgl. ebd. 31)

Schließlich weisen die Autoren darauf hin, dass es sinnvoll wäre, die Rolle von Kapitalflüssen direkt zu untersuchen, da „one might enact financial liberalizations but if no capital flows in, there is unlikely to be much benefit in terms of lower costs of capital“ (ebd. 31) Ohne die terminologische Unterscheidung von De-Jure und De-Facto Liberalisierung zu verwenden, die wir bereits eingeführt haben, weisen die Autoren auf diesen wichtigen Punkt hin. Den Autoren ist die Problematik also durchaus bewusst. Sie konstruieren sodann einen Index um De-Facto Kapitalflüsse (im Equity Bereich) zu evaluieren: Die Autoren haben Daten zu ausländischen Werten, die von US-Einwohnern gehalten werden. Diese werden – sofern Daten vorhanden – für das jeweilige Land als Anteil am BIP angegeben. Für die USA selbst

wird der Teil der US-Aktien betrachtet, die von Ausländern gehalten werden. Diese Variable heißt „foreign holdings“-Variable und kann – aufgrund mangelnder Daten – von den Autoren nur für 1997 berechnet werden. (vgl. ebd. 31)

10.1.4. *Schlussfolgerungen*

Die Autoren betonen, dass sich ihre Studie in einen Forschungskanon einreicht, der die Auswirkungen *politischer Entscheidungen* auf das Wirtschaftswachstum untersucht. Als Maßstab für die Liberalisierung des nationalen Kapitalmarktes dient einzig und allein ein binärer De-Jure Index. Es handelt sich um den IFC-Index (International Financial Corporation) handeln, der weiter oben schon erwähnt wurde. Auch dieser unterscheidet – ähnlich dem IWF-Index zur Offenheit der Kapitalbilanz – bloß binär zwischen zwei Regimen: ein „liberalized“ und einem „restricted“ Regime. Aus Sicht der heutigen Forschung und die zunehmend erkannte Notwendigkeit der Verwendung von De-Facto Indizes lässt sich das methodologische Vorgehen der Autoren infrage stellen. Noch deutlicher wird dies, betrachtet man die Tatsache, dass durch eine De-Jure Liberalisierung nicht notwendigerweise eine De-Facto Liberalisierung eintritt. Es gibt genügend Beispiele dafür. Dies gilt auch umgekehrt, wie oben gezeigt wurde. Wie soll man die Auswirkungen einer politischen Entscheidung auf diverse Bereiche prüfen, wenn sie keine Auswirkungen hat? Dies ist ein Kernproblem empirischer Untersuchungen zur Auswirkung finanzieller Liberalisierung.

Die Studie liefert jedoch wertvolle Einsichten in einen anderen Bereich. Die positiven Effekte auf das Wachstum durch finanzielle Liberalisierung können von den Autoren gerade dort nachgewiesen werden, wo gewisse institutionelle Rahmenbedingungen gegeben sind. Die Autoren prüfen: Schulbesuch in der Sekundarstufe, Regierungsform und Rechtssystem. Dort wo Investitionsanreize geschaffen werden bzw. gegeben sind bemerken wir positive wachstumsgenerierende Effekte einer finanziellen Liberalisierung. Der Einfluss, den die e-jure Liberalisierung im Vergleich zu den institutionellen Vorbedingungen auf die Investitionsattraktivität eines Standortes hat muss wohl als eher gering eingestuft werden. Dies gilt vor allem vor dem Hintergrund, dass es auch Beispiele für Staaten gibt, die hohe Finanzzuflüsse ohne entsprechende Liberalisierung genießen.

Die Autoren können keinen Zusammenhang zwischen dem wachstumsgenerierenden Effekt und der besseren bzw. günstigeren Verfügbarkeit von Kapital durch Liberalisierung zeigen. Vielmehr tritt der Effekt dort auf, wo die institutionellen Rahmenbedingungen bereits existieren. Vieles deutet also darauf hin, dass finanzielle Liberalisierung alleine *nicht* zu mehr Wachstum führt. Wenn jedoch diese Rahmenbedingungen gegeben sind, kann sie positive Effekte zeitigen, bzw. die positiven Effekte, die durch die veränderten Rahmenbedingungen entstehen verbessern.

Eine in diesem Zusammenhang diskutierte Frage ist, ob finanzielle Liberalisierung institutionelle Reformen beschleunigt. Damit setzt sich – unter anderem – die im Folgenden beschriebene Studie von Kaminski et al.(2003) auseinander. Die größte Schwäche des Papers ist jedoch, dass die Autoren zur Bestimmung der finanziellen Liberalisierung nur einen Index zur Verfügung haben, nämlich den oben angesprochenen. Ein Blick auf die Datenbasis der Autoren verrät zudem, dass gerade bei finanzmarktrelevanten Daten teilweise Mängel bestehen.

Es wird durchaus zwischen Industrie- und Entwicklungsländern unterschieden, und immer wieder auf Spezifika für die zweite Gruppe hingewiesen, jedoch erscheint die Differenzierung zwischen unterschiedlichen Ländergruppen verbesserungswürdig.. Dass so ein *durchschnittlich* positiver Liberalisierungseffekt nachgewiesen werden kann verwundert in Grunde nicht weiter.

10.1. Der Zusammenhang zwischen finanzieller Liberalisierung und makroökonomischer Volatilität: Bekaert et al.(2004)

Die Studie von Bekaert et al.(2004) untersucht nun die Auswirkungen der Liberalisierung des Aktien- und Anleihenmarktes sowie der Kapitalbilanz auf die Volatilität des realen Konsumtionswachstums. Die Reduktion der makroökonomischen Volatilität war, wie oben gezeigt, ebenfalls ein Versprechen der Theorie. Die Autoren können zeigen, dass, so wie theoretisch vorhergesagt, finanzielle Liberalisierung in oben genannten Bereichen mit einer verringerten Volatilität einhergeht. Während die Ergebnisse vor allem für Industriestaaten besonders stark sind, so zeigen sich die genannten Effekte auch für Entwicklungsländer, wenn auch in geringerem Ausmaß. Hier kommt es zu einer etwas breiteren Differenzierung zwischen Industrie- und Entwicklungsländern.

Genauso wie bei der Frage, inwieweit finanzielle Liberalisierung zu erhöhtem Wachstum beiträgt, so gibt es auch auf die Frage ob sie zu einer Reduktion der makroökonomischen Volatilität einer Volkswirtschaft führt keine eindeutige Antwort.

10.1.1. *Methodologie*

Die Autoren stoßen bei ihrem Forschungsvorhaben zunächst auf verschiedene Schwierigkeiten. Zunächst gilt es natürlich, das Ausmaß der finanziellen Liberalisierung zu messen. Ebenso wie praktisch alle anderen empirischen Studien zu diesem Thema, verlassen sich die Autoren hierbei rein auf De-Jure Indizes. Konkret geben sie an, auf die gleichen Daten zurückzugreifen wie in einer früheren Studie, nämlich in Bekaert (2000). Für den Bereich der Liberalisierung der Aktien- und Anleihenmärkte handelt es sich um Daten aus dem IFC-Bericht, der tatsächlich wohl die einzige Quelle für diesbezügliche Daten darstellt, wie schon weiter oben erwähnt. Für zusätzliche Informationen greifen die Autoren auch auf die Chronologie finanzieller Liberalisierung in Bekaert (2001) bzw. in Bekaert (2004) zurück.

Für den Bereich der Liberalisierung der Kapitalbilanz greifen die Autoren auf die De-Jure Daten des AREAER-Berichtes des IWF zurück. Zumindest verwenden die Autoren die Verbesserungen, die – wie bereits beschrieben – durch Quinn (1997) vorgenommen wurden. So kann zumindest das Ausmaß der Liberalisierung quantifiziert werden und ein Staat ist nicht *entweder* „offen“ *oder* „geschlossen.“

Ein zweites Problem ist ein Identifikationsproblem: Was ist es, das den Rückgang der Volatilität tatsächlich bewirkt? Kann also eine kausale Verknüpfung zwischen der finanziellen Liberalisierung und dem Volatilitätsrückgang hergestellt werden, oder sind es vielmehr andere, länderspezifische Gründe, die diesen Rückgang mit sich bringen? Vielleicht ist es jedoch auch ein dritter, noch im Dunkel liegender Faktor, der dazu führt, *dass* sich Staaten dazu entschließen Teile ihres Finanzsystems zu liberalisieren *und der gleichzeitig* zu geringerer Konsumtionsvolatilität führt. Oder wird, wie die Autoren selbst anführen, die Liberalisierung *gerade dann* in Angriff genommen, wenn mit einem Rückgang der Volatilität zu rechnen ist? Oder ist die Liberalisierung mit einem ganzen Bündel an makroökonomischen Reformen zusammengefallen, sodass im Nachhinein nicht beurteilt werden kann, *was genau* nun die beobachteten Effekte bewirkte? (vgl. Bekaert 2004:2) Wie in der empirischen Forschung üblich, antworten die Autoren auf diese Frage mit

Kontrollvariablen. Die Autoren verwenden hierbei typische Variablen, die im Zusammenhang mit dem Thema „Wachstum“ verwendet werden, darunter etwa: allgemeine ökonomische Entwicklung des Staates, Größe des Staatssektors, Existenz staatlicher sozialer Sicherungssysteme, Staatskonsum/BIP, Zahl der Kinder der Sekundarstufe, Bevölkerungswachstum und Lebenserwartung.

Die Lösung des grundsätzlichen Endogenitätsproblems ist jedoch sehr schwierig, vor allem wenn man den Blick auf die Frage der Volatilität richtet. Die Autoren greifen hierbei auf eine Methode zurück, die sie selbst entwickelten, nämlich auf eine exogene sowie zeitvariante Messmethode für Wachstumspotenziale (exogenous, time varying measure of growth opportunities) Dadurch, dass durch diesen Ansatz Wachstum rückblickend vorausgesagt werden kann, sollten diese Variablen auch Einfluss auf die Entscheidung einer Regierung haben, ob sie sich für finanzielle Liberalisierung einsetzt oder nicht. Da es sich bei finanzieller Liberalisierung um politische Entscheidungen handelt, möchten die Autoren auch politische Faktoren nicht außer Acht lassen. So kontrollieren sie ihre Ergebnisse auch auf politische Variablen (etwa: Qualität der politischen Institutionen, Korruption, politisches Risiko, Konfliktpotenziale, ethnische Spannungen, etc.)

Wie gesagt liegt die Vermutung nahe, dass sich Staaten gerade dann für finanzielle Liberalisierung entscheiden, wenn sie die Qualität der Institutionen (also des Finanzsektors) als ausreichend einstufen, um exogene Schocks widerstehen zu können. Daher kontrollieren die Autoren ihre Ergebnisse zudem auf den Entwicklungsgrad des nationalen Finanzsektors und greifen dabei auf eine Messmethode zurück, die bereits weiter oben dargestellt wurde, nämlich auf Privatkredite/BIP. Zudem verwenden sie eine Kontrollvariable, die in Zusammenhang mit dem nationalen Sozialsystem steht. Der Entwicklungsgrad des Finanzsystems hat in ihren Untersuchungen jedoch keinen Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit einer finanziellen Liberalisierung.

Es zeigt sich kein Effekt der „Wachstumspotenziale“-Variable. Vielmehr korreliert sie sogar negativ der Wahrscheinlichkeit finanzieller Liberalisierung. Dies bedeutet, dass Regierungen also die Einführung finanzieller Liberalisierung offenbar nicht derart planen, wie es rationale Überlegungen nahelegen würden. (vgl. Bekaert et al.2004:17) Es könnte sein, dass Regierungen sich gerade *dann* für finanzielle

Liberalisierung entscheiden, wenn trübe Wachstumsaussichten gegeben sind, in der Hoffnung dass so weitere Wachstumspotenziale freigesetzt werden. (vgl. ebd)

Wenn es darum geht, finanzielle Liberalisierung vorherzusagen, erweist sich die Einschulungsrate in der Sekundarstufe als bestes Mittel. Tatsächlich dürften sich sehr viele Determinanten von „Entwicklung“ in dieser Variable widerspiegeln. Interessanterweise wurde schon im Bereich des Zusammenhangs zwischen finanzieller Liberalisierung und Wachstum der wichtige Einfluss der Zahl der Kinder in der Sekundarstufe betont, wenn es darum ging, die Frage zu beantworten, wie die positiven Effekte finanzieller Liberalisierung auf das Wachstum generiert werden können. (vgl. ebd)

10.1.2. Ergebnisse

Die Autoren finden über alle Samples hinweg positive Auswirkungen einer Liberalisierung des Aktien- und Anleihenmarktes bzw. der Kapitalbilanz auf die Volatilität im Konsumtionswachstum (vgl. ebd:27). Signifikant sind diese Effekte vor allem für Industrieländer, wo es durch die Liberalisierung der o.g. Bereiche zu einem starken Rückgang der Volatilität im Konsumtionswachstum gekommen ist. Weniger stark, jedoch dennoch bemerkenswert sind die Ergebnisse für Entwicklungsländer: In dieser Ländergruppe zeigt sich, dass die finanzielle Liberalisierung im o.g. Sinne keinen Einfluss auf die Konsumtionsvolatilität hat. Dies ist insofern bemerkenswert, da häufig von einer gesteigerten Volatilität durch finanzielle Liberalisierung gesprochen wird – vor allem im Bereich von Entwicklungsländern. Kaminski et al.(2003) sowie Ranciere et al (2006) werden zeigen, dass es, zumindest kurzfristig, zu gesteigerter Volatilität in Folge finanzieller Liberalisierung kommt. Bekaert et al.(2004) kommen hierbei offenbar zu anderen Ergebnissen. (vgl. Bekaert 2004:15)

10.1.3. Politische und institutionelle Faktoren

Es ist bereits deutlich geworden, dass die Qualität des Finanzsystems, aber auch der sonstigen politischen Institutionen entscheiden für wirtschaftliche Prosperität sind. Zudem erwiesen sich solche Faktoren als entscheidend, wenn es darum ging zu erklären, wie ein Staat die positiven Effekte einer Liberalisierung generieren kann, ohne dabei die negativen Effekte „erleiden“ zu müssen. Wir sprachen oben jedoch mehrheitlich von positiven Wachstumseffekten. Wie sieht es mit der Volatilität aus?

