

Stabilität der Finanzmärkte aus der Sicht der Entwicklungs- und Schwellenländer– Ist die Öffnung der Märkte sinnvoll?

Kompetenzzentrum Nachhaltige Wirtschaftsentwicklung

Seminar: „Access to Finance or Excess of Finance“ – Erfahrungen der Entwicklungs- und Schwellenländer mit der Finanzkrise

KfW Frankfurt – Atrium

Mittwoch 14.04.2010 - 9.00 -15.30h

Adalbert Winkler

Professor, Centre for Development Finance,
Frankfurt School of Finance & Management



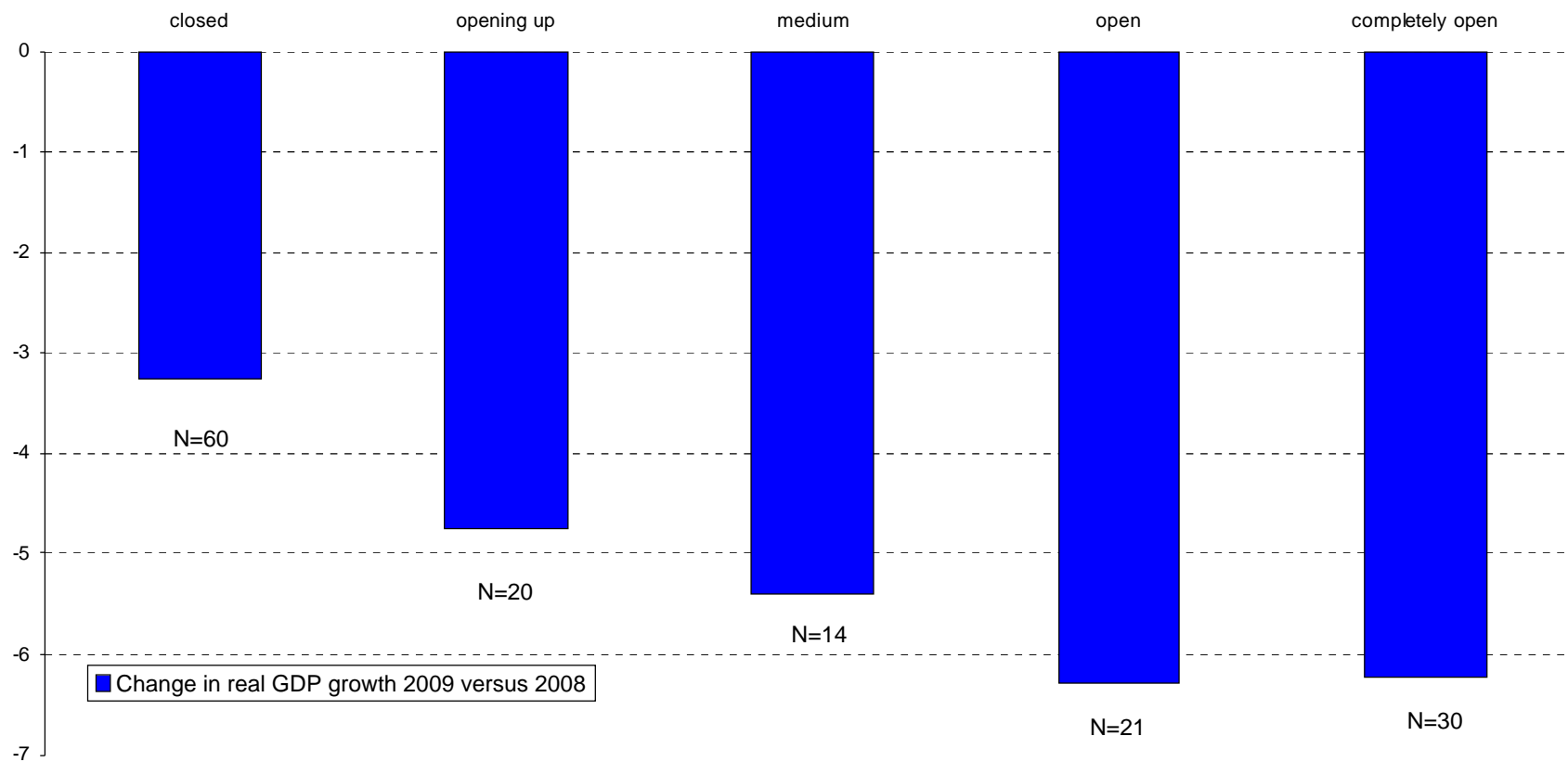
Die Zukunftsförderer



- 1) Einführung
- 2) Finanzsystementwicklung und Öffnung der Kapitalmärkte
- 3) Wirtschaftspolitische Herausforderungen der Kapitalmarktöffnung: Makropolitik, Finanzsektorpolitik