Auch hier zeigen sich größte Einflüsse politischer und institutioneller Faktoren. Die Variable „Qualität der politischen Institutionen“ korreliert negativ mit der Volatilität des Konsumtionswachstums. Bessere politische Institutionen führen also zu geringerer Volatilität im Konsumtionszuwachs. Merkwürdigerweise korreliert in den Ergebnissen von Bekaert et al.(2004) die Variable, die Aufschluss über Konflikte gibt, jedoch positiv mit der Volatilität. Dies würde bedeuten, dass weniger Konflikte zu stärkerer Volatilität führen. (vgl. ebd:20) Dieser Effekt tritt jedoch nicht in allen Samples in signifikanter Weise auf.

10.1.4. Die Entstehung von Krisen

Die Kritiker finanzieller Liberalisierung argumentieren häufig, dass diese die Eintrittswahrscheinlichkeit einer Krise erhöht. (vgl. hierbei etwa Stieglitz 2000, Stieglitz 2004, Plihon et al.2001, Plihon 2003, Plihon et al.2007 sowie Eichengreen et al.1998) Natürlich lässt sich eine Krise wiederum als ein Grenzfall übersteigter Volatilität lesen (Prasad et al.2003). Tatsächlich lassen sich aus den bisher präsentierten Ergebnissen der Studie von Bekaert et al.(2004) nicht ableiten, dass dies nicht der Fall ist. Auch wenn die Volatilität unverändert bleibt (wie im Falle vieler Entwicklungsländer), kann es sein, dass finanzielle Liberalisierung zu stärkeren Schocks führt, jedoch im selben Maße die institutionelle Entwicklung fördert, sodass diese Schocks, etwa durch die oben beschriebene internationale Risikoteilung, besser abgefangen werden können. Bekaert et al.(2004) versuchen, auch ihre Ergebnisse auf diese Fragen zu kontrollieren und behaupten, dass ihre Ergebnisse hinsichtlich dieses Einwandes robust bleiben.

10.1.5. Schlussfolgerungen

Die Autoren konnten mit ihrer Studie zeigen, dass es in keinem einzigen Fall zu einer Erhöhung der Volatilität des Konsumtionswachstums durch die Liberalisierung des Aktien- und Anleihenmarktes oder der Kapitalbilanz gekommen ist. Vielmehr reduzierte sich die Volatilität in vielen Fällen in Folge einer finanziellen Liberalisierung. Während die Autoren vorwiegend von einer Liberalisierung des Aktien- und Anleihenmarktes sprechen, so inkludieren sie ebenfalls die Liberalisierung der Kapitalbilanz und erfassen diese über den IWF-Index bzw. über jenen, den Quinn (1997) vorgeschlagen hat. Interessanterweise finden die Autoren oft unterschiedliche Ergebnisse mit dem IWF bzw. dem Quinn-Index. Die

Liberalisierung der Kapitalbilanz, gemessen mit dem IWF-Index, hat jedenfalls keinen positiven Effekt auf die Volatilität des Konsumtionswachstums. Unter Verwendung des Quinn Indexes wird der Effekt stark negativ. Je nach Messmethode führt die Liberalisierung der Kapitalbilanz also entweder zu verringerter Volatilität oder sie hat keinen Effekt. Die Autoren finden die besten Ergebnisse für Staaten, die ihre Aktien und Anleihenmärkte *dann* liberalisieren, wenn ihre Kapitalbilanz schon liberalisiert ist: „The maximum decrease in consumption growth volatility is found for countries that liberalize their equity markets at a time when their capital account is relatively open.“ (Bekaert 2004:27f) Diese Politikempfehlung widerspricht übrigens eins zu eins jener, die Kaminski et al.(2003:20) geben werden, nämlich dass v.a. Entwicklungsländer ihre Kapitalbilanz als Letztes liberalisieren sollten. Dort entnehmen wir: “But one exception exists; crashes seem to be larger in emerging markets if the capital account opens up first. This might provide some mild support to the usual claim that the capital account should be opened last.” (Kaminski et al.2003:20)

Es muss zudem noch einmal auf die methodologischen Probleme hingewiesen werden, mit denen die Autoren zu kämpfen hatten. Ist die Entscheidung für finanzielle Liberalisierung eine rein zufällige, oder ist sie selbst abhängig von nationalen Faktoren? Entscheidet sich eine Regierung für die Liberalisierung, so passiert dies meist im Zuge makroökonomische Reformen bzw. Reformen des Finanzsystems. Die Autoren versuchen dieser Problematik mit geschätzten fünfzig Kontrollvariablen zu begegnen, um die statistischen Effekte finanzieller Liberalisierung zu isolieren. Was die verwendeten Kontrollverfahren betrifft, so bleiben die Ergebnisse stimmig. Ob auf alle potenziellen Einflüsse kontrolliert wurde – ob dies überhaupt möglich ist – muss eine andere Frage bleiben.

10.2. Erster Versuch einer Synthese: Kaminski et al.(2003)

Betrachten wir nun eine weitere Studie, die den Zusammenhang zwischen finanzieller Liberalisierung und dem Wachstum untersucht. Es handelt sich um die Studie von Kaminski und Schmukler (2003) mit dem eingängigen Titel „Short run pain, long run gain“.

Die Autoren sprechen zunächst darüber, dass sie die widersprüchlichen Ergebnisse, die empirische Studien liefern, darauf zurückführen, dass immer nur entweder die langfristigen Effekte oder die kurzfristigen Effekte der Liberalisierung untersucht

werden oder die Liberalisierung nur eines Bereiches des Finanzsystems (Kapitalbilanz oder Aktien/Anleihenmarkt oder nationaler Finanzsektor). Niemals wurde eine kurz- und eine langfristige Perspektive auf breiter Basis untersucht. Insofern wollen die Autoren finanzielle Liberalisierung als Prozess betrachten und seine kurz- und langfristigen Bedeutungen untersuchen. Zweitens wird der Zusammenhang zwischen finanzieller Liberalisierung und Wirtschaftskrisen untersucht, um drittens den Zusammenhang zwischen der Stabilität von Finanzsystemen und der Liberalisierung zu untersuchen.

Zudem wurde in bisherigen Studien auf die Intensität der Kontrollen und Restriktionen kein Bedacht genommen. Es wurden praktisch immer nur binäre Indikatoren verwendet. Ein Staat bzw. seine Kapitalbilanz oder sein Aktien- und Anleihenmarkt waren immer nur entweder liberalisiert oder nicht. Sieht man finanzielle Liberalisierung als Prozess, so werden auch Inkonsistenzen im zeitlichen Verlauf sichtbar. So zeigt sich, dass die Intensitäten der Restriktionen einem zeitlichen Wandel unterworfen sind. Finanzielle Liberalisierung ist also keine Einbahnstraße.

Die Autoren untersuchen zudem nicht nur die Auswirkungen *einer* Form von finanzieller Liberalisierung (wie z.B. Bekaert et al.(2001) nur den Aktienmarkt untersucht) sondern richten ihr Augenmerk auf die Liberalisierung der Kapitalbilanz, den nationalen Finanzsektor und den Aktienmarkt, also alle drei Bereiche finanzieller Liberalisierung. Als Ländersamples kommen Industrieländer als auch Entwicklungsländer vor und die Autoren nehmen auch entsprechende Differenzierungen vor. Die Studie ist also umfassender als die zuerst beschriebene.

Aufgrund der Fokussierung der obigen Studien *auf einen Bereich* finanzieller Liberalisierung müssen zwangsläufig verzerrte Bilder entstehen, da Restriktionen bzw. Liberalisierungen in einem Bereich auch Auswirkungen auf das Verhalten der Marktteilnehmer in anderen Bereichen haben. Dies ist ein sehr wichtiger Punkt:

Anders als es ein binärer Indikator vermuten lässt, vollzieht sich die finanzielle Liberalisierung eines Staates nicht „in one round“ (ebd.:6) Vielmehr neigen Regierungen dazu, Regulationen Schritt für Schritt abzubauen, sofern sie sich für finanzielle Liberalisierung entscheiden. Hierbei spielt das oben angesprochene Problem der Interaktionen zwischen Teilmärkten eine große Rolle. So begannen,

gemäß den Autoren (ebd.), in den 1970ern viele Staaten zunächst damit die nationale Zinsbildung zu liberalisieren. Das Wegfallen dieser Restriktionen auf den Zins beeinflusst jedoch nicht nur den Kredit- und Einlagenbereich, sondern auch internationale Kapitalflüsse. Liegt der Zins für Bankeinlagen, durch staatliche Bestimmungen, über seinem Gleichgewichtsniveau, so sinkt dieser infolge des Wegfallens der Kontrollen. Dadurch werden Anleger vermehrt am Aktien- und Anleihenmarkt aktiv werden, wodurch auch dieser beeinflusst wird. (vgl. ebd: 6)

Zudem widmen sich die Autoren der Frage, ob finanzielle Liberalisierung die Volatilität erhöht bzw. wie so oft angenommen⁴, zu spekulativen Blasen führt. Sie konstruieren dafür einen eigenen Algorithmus, mit dem starke Auf- und Abwärtstrends in Aktienmärkten analysiert werden können. So können sie Dauer und Intensität einer solchen Phase bestimmt werden. Dies kann in der Folge mit der Liberalisierung verglichen werden. So kann gezeigt werden, ob diese zu stärkerer Volatilität auf Märkten führt, also die Dauer und Intensität von den eben erwähnten Auf- und Abwärtsphasen verstärkt, oder nicht. Dadurch widmen sich die Autoren auch unserer zweiten Frage, nämlich, ob es durch finanzielle Liberalisierung zu verringerter Volatilität der wirtschaftlichen Entwicklung kommt.

Zuletzt wird noch die Frage behandelt, der bereits einiges an Raum zugemessen wurde: Wie ist das Verhältnis von institutioneller Entwicklung und finanzieller Liberalisierung? Werden durch die Liberalisierung Kräfte freigesetzt, die die institutionelle Entwicklung von Staaten begünstigen, was in weiterer Folge, wie wir in Bekaert et al.(2001) gesehen haben dazu führt, dass die positiven Effekte der finanziellen Globalisierung tatsächlich eintreten? Die Autoren Kaminski et al.(2003) stellen also den Anspruch einer relativ umfassenderen Analyse des Prozesses finanzieller Liberalisierung.

10.2.1. Methodologie

Um ihrem umfassenden Anspruch gerecht zu werden, entwickelten die Autoren eine neue „Chronologie finanzieller Liberalisierung“ und gehen dabei von einer Datenbank mit 28 Staaten für den Zeitraum von 1973 – 1999 aus. Die Autoren verlassen sich

⁴ In der neueren Debatte wird tendenziell nicht davon ausgegangen, dass Finanzmärkte ideal sind. Vielmehr kommt es durch Marktunvollkommenheiten im Aktienmarkt zu spekulativen Blasen und zu prozyklischen Tendenzen. (vgl. Kaminski et al.2003:3)

nicht bloß, so wie der Großteil aller Studien zu diesem Thema, auf den Bericht des IWF, sondern betrachten multiple Datenquellen: Die Daten zur finanziellen Liberalisierung stammen aus dem IWF-Bericht, der IFC Publikation „Emerging Markets Database“, der OECD Publikation „Economic Surveys“, verschiedenen Studien der „Economist Intelligence Unit“, der Weltbank, Jahresberichten von Zentralbanken sowie andere wirtschaftswissenschaftliche Papers, die bereits Chronologien finanzieller Liberalisierung aufgestellt haben. Die Staaten werden dabei in vier Gruppen unterteilt:

- G7 – Staaten
- Asiatische Region
- Europäische Staaten
- Lateinamerikanische Staaten

Die genaue Angabe welche Staaten betrachtet werden wird an dieser Stelle nicht angeführt. Diese kann bei Interesse dem Paper direkt (vgl. ebd.: 6) entnommen werden. Wichtig ist, dass die Autoren die obige Differenzierung vornehmen. Die Auswahl der Staaten erfolgte pseudozufällig aufgrund der Verfügbarkeit entsprechender Daten für die Staaten.

Oben sahen wir, dass die Autoren harsche Kritik an vorangegangenen Studien vor allem deshalb üben, da zum einen viele Feinheiten bei der Messung finanzieller Liberalisierung nicht berücksichtigt wurden und zum anderen nicht zwischen den verschiedenen Bereichen finanzieller Liberalisierung unterschieden wurde. Wie begegnen Kaminski et al.(2003) also dieser Problematik?

Sie konstruieren zunächst separate Indizes für die verschiedenen Bereiche finanzieller Liberalisierung:

Für die Kapitalbilanz betrachten die Autoren: Etwaige Regulationen für nationale Finanzinstitutionen (orig. financial institutions), die als Kreditnehmer von ausländischen Kreditgebern auftreten, Regulationen für nationale Nicht-Banken (orig. non-financial institutions) die Kredite bei ausländischen Kreditgebern aufnehmen, als für Nichtbanken, die Devisenmärkte (orig. multiple exchange rate markets) sowie Kontrollen auf Kapitalabflüsse. (vgl. Kaminski et al.2003:6)

Für die Liberalisierung des nationalen Finanzsystems analysieren die Autoren Regulationen des Einlagezinses, des Kreditzinses, die Allokation von Krediten und Einlagen in Fremdwährungen. Für die Liberalisierung des Aktien- und Anleihenmarktes betrachten die Autoren die Entwicklung der nationalen Regulationen im Bereich von Aktien- und Anleihekäufen durch Ausländer, die Möglichkeit der Rückführung von Kapital sowie von Zinsgewinnen oder Gewinnen aus Dividenden.

Da die Autoren zunächst frühere Studien aufgrund ihrer wenig differenzierenden Betrachtungsweise finanzieller Liberalisierung kritisiert haben, so unterscheiden sie nun zwischen drei Stufen finanzieller Liberalisierung: „fully liberalized“ „partially liberalized,“ und „repressed.“ und wenden diese jeweils auf die oben angeführten drei Bereiche des Finanzsektors an. Ein Staat ist „fully liberalized“, wenn mindestens zwei Sektoren „fully liberalized“ sind und der dritte „partially liberalized“. Ein Staat ist „partially liberalized“ wenn es zumindest zwei Sektoren sind. Die Autoren „believe that these criteria characterize well the degrees of financial liberalization“ (ebd. 7) Folgende Abbildung zeigt nun die Liberalisierungsentwicklung von 1973 für Industrie- und Entwicklungsländer in allen drei Sektoren. Wir sehen, dass es den Autoren gelingt, ein graduelles Bild finanzieller Liberalisierung zu bieten. Positiv ist nicht nur, dass von der binären Betrachtungsweise abgegangen wurde, sondern vor allem auch die Differenzierung nach Bereichen. In Tabelle 1 (in ebd: 29) kann man die Chronologie finanzieller Liberalisierung betrachten. Die Autoren geben für alle Bereiche und Länder an, wann jeweils die Liberalisierung erfolgte. Wir kennen die Abbildung schon aus einem früheren Punkt dieser Arbeit, jedoch kann sie nun auch im Lichte des methodologischen Vorgehens der Autoren interpretiert werden.

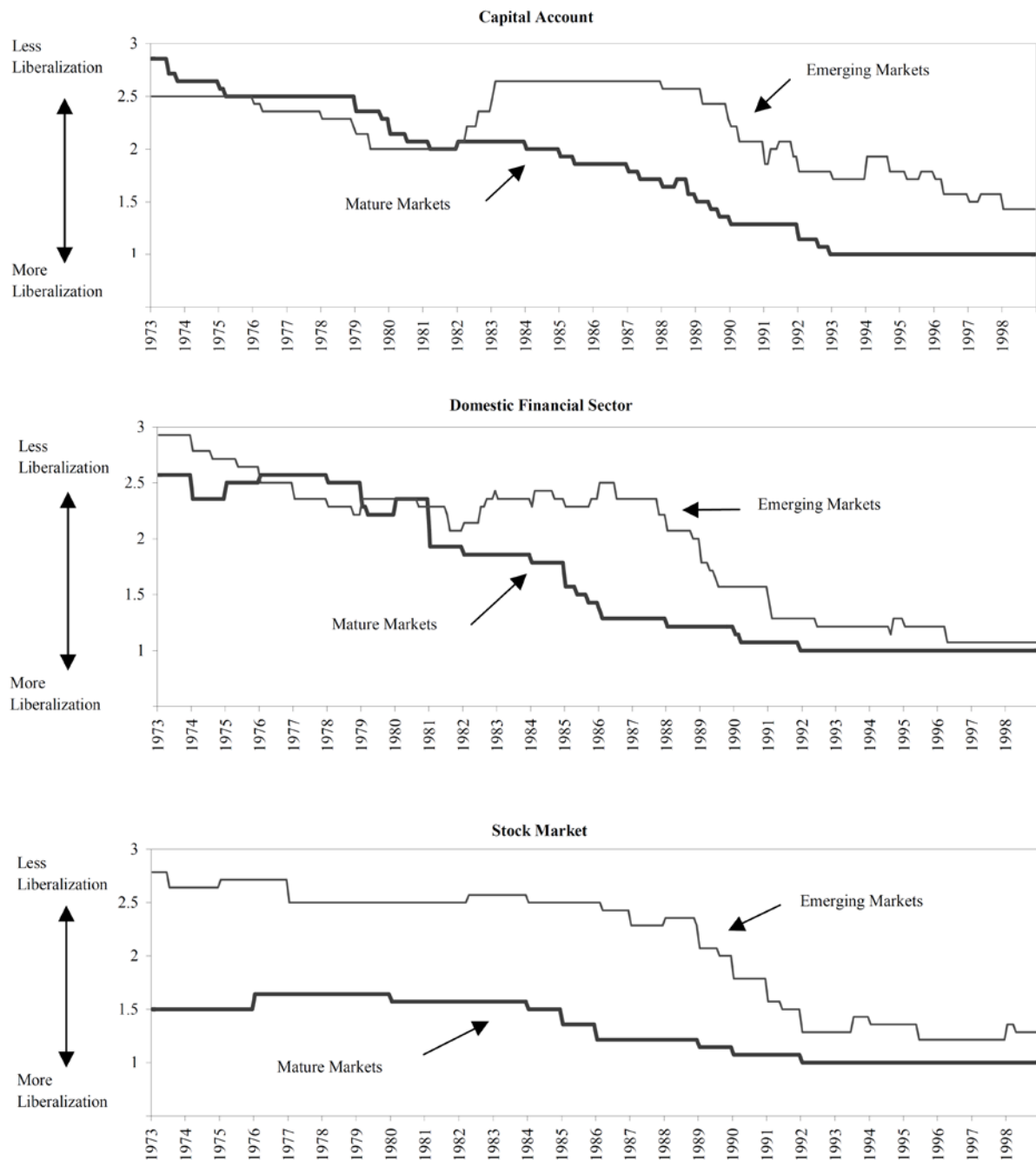


Abbildung 9 - Indizes zur finanziellen Liberalisierung nach Sektoren (Kaminski et al.2003:Figure 2)

Neben der Interpretation als Maß finanzieller Liberalisierung in historischer Perspektive zeigt die Abbildung deutlich, dass finanzielle Liberalisierung ein komplexer Prozess ist, der auch teilweise rückläufig verlaufen kann. Dies ist ein sehr wichtiger Punkt.

10.2.2. Analyse von Finanzzyklen

Wie bereits angesprochen wollen die Autoren vor allem prüfen, wie Finanzmärkte kurz-, mittel- und langfristig auf finanzielle Liberalisierung reagieren. Dies scheint vor

dem Hintergrund der vorliegenden Studien ein Novum zu sein und erlaubt uns Rückschlüsse auf die Auswirkungen der Deregulierung im zeitlichen Verlauf und insbesondere darauf, ob Deregulierung zu volatileren Aktien- und Anleihepreisen führt oder nicht. Die Autoren analysieren daher die zyklische Entwicklung von Wirtschaftsräumen und messen hierbei die Dauer von Phasen wirtschaftlichen Auf- bzw. Abschwungs.

Insbesondere stellt dieser Versuch den Anspruch, das Argument, finanzielle Liberalisierung würde prozyklische Effekte und Herdenverhalten multilateraler Investoren begünstigen, empirisch zu untersuchen. Dieses Argument ist eines der wichtigsten, das seitens der Kritiker finanzieller Liberalisierung bemüht wird. (vgl. etwa Stieglitz 2000, Stieglitz 2004, Plihon et al.2001 sowie Plihon 2003 und Plihon et al.2007 aber auch Eichengreen et al.1998) Ist dieses Argument korrekt, so sollten die Amplituden der Zyklen, also ihre Stärke, durch finanzielle Liberalisierung zunehmen.

Die Autoren versuchen also einen Zusammenhang zwischen dem Eintreten von De-Jure finanzieller Liberalisierung und der kurz- und langfristigen Fluktuation von Aktienpreisen herzustellen. „In particular, we will be able to have a reading on whether financial liberalization has magnified the boom-bust cycles in financial markets” (Kaminski et al.2003:11) Hierzu untersuchen die Autoren, wie gesagt, die Dauer und Stärke von Finanzzyklen während Zeiten finanzieller Repression und Zeiten finanzieller Liberalisierung. Glücklicherweise werden die Analysen separat für die unterschiedlichen Ländergruppen durchgeführt, was Rückschlüsse auf die unterschiedlichen Auswirkungen finanzieller Liberalisierung in Industrie- sowie in Entwicklungsländern zulässt. Die Wahl der Zeitfenster, also die Definition von „kurz- und langfristig“ ist gewissermaßen zufällig, jedoch verhalten sich die Ergebnisse auch bei einer Änderung des zeitlichen Horizontes konsistent. Die von den Autoren gewählten Definitionen sind: Kurzfristig bedeutet bis vier Jahre nach der Liberalisierung, während darüber hinausgehende Zeitspannen als langfristig bezeichnet werden. Natürlich dürfen in diesem Zeitraum keine Änderung der Liberalisierungspolitiken vorgenommen werden.

Die Ergebnisse der Autoren lassen vermuten, dass die durch finanzielle Liberalisierung auftretenden Effekte tatsächlich einem zeitlichen Verlauf unterliegen. Es zeigt sich klar, dass die seitens der Kritiker prognostizierten Effekte tatsächlich in den ersten beiden Jahren auftreten. Die Amplituden der Zyklen, die zeitlich auf die

finanzielle Liberalisierung folgen, sind wesentlich stärker, als jene im Vergleichszeitraum ohne finanzielle Liberalisierung. Dies gilt sowohl für Phasen wirtschaftlichen Auf- wie Abschwungs. Interessanterweise – und dies ist wohl das folgenreichste Ergebnis der Studie von Kaminski et al.(2003) – reduziert sich die Stärke der Zyklen „in the long run“, das heißt nach fünf Jahren finanzieller Liberalisierung. Dennoch unterscheiden sich die Ergebnisse fundamental für Entwicklungsländer und Industrieländer. Die Zunahme der Stärke von Zyklen in der Folge finanzieller Liberalisierung ist wesentlich stärker für die Gruppe der Entwicklungsländer, als für Industrieländer. Dennoch gilt oben Gesagtes auch für Entwicklungsländer: Langfristig führt finanzielle Liberalisierung zu einer verflachten und stetigeren wirtschaftlichen Entwicklung.