- 4) Aufstrebendes Asien, aufstrebendes Europa: unterschiedliche Ansätze, den Herausforderungen zu begegnen
- 5) Aufstrebende Volkswirtschaften in der Krise – warum schneidet Asien besser ab?

Einführung: Growth, finance, crisis – a few slides

Financial openness leading to bust?



145 emerging markets and developing countries

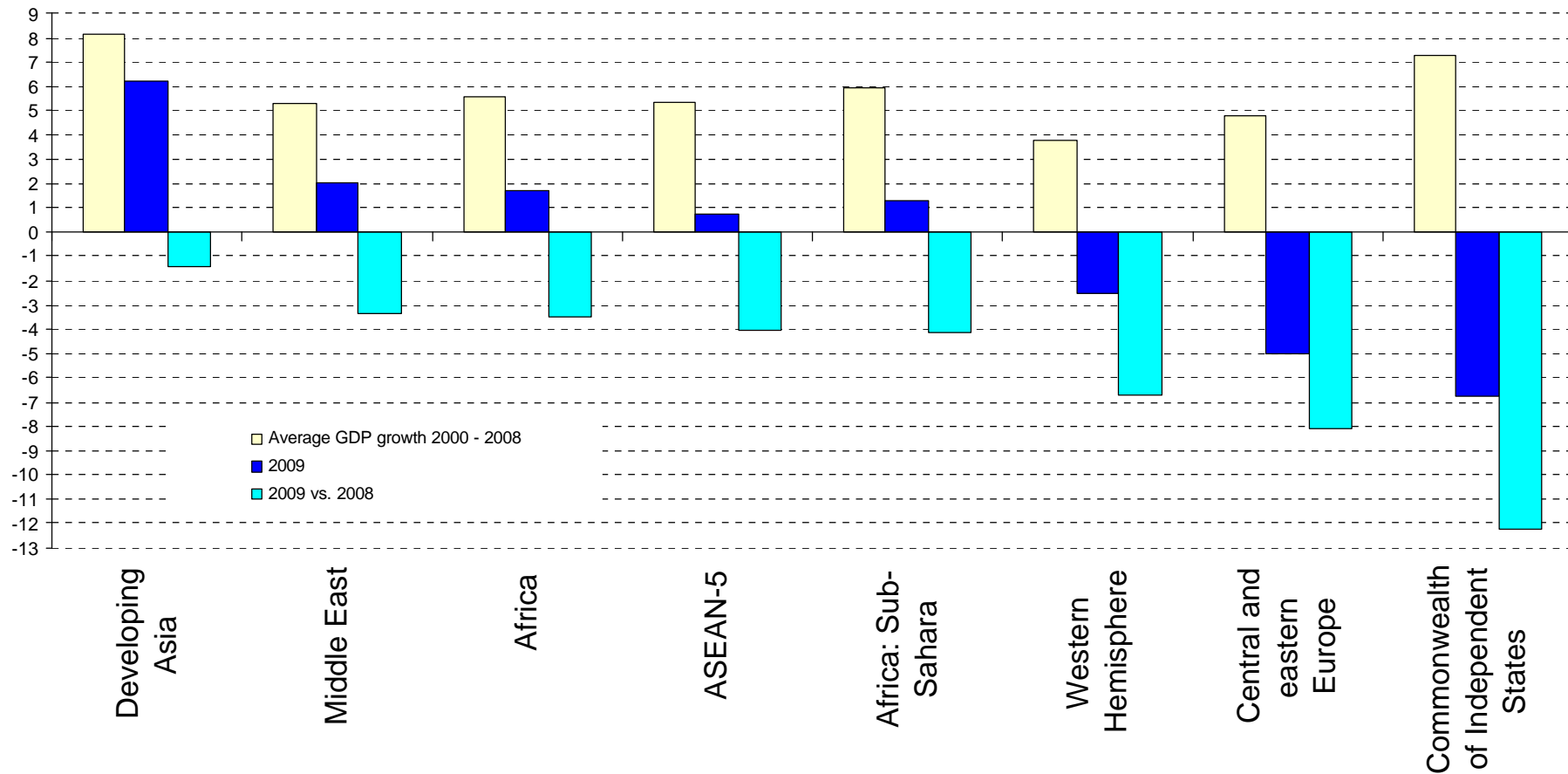
Openness measures by the average of the Chinn-Ito index 2002-2007. closed: chinn-Ito index < -1, opening up: Chinn-Ito Index > -1, < 0, medium: Chinn Ito index > 0, < 1, open: Chinn-Ito Index >1, < 2, completely open: Chinn-Ito index > 2.