Jedoch hat die Studie mit grundlegenden methodologischen Problemen zu kämpfen: Wenn behauptet wird, dass finanzielle Liberalisierung das Verhalten von Aktien- und Anleihepreisen verändert, so muss darauf Bedacht genommen werden, dass auch andere Faktoren einen Einfluss auf diese Variablen haben können. So reagieren Aktien- und Anleihepreise natürlich auf Auf- und Abschwünge in der nationalen Wirtschaft und reflektieren ebenso auch die weltweit wirtschaftliche Entwicklung. Es wäre fahrlässig anzunehmen, dass rein die finanzielle Repression oder finanzielle Liberalisierung Auswirkungen auf die Aktien- und Anleihepreise hat. Ein klassisches „Omitted Variable Bias“. Zudem scheint die Einführung finanzieller Liberalisierung durch Politiker nicht zufällig zu sein, sondern spiegelt vielmehr eine Reaktion auf das gesamtwirtschaftliche Umfeld wieder. Dies wurde bereits weiter oben klar, als davon die Rede war, dass sich finanzielle Liberalisierung – insbesondere in Entwicklungsländern – in zwei Phasen einteilen lässt: die Phase vor und die Phase nach der Schuldenkrise in den frühen 1980ern. Wenn also Staaten auf wirtschaftlich schlechte Zeiten dadurch reagieren, finanzielle Restriktionen einzuführen und sie in guten Zeiten abbauen, so kann nicht gefolgert werden, dass rein die Politiken finanzieller Liberalisierung bzw. Restriktion die Auf- und Abschwungphasen der Wirtschaftsräume auslösen (Kaminski et al.2003:16). Natürlich versuchen die Autoren diesem Problem zu begegnen, indem sie auf nationale und weltweite Spezifika der wirtschaftlichen Entwicklung kontrollieren, um diese in ihrer Regression auszuklammern. Diese sind: Veränderungen im weltweiten Zins, weltweites Wachstum und nationales Wachstum während der Phasen wirtschaftlichen Auf- oder Abschwungs (vgl. ebd. 17)

Entscheidend ist: Auch wenn die oben genannten Faktoren in die Rechnung miteinbezogen werden zeigen sich immer noch sichtbare Effekte finanzieller Liberalisierung, wie sie oben beschrieben wurden. Insbesondere die Unterschiede zwischen Entwicklungsländern und Industrieländern bleiben signifikant: Interessanterweise werden Phasen wirtschaftlichen Aufschwungs in beiden Ländergruppen durch finanzielle Liberalisierung verstärkt, während Abschwungphasen, vor allem in Entwicklungsländern durch finanzielle Liberalisierung verstärkt werden. Die Befürchtungen der Kritiker finanzieller Liberalisierung konnten also zumindest für die ersten vier Jahre nach ihrer Einführung bestätigt werden. Die positiven Effekte, zum Beispiel die breitere Verfügbarkeit von Kapital in Folge finanzieller Liberalisierung spiegelt sich insbesondere in Industrienationen wieder. Dort kann sich nachgewiesen werden, dass größere Boom-Phasen zu stärkeren wirtschaftlichen Einbrüchen danach führen. Langfristig jedoch zeigen die Ergebnisse der Autoren ein anderes Bild: Sowohl in Industrie- als auch in Entwicklungsländern scheint finanzielle Liberalisierung langfristig zu stabileren wirtschaftlichen Verhältnissen zu führen. (vgl. ebd 18)

Zudem ist ein wesentlicher Beitrag der Untersuchung von Kaminski et al.(2003), dass die Autoren die Auswirkungen der Liberalisierung unterschiedlicher Bereiche des Finanzsystems untersuchen. Viele andere Studien lassen eine derart differenzierte Betrachtungsweise vermissen. Die Ergebnisse der Autoren in diesem Bereich zeigen jedoch, dass die Reihenfolge der Liberalisierung der drei genannten Sektoren keine große Rolle spielt. Dennoch zeigt sich in Entwicklungsländern, dass dort wirtschaftliche Einbrüche in Folge einer Liberalisierung der Kapitalbilanz stärker ausfallen als in der Vergleichsgruppe der Industrienationen. Dadurch kann die Politikempfehlung abgeleitet werden, dass Entwicklungsländer die Kapitalbilanz erst zuletzt liberalisieren sollen. (vgl. ebd. 20)

Die Effekte finanzieller Liberalisierung sind also nicht über alle Ländersamples gleich und es zeigen sich gravierende Unterschiede. Diese Unterschiede zeigten auch schon die Autoren der oben beschriebenen Studie Bekaert et al.2001. Auch die Autoren dieser Studie fragten sich, wie es zu diesen Unterschieden kommen kann. Diese Frage stellen nun auch Kaminski et al. und versuchen sie im Lichte der Ergebnisse ihrer Studie zu beantworten.

10.2.3. *Finanzielle Liberalisierung und institutionelle Reformen*

Was, so die Frage der Autoren (vgl. Kaminski et al. 20), ist die entscheidende Zutat für langfristig stabilere Finanzmärkte:

„Is it just financial liberalization? Or, does liberalization trigger some other changes that in turn deliver more stable financial markets in the long run? Can we explain the differences in the aftermath of financial liberalization in mature and emerging markets? And, is it possible to avoid the short-run pain following liberalization?“ (ebd. 20)

Wie auch Bekaert et al.(2001) schon diskutiert, ist also bei Kaminski et al.(2003) die Frage der Institutionen eine sehr zentrale. Inwieweit sind stabile Institutionen Vorbedingung dafür, dass die positiven Effekte finanzieller Liberalisierung generiert werden können, die negativen jedoch zu vermeiden? Aber auch: Inwieweit befördert finanzielle Liberalisierung die Stabilisierung und Verbesserung von nationalen Institutionen?

Um diese Fragen zu beantworten, greifen die Autoren auf Daten über die Qualität nationaler Institutionen und über Gesetze, die das ordentliche Funktionieren des Finanzsystems sicherstellen sollen (etwa gegen Insiderhandel). Sie vergleichen sodann die Zeitpunkte finanzieller Liberalisierung und jene des Auftretens institutioneller Reformen.

Für Entwicklungsländer zeigt sich klar, dass institutionelle Reformen selten der finanziellen Liberalisierung vorausgehen. Vielmehr sind Erstere eine Folge Letzterer. (vgl. ebd. 22) In Industrienationen hingegen zeigt sich, dass institutionelle Reformen mehrheitlich vor der Liberalisierung des Finanzsektors in Angriff genommen wurden. Dennoch zeigt sich, dass auch hier finanzielle Liberalisierung derartige Reformen begünstigt. Die „Henne-Ei-Frage“, die bei Bekaert et al.(2001) noch unbeantwortet blieb, nämlich ob finanzielle Liberalisierung zu institutionellen Reformen führt oder vielmehr eine umgekehrte Kausalität herrscht, kann also durch die Studie von Kaminski et al.2003 beantwortet werden. Wenn es stimmt, dass institutionelle Faktoren eine Bedingung für die Generierung positiver Effekte aus finanzieller Liberalisierung sind, aber finanzielle Liberalisierung gleichermaßen diese Reformen beschleunigt, so kann argumentiert werden, dass finanzielle Liberalisierung einen pro-zyklischen Effekt in Gang setzt, der die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes langfristig verbessert. Um jedoch den kurzfristigen Gefahren, die finanzielle

Liberalisierung mit sich bringt, zu begegnen, ist es entscheidend, schon *vor* der Liberalisierung ein zumindest hinreichend starkes institutionelles Framework zu haben. Die Frage, *wann* politische Entscheidungsträger die Reform des Finanzsektors in Angriff nehmen sollten, bleibt jedoch ungelöst. Diese Entscheidung hat jeweils auf Basis einer individuellen Evaluation der jeweiligen Situation des Landes und seiner zukünftigen Ziele zu erfolgen.

10.2.4. Schlussfolgerungen

Zusammengefasst stellt die Studie von Kaminski et al. 2003 ein Novum bei der Analyse finanzieller Entwicklung dar und liefert in vielen Bereichen interessante Einsichten. Zunächst betreffen diese den Prozess finanzieller Liberalisierung im Allgemeinen. Im Lichte der von den Autoren aufgestellten Chronologie finanzieller Liberalisierung zeigen sich auch Bruchlinien und rückläufige Entwicklungen. Finanzielle Liberalisierung als Einbahnstraße zu sehen, widerspricht also der Realität. Finanzielle Liberalisierung erscheint uns vielmehr als ein komplexer Prozess, der Aufhebung und Lockerung aber auch der (Wieder-)Verschärfung von Regeln in unterschiedlichen Bereichen des nationalen Finanzsystems als Reaktion auf das gesamtwirtschaftliche Umfeld eines Wirtschaftsraumes. Die differenzierte Betrachtungsweise der Autoren zeigt zudem, dass dieser Prozess in Entwicklungsländern und Industrieländern unterschiedlich verläuft. Dies zeigt sich insbesondere, analysiert man die zeitliche Abfolge der Liberalisierung der unterschiedlichen Bereiche des Finanzsystems.

Interessant ist ebenfalls die Analyse der Auf- und Abschwungphasen wirtschaftlicher Entwicklung mit oder ohne finanzielle Liberalisierung. Die unterschiedlichen Ergebnisse für Industrie- und Entwicklungsländer sind im Lichte der vorliegenden Arbeit besonders interessant.

Zuletzt liefern die Autoren noch wesentliche Einsichten in das Verhältnis finanzieller Liberalisierung und institutioneller Reformen.

10.3. Zweiter Versuch einer Synthese: Ranciere et al. (2006)

Schließlich möchte ich noch eine vierte Studie vorstellen, die insofern interessant ist, als sie versucht die beiden Meinungen in der Literatur im Rahmen einer Synthese zu vereinigen. Es handelt sich um die Studie von Ranciere et al. (2006) mit dem Titel:

„Decomposing the effects of financial liberalization: Crises vs. Growth“. Auch sie untersucht die Effekte finanzieller Liberalisierung auf Wachstum und Volatilität.

Die Autoren führen also zunächst an, dass es bezüglich finanzieller Liberalisierung zwei konkurrierende Standpunkte gibt. Die eine Seite, die die wachstumsgenerierenden Effekte finanzieller Liberalisierung betont, wobei die andere Seite sich auf die krisenhaften Entwicklungen (zunehmende makroökonomische Volatilität, Zunahme von Krisen) fokussiert, die finanzielle Liberalisierung mit sich bringen kann.

Die Autoren Ranciere et al.(2006) versuchen nun, diese beiden Strömungen zu vereinigen, indem sie weder die wachstumsgenerierenden Effekte, noch die „Kriseneffekte“ finanzieller Liberalisierung leugnen, sondern grundsätzlich annehmen, dass finanzielle Liberalisierung sowohl zu besseren Wachstumsmöglichkeiten, als auch zu Instabilität und Krisen führt. Dies erinnert an den Beitrag von Kaminski et al.(2003), jedoch treten die Effekte hier nicht seriell, sondern vielmehr parallel auf.

Hierzu sollen die Effekte finanzieller Liberalisierung in zwei Kanäle separiert werden: einen direkten „Wachstums-Kanal“ und einen „Fragilitäts-Kanal“ (Ranciere et al.2006:Pkt.2). Ohne sich auf einen der beiden Standpunkt festzulegen, können die Autoren zeigen, dass *in Summe* finanzielle Liberalisierung zu besseren Wachstumsmöglichkeiten führt. Der Wachstumspfad kann aber in liberalisierten Finanzsystemen zu wesentlich stärkeren Einbrüchen führen, was die Autoren am Beispiel von Thailand und Indien anschaulich zeigen. Während Thailand, ein finanziell offenes Entwicklungsland, zwischen 1980 und 2001 ein Wachstum um 148% verzeichnete, so beobachten wir an Beispiel Indien, einem nicht finanziell liberalisierten Staat ein Wachstum um nur 99% im selben Zeitraum. Thailand verzeichnete dieses spektakuläre Wachstum *trotz* der wesentlich stärkeren Auswirkungen der Krise nach 1997. Folgende Grafik illustriert diese Tatsache:

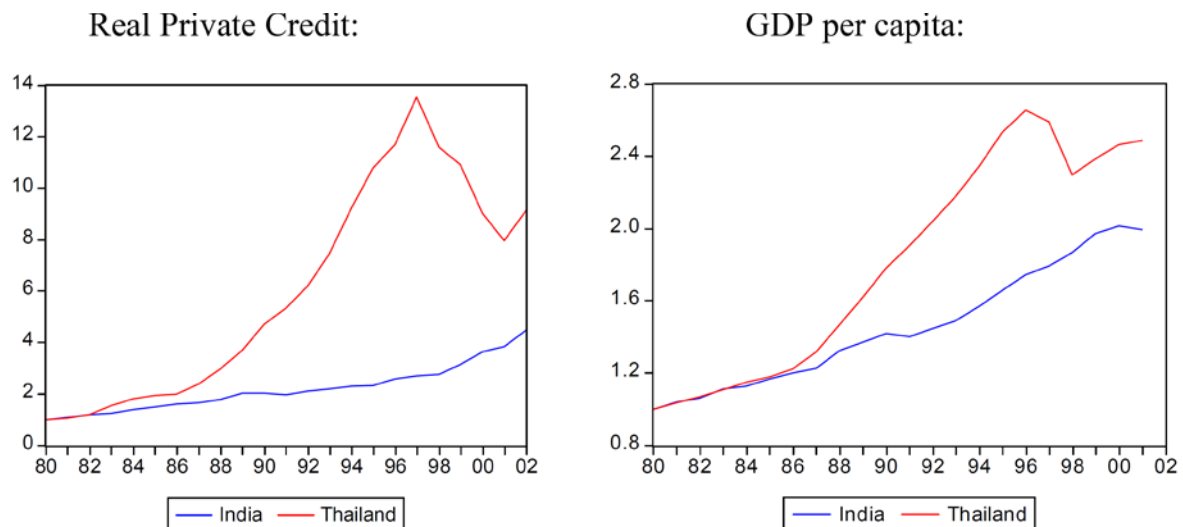


Abbildung 10 - Vergleich Indien / Thailand (Ranciere 2006:Figure1)