Einführung: Growth, finance, crisis – a few slides



Growth in emerging markets

percent / percentage points

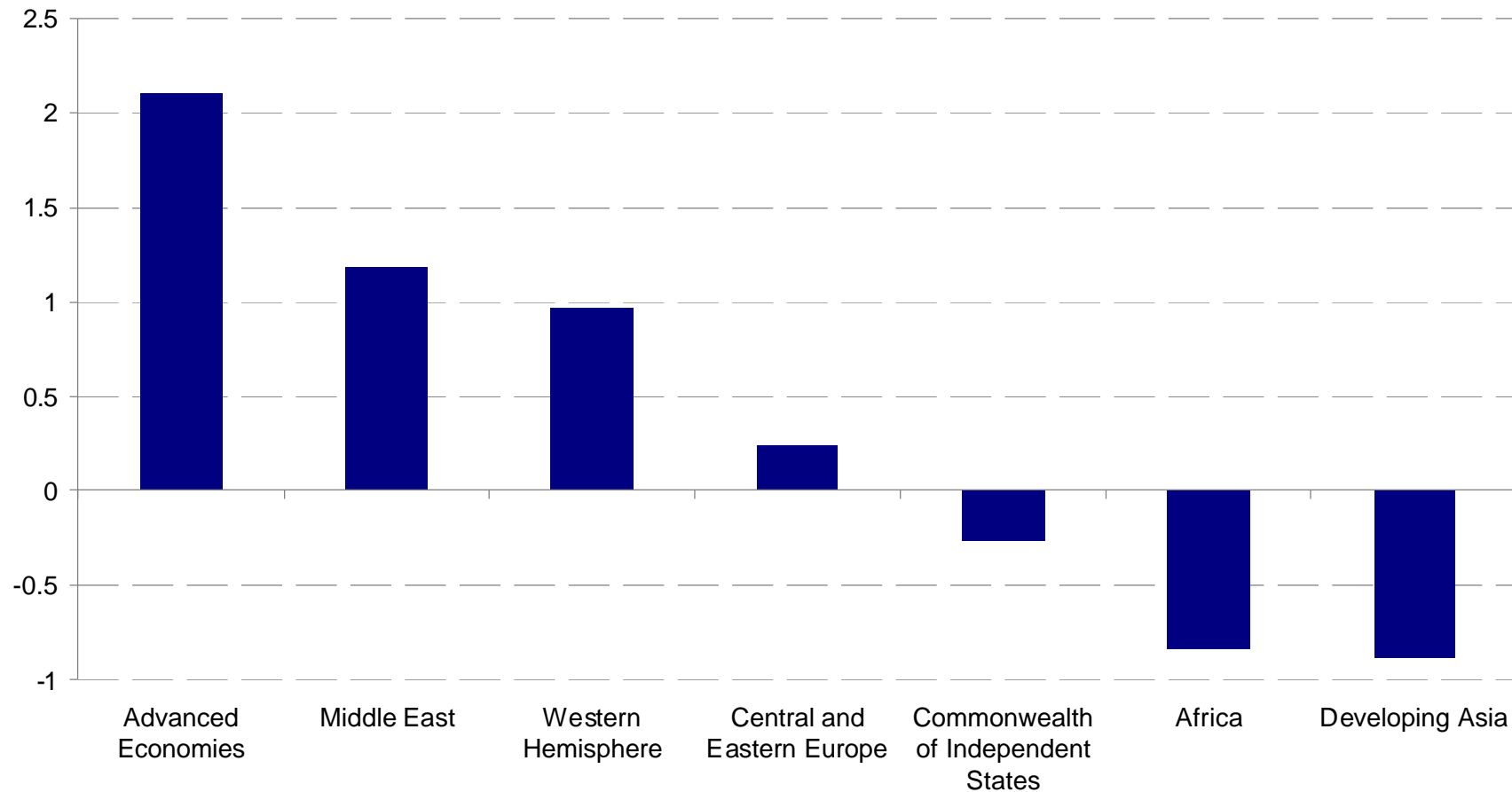


Source: IMF, own calculations

Einführung: Growth, finance, crisis – a few slides



De jure financial openness according to country groups (weighted by GDP, 2007)



- Finanzsystementwicklung: positive Wachstumseffekte?
 - ü Theorie (Effizienz der Kapitalallokation, Risikotransfer) und
 - ü Empirie (Finance and growth literature) – Kausalität offen

Liberalisierung des Finanzsystems und Öffnung der Kapitalmärkte



- Öffnung der Kapitalmärkte: positive Wachstumseffekte?

Theorie

- Übertragung der Überlegungen von der geschlossenen Volkswirtschaft auf die globalisierte Volkswirtschaft (Effizienz der Kapitalallokation, Risikotransfer)
- Konsumglättung, Kapitalimporte im Aufholprozess

- Öffnung der Kapitalmärkte: positive Wachstumseffekte –

∅ Empirie

? Keine direkte Evidenz für Wachstumseffekte der Öffnung der Kapitalmärkte (und keine Evidenz für Risikotransfer)

- Lucas-Paradox: Positiver Zusammenhang zwischen Leistungsbilanzsaldo und Wachstum in aufstrebenden und sich entwickelnden Volkswirtschaften

Ø Empirie (continued):

- Allocation Puzzle: Negativer Zusammenhang zwischen der Höhe der Kapitalimporte und dem Wachstum in aufstrebenden und sich entwickelnden Volkswirtschaften

- Warum trotzdem Plädoyer für Öffnung der Kapitalmärkte?

∅ “Collateral benefits”

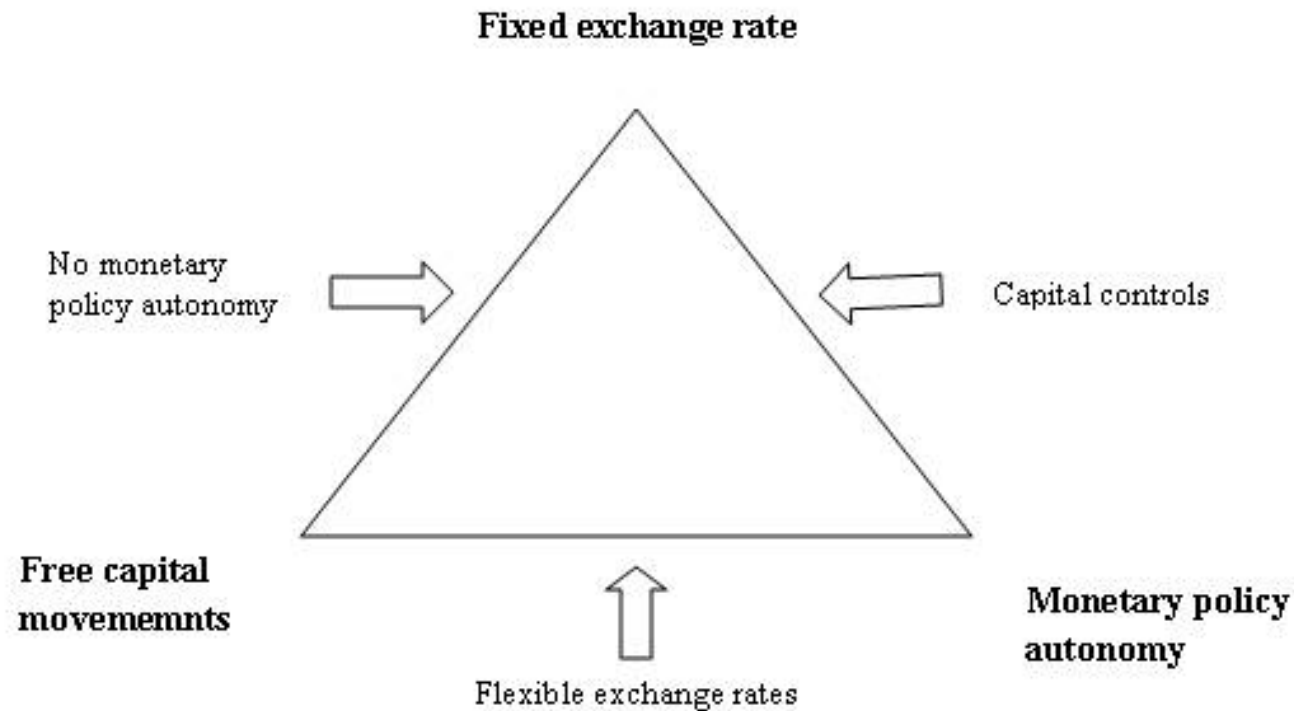
- Finanzsystementwicklung
- Entwicklung von Institutionen und Governance
- Makroökonomische Stabilität