10.3.1. Methodologie

Die Autoren entwickeln zunächst zwei Modelle: Ein "Wachstumsmodell" und ein „Krisenmodell“. Finanzielle Liberalisierung bewirkt, so die Hypothese der Autoren im Einklang mit der Literatur, einen positiven direkten Wachstumseffekt. Gleichzeitig *kann* finanzielle Liberalisierung einen negativen Einfluss auf das Wachstum, vermittelt durch das Eintreten einer Krise, haben. Der Effekt finanzieller Liberalisierung ist sohin aufzuspalten in einen direkten und einen indirekten Effekt. Die Autoren kombinieren also beide Effekte in ihrem Modell und können so das „Netto“-Ergebnis finanzieller Liberalisierung bestimmen. Führt sie in Summe zu mehr oder zu weniger Wachstum? (vgl. ebd)

Es ist entschieden noch einmal in aller Klarheit darauf hinzuweisen, dass die Autoren nicht, wie die übrigen Studien, die im Rahmen dieser Arbeit präsentiert wurden, die Auswirkungen finanzieller Liberalisierung untersuchen wollen, sondern dass sie versuchen ein Modell zu entwickeln, das die widersprüchlichen Ergebnisse finanzieller Liberalisierung, die in der Literatur beschrieben werden, vereint und entsprechend darstellt. (vgl. ebd)

10.3.2. Daten

Wie wir bereits gesehen haben, ist die Auswahl der verwendeten Daten sehr wichtig. Die Autoren verwenden Daten zu sechzig Staaten, für welche Informationen bezüglich aufgetretener Krisen im Zeitraum von 1980 bis 2002 vorliegen. Als „Krise“

gilt das gemeinsame Auftreten einer Bank- und einer Währungskrise, da diese Form am häufigsten in liberalisierten Wirtschaftsräumen zu beobachten ist (vgl. Mexikokrise, Asienkrise). Um finanzielle Liberalisierung zu messen, greifen die Autoren sowohl auf De-Jure also auch auf De-Facto Daten zurück. Die De-Jure Daten stammen aus Bekaert et al. (2005) und der De-Facto Index stellt eine eigene Konstruktion dar. (vgl. ebd.: Appendix B)

10.3.3. Ergebnisse und Schlussfolgerungen

Die Autoren kontrastieren die Vorhersagen aus dem Modell mit der Wirklichkeit, indem sie ihre Modellanalysen mit empirischen Daten vergleichen. In den meisten Fällen stimmen das Modell und die Wirklichkeit überein, wobei es natürlich auch Ausnahmen gibt:

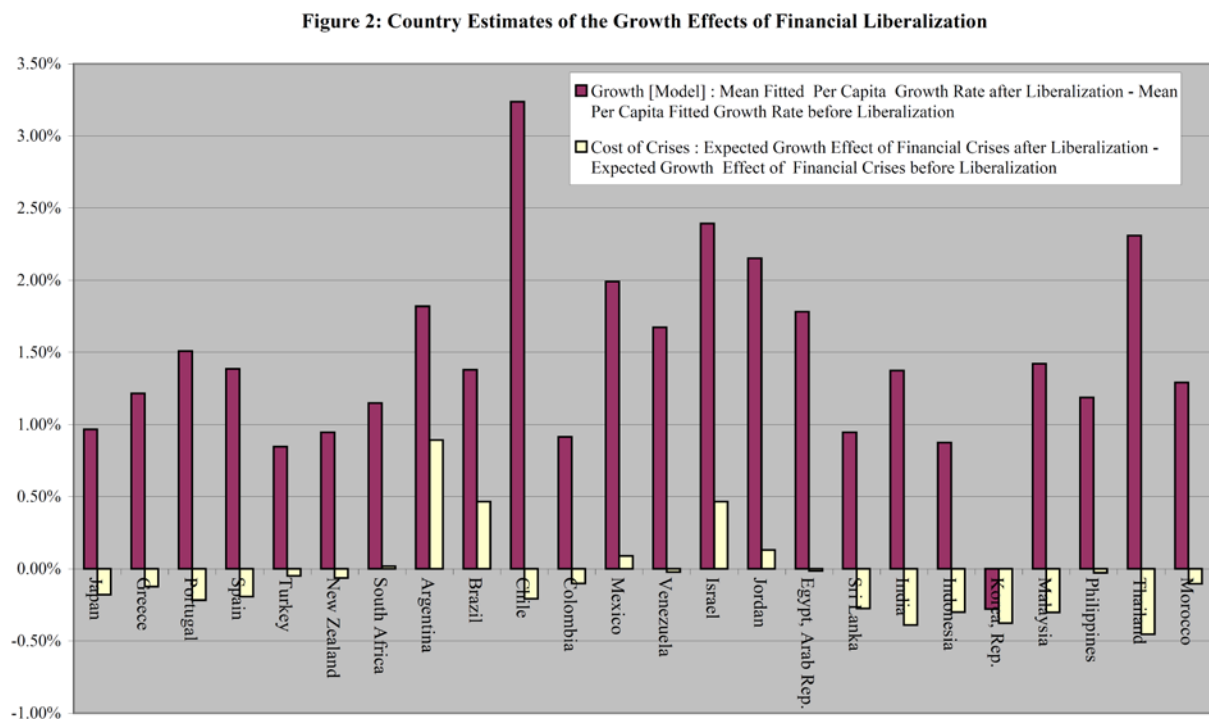


Abbildung 11 - Modell und Wirklichkeit (Ranciere 2006:Figure 2)

Wir erkennen klar, dass die (prognostizierten) positiven Effekte finanzieller Liberalisierung bei Weitem die (prognostizierten) negativen Effekte durch das Eintreten von Krisen überwiegen.

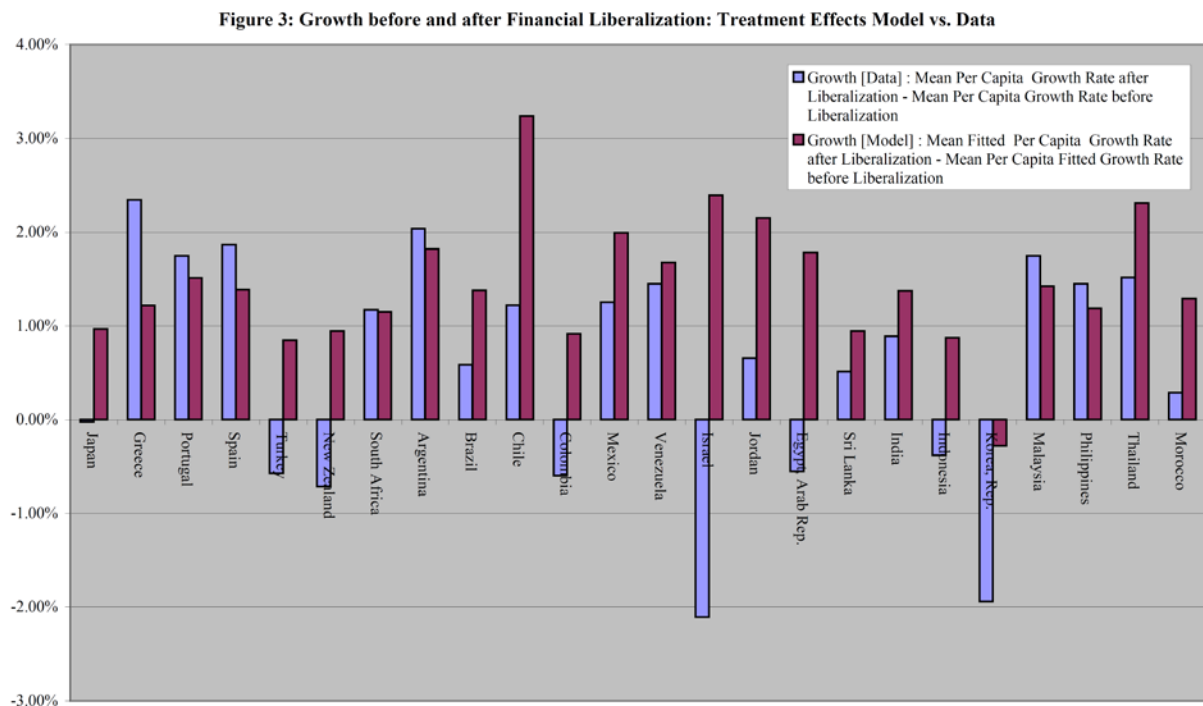


Abbildung 12 - Wachstum vor und nach FL: Modell und Daten

In obiger Abbildung kontrastieren die Autoren nun die Vorhersagen aus dem Modell mit den empirisch erhobenen Daten. Hierbei werden nur noch die kumulierten Wachstumseffekte vor und nach der Liberalisierung betrachtet und es zeigt sich, dass die Vorhersagen aus dem Modell die Wirklichkeit tatsächlich annähernd beschreiben.

Das wichtigste Ergebnis von Ranciere et al.(2006) ist daher, dass der direkte Wachstumseffekt den indirekten Kriseneffekt finanzieller Liberalisierung bei Weitem übersteigt. Finanzielle Liberalisierung ist daher, auch wenn dadurch Krisen entstehen können, in Summe gesehen dem Wachstum förderlich.

Die Autoren verfolgen in ihrem Beitrag eine andere Strategie in deren Rahmen sie versuchen, die konfligierenden Sichtweisen auf finanzielle Liberalisierung zu vereinen und eine Synthese zu bilden. Finanzielle Liberalisierung sollte nicht grundsätzlich abgelehnt werden, nur weil gezeigt werden kann, dass sie die Eintrittswahrscheinlichkeit einer Krise erhöht. Die durch sie freigesetzten Wachstumspotenziale übersteigen die wachstumsdämpfenden Eigenschaften der möglichen Krisen bei weitem. Die Netto-Gewinne finanzieller Liberalisierung sind also größer als die Netto-Verluste hinsichtlich des Wirtschaftswachstums. (vgl. ebd)

11. KONKLUSION

Die Forschungsfrage lautete:

Ist es für Entwicklungsländer sinnvoll ihre Finanzsysteme zu liberalisieren bzw. zu deregulieren?

Tatsächlich war es nicht möglich, eine eindeutige Antwort auf diese Frage zu finden. Während Bekaert et al.(2001,2004) vorwiegend positive Effekte beschreiben so finden die Autoren der anderen beiden Studien auch negative Effekte finanzieller Liberalisierung.

Es ist jedoch evident, dass finanzielle Liberalisierung für Entwicklungsländer nicht entweder zu mehr Wachstum und geringerer Volatilität führt oder zu mehr Krisen, sondern, dass beide Effekte empirisch beobachtet und modelliert werden können. Studien, die sich nur auf eine Seite der Medaille konzentrieren, finden notwendigerweise widersprüchliche Ergebnisse. Wir erinnern uns zum Beispiel an die Tatsache, dass Bekaert et al.(2004) über alle Samples hinweg beobachtet haben, dass die finanzielle Liberalisierung des Aktien- und Anleihenmarktes zu einer Reduktion makroökonomischer Volatilität geführt hat. Kaminski et al.(2003) aber auch Ranciere et al.(2006) beobachten auch jedenfalls eine Zunahme der Volatilität. Sowohl Kaminski et al.(2003) als auch Ranciere et al.(2006) konnten die beiden konfligierenden Sichtweisen auf finanzielle Liberalisierung im Rahmen einer Synthese vereinigen und zeigen, dass die Netto-Gewinne hinsichtlich des Wachstums die Netto-Verluste durch Krisen jedenfalls übersteigen.

Wenn es um konkrete Empfehlungen an Regierungen geht, erinnern wir uns ebenso an Widersprüchlichkeiten: Während Bekaert et al.(2004) dafür plädieren, als ersten Schritt die Kapitalbilanz zu liberalisieren, warnen Kaminski et al.(2003) vor diesem Schritt und raten, die Kapitalbilanz in jedem Fall zuletzt zu liberalisieren. In einem Umfeld voller Widersprüchlichkeiten und unterschiedlicher Lehrmeinungen ist es für Regierungen schwierig, konkrete Handlungsempfehlungen aus den Erkenntnissen der ökonomischen Wissenschaften ableiten zu können. Umso wichtiger ist es für die ökonomische Profession darauf hinzuweisen, dass ihre Forschungsergebnisse nur bedingt als politische Handlungsempfehlungen gelesen werden können. Im

Folgenden versuche ich, die Erkenntnisse meiner Arbeit zusammenzufassen und auf einige problematische Aspekte hinzuweisen.

11.1. Die Verwendung des Begriffes „finanzielle Liberalisierung“

Es sollte zunächst im Rahmen dieser Arbeit deutlich geworden sein, dass es sehr schwierig ist „finanzielle Liberalisierung“ zu definieren. Was jeweils darunter verstanden wird, ist eine Entscheidung der jeweiligen Autoren einer Studie. Es bedarf jeweils einen Blick hinter die Kulissen der Studien, um zu erkennen, was die Autoren unter „finanzieller Liberalisierung“ verstehen und die Effekte und Auswirkungen *welcher* Form finanzieller Liberalisierung sie mithin bestimmen möchten. Der Titel von Bekaert et al.(2001) „Does Financial Liberalization Spur Growth“ lässt nicht vermuten, dass die Autoren den wichtigen Bereich der Kapitalbilanz völlig außer Acht lassen. Ist von „financial globalization“ oder „financial Integration“ die Rede, so ist höchstwahrscheinlich *nur* der Bereich der Kapitalbilanz gemeint, während in solchen Studien die Aktien- und Anleihenmärkte oder der nationale Finanzsektor keine Beachtung finden. Rodrik et al.(2008) ist ein Beispiel hierfür. Kose et al.(2006) bzw. Prasad et al.(2003) sprechen jeweils ebenfalls über „financial globalization“, meinen damit jedoch nicht bloß den Bereich der Kapitalbilanz.

Wenn wir also fragen, welche Auswirkungen finanzielle Liberalisierung hat bzw. ob diese Auswirkungen „gut oder schlecht“ sind, so müssen wir uns zunächst dahin gehend verständigen, über welche Spielart finanzieller Liberalisierung wir überhaupt sprechen. Die im Rahmen dieser Arbeit vorgeschlagene Taxonomie finanzieller Liberalisierung scheint ein gangbarer Weg zu sein. Zumindest dort, wo versucht wird die Bereiche einzeln zu betrachten, wird eine derartige Einteilung vorgenommen.

Zudem ist die Loslösung und gesonderte Betrachtung eines Bereiches finanzieller Liberalisierung insofern problematisch, als Liberalisierungen in einem Bereich auch Auswirkungen auf das Verhalten der Marktteilnehmer in anderen Bereichen haben, wie wir weiter oben gesehen haben. Dieser wichtige Punkt wird oft ignoriert. Die Studie von Kaminski et al.(2003) berücksichtigt diese Effekte und kritisiert, dass dies oftmals übersehen wird.

11.2. Institutionelle Rahmenbedingungen

Eine der Kernaussagen vieler Studien zu diesem Thema ist, dass ein gewisses Entwicklungsniveau des Finanzsektors eines Staates sowie gewisse institutionelle Rahmenbedingungen jedenfalls gegeben sein müssen, sodass finanzielle Liberalisierung positive Effekte zeitigen kann. Für den Bereich der Kapitalbilanz beschreibt folgende Metapher was passiert, wenn ohne entsprechende Rahmenbedingungen liberalisiert wird: „I suggested that one might compare capital account liberalization to putting a race car engine into an old car and setting off without checking the tires or training the driver.“ (Stieglitz 2000:1075) Wenn jedoch die institutionellen Rahmenbedingungen gegeben sind, so zeigen viele Studien, dass finanzielle Liberalisierung positive Effekte zeitigen kann. Folgende Abbildung illustriert diese Tatsache:

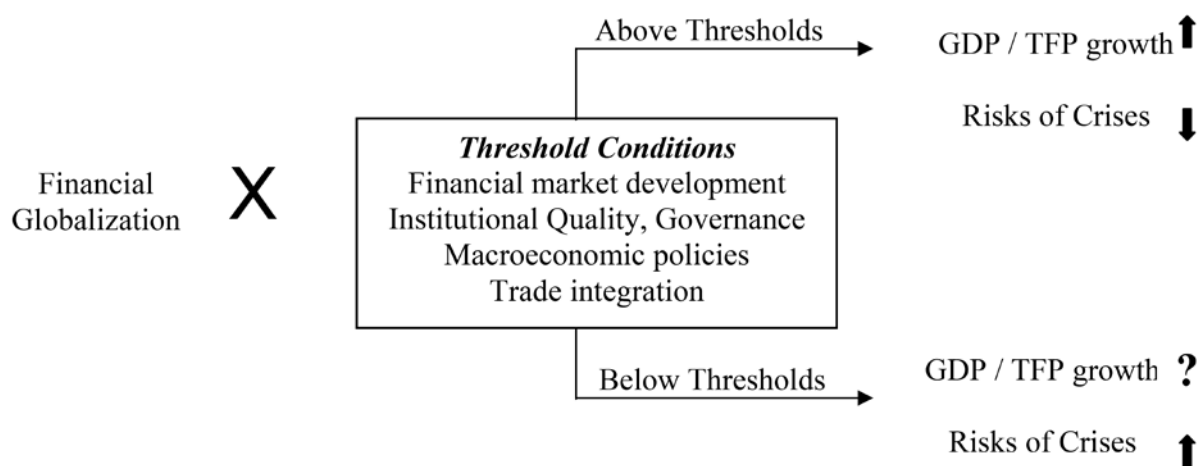


Abbildung 13 - institutionelle Rahmenbedingungen (Kose et al.2006:6)

Die Frage bleibt, *wann* ein Staat „bereit“ ist, finanzielle Liberalisierung in Angriff zu nehmen. Die Erkenntnisse dieser Arbeit zeigen, dass hierfür keine allgemeingültigen Aussagen gemacht werden können, sondern dass nur die Analyse der individuellen Situation eines Staates Antwort auf diese Frage geben kann. Dies betrifft vor allem auch die Frage, wie die Liberalisierung konkret durchgeführt werden soll, also vor allem die Reihenfolge der Liberalisierung der unterschiedlichen Bereiche des Finanzsektors.

„Institutions matter“ gilt also auch hier. Die Frage der Institutionen gewinnt immer stärkeres Gewicht in der entwicklungsökonomischen Debatte. Dies betrifft nicht nur den Bereich der finanziellen Liberalisierung. Die bahnbrechende Arbeit von Acemoglu et al.(2001), die sich mit der Entwicklung unterschiedlicher institutioneller Rahmenbedingungen durch unterschiedliche Kolonisationspraktiken der

europäischen Mächte beschäftigt, weist auf den fundamental wichtigen Einfluss hin, den Institutionen auf wirtschaftliche Prosperität haben. Die Autoren betonen zudem, dass, obwohl das institutionelle Framework eines Staates historische Wurzeln hat, dies nicht impliziert, dass sich Institutionen nicht verändern oder verbessern lassen. Wie jedoch diese Verbesserung von statten gehen soll, also welche konkreten Schritte hierfür erforderlich sind, lässt sich, so die Autoren (vgl. Acemoglu et al.2001:1395), nicht aus ihren Ergebnissen ableiten.

Zumindest für den Finanzsektor eines Staates und den damit in Zusammenhang stehenden institutionellen Rahmenbedingungen lassen Beiträge der letzten Dekade vermuten, dass finanzielle Liberalisierung eine Verbesserung bewirken kann. Im Lichte der Studie von Kaminski et al.(2003) lässt sich argumentieren, dass die langfristig zu beobachtenden Vorteile, die finanzielle Liberalisierung mit sich bringt, nicht zuletzt auf die dadurch bewirkten Verbesserungen im institutionellen Framework zurückzuführen sind. Gleichzeitig erklärt dieser Ansatz die kurzfristig negativen Auswirkungen finanzieller Liberalisierung, wenn die institutionellen Rahmenbedingungen nicht gegeben sind. In Opposition zum weiter oben präsentieren „Traditional View“, wo finanzielle Liberalisierung direkt zu verbesserten Wachstumspotenzialen und einer stabileren wirtschaftlichen Entwicklung führt, scheint folgende Perspektive eher der Realität zu entsprechen:

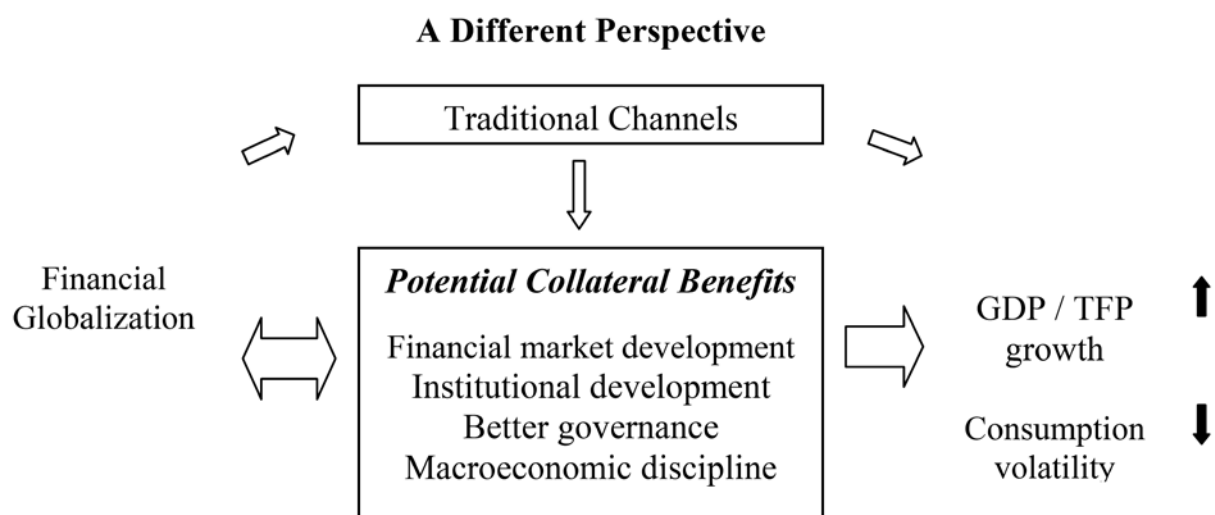


Abbildung 14 - Wachstum und verringerte Volatilität über indirekte Kanäle (Kose et al.2006:5)

Was bleibt, ist jedoch die Frage, ab welchem Entwicklungsniveau des Finanzsektors und der damit in Zusammenhang stehenden Institutionen finanzielle Liberalisierung zu einer weiteren Verbesserung der Institutionen beiträgt. Klar ist, dass bereits ein

gewisses Entwicklungsniveau gegeben sein muss. Wie genau dies auszusehen hat, kann jedoch nur jeweils individuell und fallbezogen analysiert werden. Hierbei lassen sich allgemeine Aussagen nur sehr bedingt treffen.

11.2.1. Kritik am „Collateral Benefits“ Argument

Obwohl mehrere Studien – darunter die im Rahmen dieser Arbeit präsentierte von Kaminski et al.(2003) – vermuten lassen, dass das „Collateral Benefits“ Argument stichhaltig ist, gibt es natürlich auch Kritiker dieser Argumentationslinie. Zum Beispiel formulieren Rodrik et al.(2008) zwei Kritikpunkte an diesem Argument. Es ist jedoch wichtig zu betonen, dass Rodrik et al.(2008) nur den Bereich der Kapitalbilanz betrachten. Das erste Argument ist ein empirisches. Die Autoren behaupten zunächst: „If FG provides important spillovers in terms of macroeconomic and other aspects of governance, then there should be an unconditional positive correlation between FG and growth.“ (Rodrik et al.2008:7) Tatsächlich: In der von den Autoren präsentierten Regression gibt es keinen Zusammenhang zwischen finanzieller Integration und Wachstum.

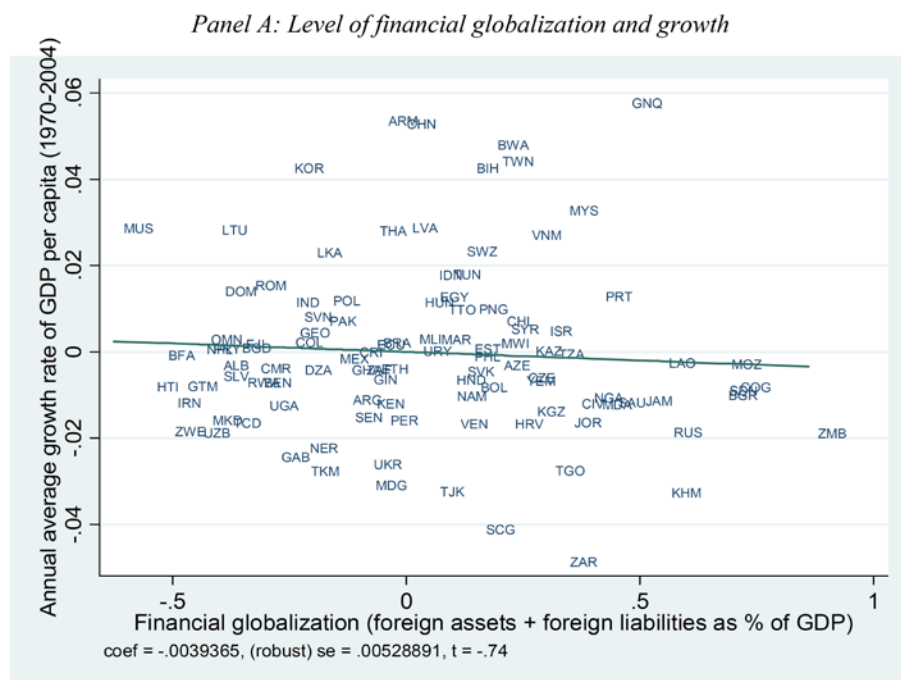


Abbildung 15 - Zusammenhang: finanzielle Liberalisierung/Wachstum (Rodrik et al.2008:19)

Panel B: Change in financial globalization and growth

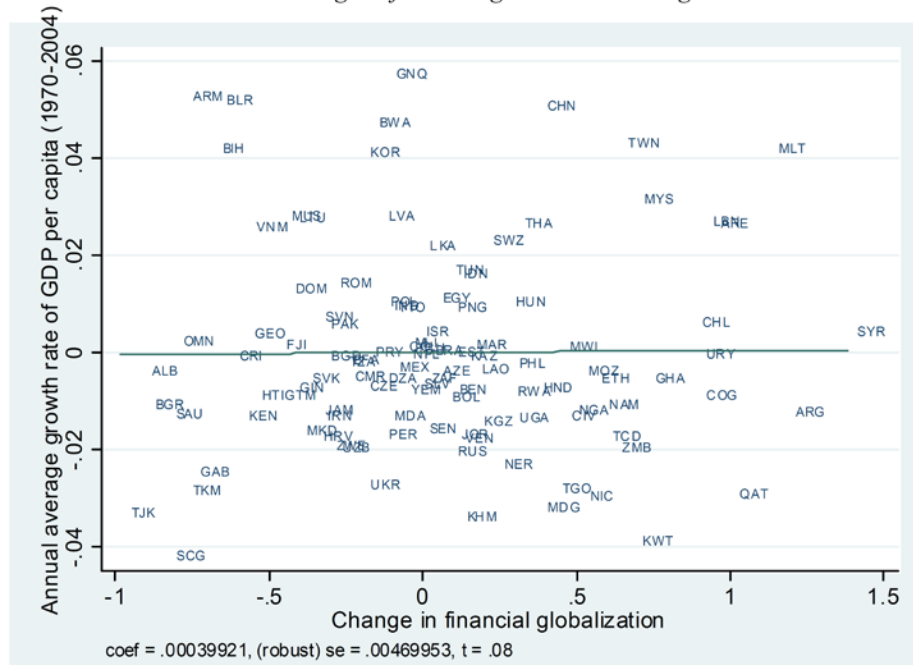


Abbildung 16 - Zusammenhang: Änderung finanzieller Liberalisierung / Wachstum (Rodrik et al.2008:20)

Die Autoren verwenden hierbei De-Facto Daten finanzieller Integration, namentlich jene von Lane & Milesi-Feretti (2006). Da in obigen Regressionen keine Korrelation feststellbar ist, schließen die Autoren, dass auch das „Collateral Benefits“-Argument falsch sein muss. Die verbesserten Institutionen müssten sich doch nach gängiger Lehrmeinung in höheren Wachstumsraten niederschlagen. Achtung: Bekaert et al.(2001) finden positive Einflüsse auf das Wachstum (siehe oben), jedoch betrachten Letztere nicht die Liberalisierung der Kapitalbilanz, sondern nur den Aktien- und Anleihenmarkt.

Das zweite Argument ist, dass, selbst wenn wir dem „Collateral-Benefits“-Argument Glauben schenken würden, die Implikationen hinsichtlich konkreter Politikempfehlungen sehr unklar wären. Rodrik et al.(2008:7) weisen darauf hin, dass der beste Weg, Reformen einzuleiten, ein direkter ist. Die Reformen müssen durchgeführt werden, anstatt auf die Manifestation von „Collateral-Benefits“ einer anderen Reform zu warten. „The best way to achieve a particular policy objective—whether it is macroeconomic stability or institutional development—is to do so directly, not through reforms in other areas which may also incidentally serve that objective.“(ebd.) Es existiert keine empirische Evidenz dahin gehend, dass finanzielle Liberalisierung der beste und effizienteste Weg ist, Reformen des nationalen Finanzsektors einzuleiten.

Diese Kritik widerspricht natürlich den Ergebnissen von Kaminski et al.(2003), die zeigen, dass gerade bei Entwicklungsländern selten institutionelle Reformen der finanziellen Liberalisierung vorausgehen. In Industrienationen zeigt sich hierbei ein gegenteiliges Bild (vgl. Kaminski et al.2003:22)

11.3. Methodologische Fragen

Ein zweiter großer Punkt, an dem im Rahmen dieser Arbeit Erkenntnisse generiert werden konnten, ist der Bereich der Messung finanzieller Liberalisierung. Es muss betont werden: Praktisch *alle* Studien, die sich mit den Auswirkungen finanzieller Liberalisierung beschäftigen, verwenden als Maß finanzieller Liberalisierung eines Bereiches ausschließlich die gesetzlichen Restriktionen, die in diesem Bereich bestehen. Die Daten sind also De-Jure Daten finanzieller Liberalisierung. Wir erinnern uns: Für den Bereich der Kapitalbilanz haben praktisch alle Studien bis 1995 Daten verwendet, die ein Land entweder als „finanziell offen“ oder „finanziell geschlossen“ klassifizieren. Die Rede ist von den entsprechenden IWF-Daten des „Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions“ Berichtes. Erst 1995 erfolgte eine Verbesserung des Index durch Quinn. Seither können zumindest vier Stufen finanzieller Restriktion im Bereich der Kapitalbilanz unterschieden werden und damit ein graduelles Bild finanzieller Liberalisierung im Bereich der Kapitalbilanz gezeichnet werden. Im Bereich der Aktien- und Anleihenmärkte existiert bis heute nur der binäre Index des entsprechenden Berichtes der International Financial Cooperation (IFC), der für die Studien herangezogen wird.

Weiter oben – in Abbildung 8 – haben wir gesehen, wie stark De-Jure Messungen finanzieller Liberalisierung voneinander abweichen, wenn man sie mit De-Facto Daten – also mit Daten, die die tatsächlich stattfindenden Finanzflüsse messen – vergleicht. Dies wurde für den Bereich der Kapitalbilanz erläutert, da die einzigen verfügbaren De-Facto Daten finanzieller Liberalisierung für diesen Bereich existieren. Es muss vermutet werden, dass diese Abweichungen auch innerhalb der anderen Bereiche des Finanzsektors bestehen. Auch wenn z.B. Bekaert et al.(2001) betonen, dass sie den Einfluss *politischer Entscheidungen* auf das Wirtschaftsgeschehen untersuchen wollen, müssen wir die Frage stellen, inwieweit sich die Auswirkungen politischer Entscheidungen empirisch fassen lassen, wenn sie keine Auswirkungen haben bzw. hatten. Nicht nur wir stellen diese Frage; Dieses Problem ist, wie wir

gesehen haben, den Autoren sehr wohl bewusst: "one might enact financial liberalizations but if no capital flows in, there is unlikely to be much benefit (...)" (Bekaert et al.2001:31)

Das meist verwendete De-Facto Datenset, das das Ausmaß weltweiter finanzieller Integration misst, ist das „External Wealth of Nations Mark“ von Lane et al.(2006). Die Autoren erfassen Forderungen und Verbindlichkeiten eines Staates ausländischen Akteuren gegenüber und können so ein Maß weltweiter finanzieller Integration geben, das die tatsächlichen Finanzflüsse widerspiegelt.

Die Frage, ob finanzielle Liberalisierung, finanzielle Globalisierung bzw. die zunehmende weltweite Verflechtung im Finanzbereich „gut oder schlecht“ im Allgemeinen, bzw. im Speziellen für Entwicklungsländer ist, lässt sich nicht derzeit nicht abschließend beantworten. Während, wie eingangs erwähnt wurde, 1997 noch gewissermaßen ein Konsens innerhalb der ökonomischen Profession dahin gehend bestand, dass finanzielle Liberalisierung gut sei und so Entwicklungsländer vielfach dazu gedrängt wurden ihre Finanzsysteme zu liberalisieren und zu öffnen, so zeigt sich seitdem, dass diese Meinung immer mehr infrage gestellt wird. Renommierter Wissenschaftler auf dem Gebiet der internationalen Makroökonomie geben den Glauben daran, dass finanzielle Liberalisierung Vorteile mit sich bringt, angesichts der mangelnden empirischen Evidenz zunehmend auf.

Die größte Finanz- und Wirtschaftskrise seit der großen Depression 1929, die unsere Welt im Jahre 2008 erlebte, führte uns zudem dramatisch vor Augen, was in der theoretischen Literatur als „systemisches Risiko“ behandelt wird. Unabhängig von der eventuellen Reduktion des spezifischen Risikos eines Investitionsprojektes durch bessere Diversifikationsmöglichkeiten in einem (weltweiten) liberalisierten Finanzsystem, steigt durch die weltweite finanzielle Integration das systemische Risiko rasant an. Ohne eine koordinierte und vor allem ausgleichende internationale Budget- und Fiskalpolitik – die in weiter Ferne liegt – lassen sich die Risiken und damit die potenziellen Kosten weltweiter finanzieller Integration nur schwer abschätzen.

12. AUSBLICK UND FORSCHUNGSBEDARF

Zunächst besteht insbesondere bei der Entwicklung weiterer De-Facto Indizes finanzieller Liberalisierung großer Forschungsbedarf. Aufbauend auf die Arbeiten von Lane und Milesi-Feretti (2004) und ihrem „External Wealth of Nations Mark“ muss es gelingen weitere derartige Indizes zu konstruieren, mit denen sich das wahre Ausmaß finanzieller Liberalisierung abbilden lässt. Studien, die mit De-Jure Daten finanzieller Liberalisierung arbeiten, sind grundsätzlich skeptisch zu betrachten. Es müsste für die Studien jeweils überprüft werden, ob die jeweiligen De-Jure Indizes mit entsprechenden De-Facto Indizes überhaupt positiv korrelieren. Hier besteht also großer Forschungsbedarf.

Was die institutionellen Rahmenbedingungen betrifft, ist die Frage, wie institutionelle Reformen direkt erfolgreich durchgeführt werden können, mit Sicherheit wichtiger als die Frage, ob finanzielle Liberalisierung indirekt zu besseren Institutionen führt. Die Frage institutioneller Entwicklung wird zentraler Forschungsgegenstand innerhalb der Entwicklungsökonomie bleiben. Gleichzeitig muss darauf geachtet werden, dass nicht alle Probleme der Entwicklungsländer auf mangelnde institutionelle Qualität zurückgeführt werden. Die asymmetrischen Handels- und Machtbeziehungen zwischen Industrie- und Entwicklungsländern dürfen nicht aus den Augen verloren werden.

Es ist klar, dass sich Forscher weiterhin in hohem Ausmaß mit der Frage der Auswirkungen finanzieller Liberalisierung bzw. mit der Frage der politischen Organisation des Finanzsystems beschäftigen werden. Die Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 rückte die ökonomische Wissenschaft immer mehr ins Zentrum der öffentlichen Wahrnehmung. Antworten werden verlangt und es ist evident, dass sich Forscher weiterhin mit der Frage beschäftigen werden, wie eine optimale Organisation des Finanzsystems aussehen kann, die es seine sozial-produktive Rolle erfüllen lässt und Krisen verhindert.

13. LITERATURVERZEICHNIS

Acemoglu D., Zilibotti F. (1997), "Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification and Growth" In: *Journal of Political Economy*, Vol. 105 (4).

Acemoglu D., Johnson S. et al.(2001) The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation In: The American Economic Review, Vol. 91, No. 5 , S. 1369-1401

Bartolini & Drazen (1997) Capital account liberalization as a signal In. The American Economic Review; Mar 1997; 87, 1, S. 138 – 154

Beck,Thorsten; Demirgüç-Kunt, Aslı; Levine, Ross (2000) "A New Database on Financial Development and Structure," World Bank Economic Review 14, 597-605., World Bank, Washington, DC

Beck,Thorsten; Demirgüç-Kunt, Aslı (o.J.) "Reaching out: Access to and use of banking services across countries [Dataset]", <http://hdl.handle.net/1902.1/13604> Dataverse Network

Beck, Thorsten; Demirgüç-Kunt, Aslı (2009) "Financial Institutions and Markets across Countries and over Time: Data and Analysis", World Bank Policy Research Working Paper 4943, World Bank, Washington, DC

Beck, Thorsten; Demirguc-Kunt, Aslı; Soledad, Peria; Maria, S.M. (2005) Reaching out: Access to and use of banking services across countries, World Bank, o.V., o.O.

Bekaert G., Harvey C.R (2000) - Foreign Speculators and emerging equity markets, NBER working Paper 6312, National Bureau of Economic Research, Cambridge

Bekaert G., Harvey C.R., Lundblad C. (2001) "Does financial liberalization spur growth?", NBER Working Paper 8245, National Bureau of Economic Research, Cambridge

Bekaert G., Harvey, C.R. (2002) "A Chronology of Important Financial, Economic and Political Events in Emerging Markets", online: http://people.duke.edu/~charvey/Country_risk/chronology/chronology_index.htm (29.03.2013)

Bekaert G., Harvey C.R., Lundblad C. (2004) "Growth Volatility and Financial Liberalization", NBER Working Paper 10560, National Bureau of Economic Research, Cambridge

Bekaert G., Harvey C.R., Lundblad C. (2009) Financial Openness and Productivity, NBER Working Paper 14843

Brümmerhoff, Dieter (2007): Finanzwissenschaft, 9.Auflage, Oldenbourg Wissenschaftsverlag, München

Čihák, Martin, Demirgüç-Kunt, Aslı, Feyen, Erik, Levine, Ross (2012) “Benchmarking Financial Development around the World”, Policy Research Working Paper 6175, World Bank, Washington, DC

Chinn, Menzie D., Ito, Hiro (2007): A New Measure of Financial Openness, oV., o.O, online unter http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/kaopen_Chinn-Ito.pdf (08.02.2012)

Demirgüç-Kunt, Aslı (2008): Finance and Economic Development: The Role of Government, World Bank Working Paper, World Bank, Washington DC

Diamond, Douglas (1984): Financial Intermediation and Delegated Monitoring, Review of Economic Studies, The Society for Economic Analysis Ltd., Chicago

Eichengreen, B; Mussa M. (1998) Capital Account Liberalization and the IMF In: Finance & Development Dec. 1998, S. 16-19

Erlei, Mathias; Leschke, Martin; Sauerland, Dirk (2007): Neue Institutenökonomik, 2. Auflage, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart

Gourinchas, Pierre-Olivier, Olivier Jeanne (2002) “On the Benefits of Capital Account Liberalization for Emerging Economies,” IMF Working Paper, International Monetary Fund, Washington

Kaminsky G., Schmuckler S. (2003) Short run pain, long run gain: The effects of financial Liberalization, NBER Working Paper 9787, National Bureau of Economic Research, Cambridge

Kose A. M., Prasad E., Rogoff K, Wei S. J. (2006): Financial Globalization: A Reappraisal, IMF Working Paper WP 06/189;

Kose A. M., Prasad E., Rogoff K, Wei S. J. (2009): Financial Globalization and Economic Policies, IZA Discussion Paper No. 4037, Bonn

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes; A. Shleifer, and R.W. Vishny, (1998) Law and Finance, *Journal of Political Economy* 106, S. 1113-1155

Lane, Philip R., Milesi-Ferretti, Gian Maria (2006): The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004, IMF Working Paper [Datenset verfügbar unter www.philiplane.org (30.01.13)]

Levine, Ross et al. (2004): Finance and Growth – Theory and Evidence, NBER Working Paper 10766, National Bureau of Economic Research, Cambridge

Levine, Ross et al. (2009): Financial Innovation and endogenous growth, NBER Working Paper 15356, National Bureau of Economic Research, Cambridge

Levine, Ross (2010): “Financial Innovation: Defending the Motion that Financial Innovation Boosts Economic Growth.” The Economist Debate. Feb. 2010, Online verfügbar: <http://www.economist.com/debate/days/view/471> (02.12.2012)

Levine, Ross (2011): In Defense of Wall Street - The Social Productivity of the Financial System, o.V., o.O

Müller, Johannes (2000) Wirtschaft und Finanzmärkte – ökonomischer Kompass für Anleger, Manager und Studierende, Oldenbourg Verlag, München – Wien

Obstfeld M. (1998) The Global Capital Market: Benefactor or Menace? NBER Working Paper No. 6559, National Bureau of Economic Research, Cambridge

Pilbeam, Keith (2010): Finance & Financial Markets, 3. Auflage, Palgrave Macmillan, Hampshire

Plihon, Dominique ; Miotti Luis (2001) Liberalisation financière, speculation et crises bancaires In : *Economie Internationale*, Nr. 85 1^{er} trimestre 2001

Plihon, Dominique; Saoussen, Ben Gamra (2007) Politiques de la libéralization financière et crises bancaires In: *Economie internationale*, 2007/4 Nr. 112, S. 5-28.

Prasad E., Kose A. M., Rogoff K, Wei S. J. (2003): Effects of Financial Globalization on Developing Countries, IMF, Some Empirical Evidence, FMI Working Paper WP 06/189;

Quinn, Dennis P., (1997) "The Correlates of Changes in International Financial Regulation" In: American Political Science Review Vol. 91 Nr. 3, 531–551.

Rodrik, Dani (1998) "Who Needs Capital Account Convertibility?" In: S. Fischer et al.(1998): Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility? Essays in International Finance No. 207, Department of Economics, Princeton University,

Ranciere, R., Tornell A., Westermann F. (2006) "Decomposing the effects of financial liberalization: Crises vs. Growth", NBER Working Paper 12806, National Bureau of Economic Research, Cambridge

Rodrik, Dani (1999) "Determinants of Economic Growth", Overseas Development Council, Washington DC

Rodrik, Dani (2000) "Governing the Global Economy: Does One Architectural Style Fit All?" Brookings Trade Forum 1999, Brookings Institution.

Rodrik, D. & Subramanian A. (2008) "Why did Financial Globalization disappoint?" Manuscript, Harvard University.

Samuelson, Paul A. , Nordhaus William D. (2007): Volkswirtschaftslehre – Das internationale Standardwerk der Makro- und Mikroökonomie, 3. Aktualisierte Auflage, mi-Fachverlag, Landsberg am Lech

Soros, George (2002) On Globalization. Public Affairs. USA

Stieglitz, Joseph (1999) "Bleak Growth for the Developing World" In: The New York Times, 10. April 1999, New York

Stieglitz, Joseph (2000) "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability" In: World Development Vol 28, No. 6, S. 1075-1086, o.O

Stiglitz, Joseph (2004) "Capital Market Liberalization Globalization & the IMF" In: Oxford Review of economic policy vol. 20 Nr. 1 S. 57 – 71, Oxford University Press, Oxford

Stiglitz, Joseph (2010) "Financial Innovation: Against the Motion that Financial Innovation Boosts Economic Growth." The Economist Debate. Feb. 2010, Online verfügbar: <http://www.economist.com/debate/days/view/471> (02.12.2012)

Williamson, John (2004): “The Washington Consensus as Policy Prescription for Development”, Institute for International Economics, o.V.,o.O

14. ABBILDUNGSVERZEICHNIS

ABBILDUNG 1 – FINANZIELLE LIBERALISIERUNG IM 20.JHDT (KAMINSKI ET AL.2003:FIGURE 2)	19
ABBILDUNG 2 - ZUSAMMENHANG VON FINANZIELLER INTEGRATION UND WACHSTUM (PRASAD ET AL.2003:24)	26
ABBILDUNG 3 - KREDITE AN PRIVATEN SEKTOR / BIP (BECK 2009:24)	33
ABBILDUNG 4 - BÖRSENKAPITALISIERUNG / BIP (BECK 2009:42)	34
ABBILDUNG 5- GEHANDELTE VOLUMINA / GDP (BECK 2009:43)	34
ABBILDUNG 6 - NETTOZINSMARGE / AKTIVGESCHÄFTE (BECK 2009:28)	35
ABBILDUNG 7 - KREDITE PRO 1000 EW / BIP (EIGENE BERECHNUNGEN)	36
ABBILDUNG 8 - DE-JURE UND DE-FACTO MESSUNGEN (KOSE ET AL.2009: 56)	42
ABBILDUNG 9 - INDIZES ZUR FINANZIELLEN LIBERALISIERUNG NACH SEKTOREN (KAMINSKI ET AL.2003:FIGURE 2)	60
ABBILDUNG 10 - VERGLEICH INDIEN / THAILAND (RANCIERE 2006:FIGURE1)	67
ABBILDUNG 11 - MODELL UND WIRKLICHKEIT (RANCIERE 2006:FIGURE 2)	68
ABBILDUNG 12 - WACHSTUM VOR UND NACH FL: MODELL UND DATEN	69
ABBILDUNG 13 - INSTITUTIONELLE RAHMENBEDINGUNGEN (KOSE ET AL.2006:6)	72
ABBILDUNG 14 - WACHSTUM UND VERRINGERTE VOLATILITÄT ÜBER INDIREKTE KANÄLE (KOSE ET AL.2006:5)	73
ABBILDUNG 15 - ZUSAMMENHANG: FINANZIELLE LIBERALISIERUNG/WACHSTUM (RODRIK ET AL.2008:19)	74
ABBILDUNG 16 - ZUSAMMENHANG: ÄNDERUNG FINANZIELLER LIBERALISIERUNG / WACHSTUM (RODRIK ET AL.2008:20)	75

15. SUMMARY IN ENGLISH

The present thesis treats a central question at the cutting point of International Macroeconomics, Finance and Development Economics. In terms of growth perspectives and the reduction of macroeconomic volatility: Is it “good” for developing economies to liberalize their financial systems, so that they integrate themselves into a global financial system? Or is financial liberalization much more a source of macroeconomic instability and crisis? This question is interesting insofar, as there is no conclusive opinion within the economic profession, although, an enormous body of empirical works on this subject exist. Results of empirical works on these topics are often far from each other and policy-advice are repeatedly contradicting each other. It seems that it is not possible to answer the research question unambiguously. The goal of my thesis is therefore to evaluate the current state of academic research on this topic and to introduce the reader into the debate. By doing this, it will be

possible to identify potential answers to the question. The paper is therefore structured as follows: After an introduction into the topic, I describe my research question and the methodology used to answer it. The following section serves to define the notions used in the research question. The next section is devoted to the major changes within the international financial systems in the last decades. In section six, we will identify potential theoretical channels through which financial liberalization may boost growth and in section seven, how such reforms may reduce macroeconomic volatility. Section eight and nine are devoted to methodological considerations: We will analyze empirical strategies to measure the degree of financial development of an economy as well as ways to empirically determine the extent of financial liberalization. Then an empirical section follows, where we analyze empirical papers which dealt with the question underlying this thesis: Two “classical” studies concerning the liberalization-growth and liberalization-volatility nexus, followed by two papers which try to bring the conflicting views on financial liberalization together in two different ways. A concluding section follows and points out several issues, where further research is most needed. The major findings of this thesis are the following:

- The notion of “financial liberalization” is so commonly used in literature that often it is not clear what researchers are talking about.
- Like in many other fields of Development Economics, literature points to the question of the quality of Institutions. These are on the one hand necessary to gain from financial liberalization, on the other hand financial Liberalization may contribute to an improved institutional framework. This argument has also been criticized.
- We cannot say whether financial liberalization is good or bad for countries. There is empirical evidence for both arguments. It seems that it has a double-sided effect: On the one hand it boosts growth directly; on the other hand it may reduce growth by provoking economic downfalls and crises. In a long-term perspective, researchers find net-positive effects by the majority.
- It is crucial to measure financial liberalization in a proper manner. Researchers mostly rely on De-Jure indices, which measure only the *political restrictions* within the financial system, but do not cover whether financial flows actually

take place or not. When we want to analyze the effects of financial liberalization, it is crucial to search in places where financial flows actually have taken place. De-Facto indices of financial liberalization are scarce and there is much effort needed to develop further ones.

Lebenslauf

Persönliche Daten:

Name: Matthias Danzinger
Geburt: 22.06.1985 in Wien
Nationalität: Österreich
Kontakt: matthias.danzinger@gmail.com

Schulische Ausbildung:

1991 - 1995 Volksschule in Wien
1995 - 2000 Sekundarstufe I in Wien
2001 - 2006 Sekundarstufe II in Wien (Die Graphische)
Juni 2006 Matura mit ausgezeichnetem Erfolg

Zivildienst:

2006 – 2007 MA 56 (Betreuung körperlich und geistig benachteiligter Kinder)

Universitäre Ausbildung:

2008 Beginn des individuellen Studiums der Internationalen
Entwicklung
2011 – 2012 Einjähriges Auslandsstudium an der Université de Nice Sophia
Antipolis (Nizza, Frankreich)

Individuelle Schwerpunkte im Studium

Französisch : professionelle Sprachbeherrschung und Übersetzung
Methoden der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften
Grundlagen und Geschichte der Philosophie
Angewandte Ethik : Gesellschaft, Natur, Technik und Medien