Allerdings:

- Threshold effects

∅ Die gleichen Faktoren, die durch eine Öffnung der Kapitalmärkte implizit gestärkt werden, müssen eine gewisse Qualität erreicht haben, bevor die „collateral benefits“ der Kapitalmarktöffnung erfahren werden können

Impossible Trinity



Lösungsvorschlag nach der Asienkrise:

- „Corner Solutions“ / „Bipolar View“
- Aufstrebende Volkswirtschaften, also Volkswirtschaften, die ihre Kapitalmärkte öffnen (wollen), sollen sich für entweder vollkommen feste oder vollkommen flexible Wechselkurse entscheiden

Inhärente Illiquidität des Bankensystems bei Fristentransformation auf der Basis von Fremdwährungen:

- Kapitalzuflüsse
- Dollarisierung/Euroisierung von Bankeinlagen

Wirtschaftspolitische Herausforderungen der Kapitalmarktöffnung: Finanzsektorpolitik



Fristentransformation

Aktiva	Passiva
Kurzfristige Aktiva	Kurzfristige Passiva
Langfristige Aktiva	
<i>Gesamtaktiva</i>	<i>Gesamtpassiva</i>

Quelle: eigene Zusammenstellung

Lösung des Problems im nationalen Kontext:

Zentralbank als lender of last resort

Aktuelle Finanzkrise als Beispiel

Allerdings nur, wenn Einlagen und Forderungen in
heimischer Währung denominiert sind

Fristentransformation in aufstrebenden Volkswirtschaften

Aktiva	Passiva	
Kurzfristige Aktiva <i>in heimischer Währung</i>	Kurzfristige Passiva <i>in heimischer Währung</i>	} Nationaler LOLR Bei festen WK: internationaler LOLR
Langfristige Aktiva <i>in heimischer Währung</i>		
Kurzfristige Aktiva <i>in ausländischer Währung</i>	Kurzfristige Passiva <i>in ausländischer Währung</i>	} Internationaler LOLR – Unabhängig vom WKsystem
Langfristige Aktiva <i>in ausländischer Währung</i>		
Gesamtaktiva	Gesamtpassiva	

Quelle: eigene Zusammenstellung

Lösungsvorschlag nach der Asienkrise:

- Schaffung eines intl. LOLR
- aber keine Bewegung in diese Richtung

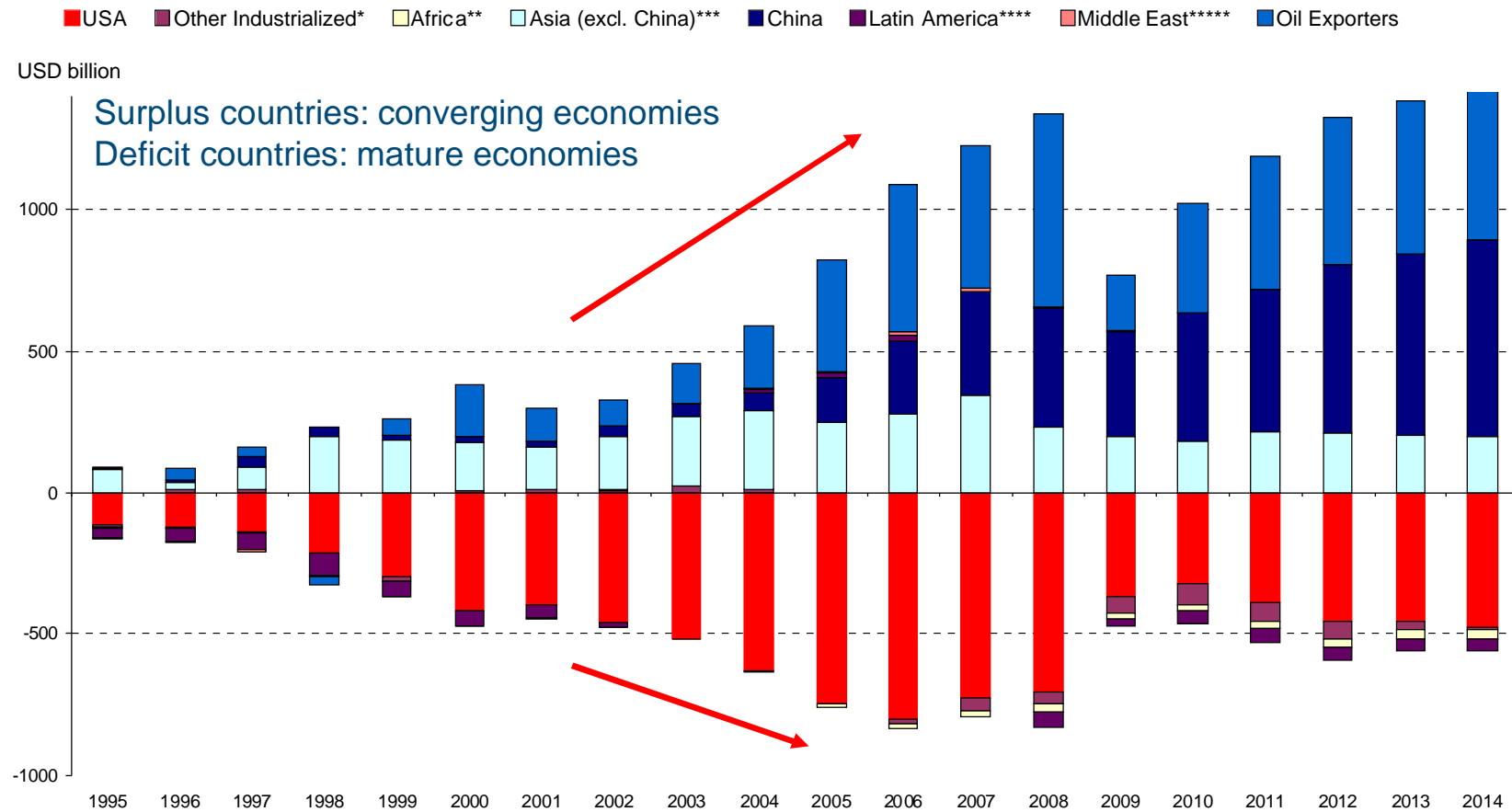
Aufstrebendes Asien:

- Aufbau von Währungsreserven (Ersatz für intl. LOLR)
- Nur vorsichtige, zögerliche Liberalisierung des Kapitalverkehrs (de jure und de facto): Erhaltung geldpolitischer Spielräume (auch über WKsystem)
- Vermeidung nicht nur der Aufnahme von Krediten / Schulden in ausländischer Währung , sondern der (Netto-) Kreditaufnahme im Ausland überhaupt
- Tendenziell antizyklische Fiskalpolitik
- Implikation: Export getriebener Wachstumsprozess, Leistungsbilanzüberschüsse, Positivierung der Nettoauslandsposition

Aufstrebendes Asien, aufstrebendes Europa: unterschiedliche Ansätze, den Herausforderungen zu begegnen



Ergebnis: Globale Ungleichgewichte



Notes: * = United Kingdom, Denmark, Sweden, Switzerland, Canada, Australia, New Zealand; ** = Morocco, South Africa, Tunisia; *** = All Asia excluding China but including Japan; **** = Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Ecuador, Mexico, Peru; ***** = Egypt, Israel

Source: IMF

Aufstrebendes Europa :

- Ausländische (EU-15) Banken als Träger der Finanzsystementwicklung (indirekter Zugriff auf intl. LOLR)
- Komplette (de jure und de facto) Öffnung der Kapitalmärkte: Kaum Spielräume für eigenständige Geldpolitik (auch durch WKregime)
- Fiskalpolitik tendenziell prozyklisch
- Wachstumsmodell: Kapitalzuflüsse, Kreditwachstum und Steigerung der Binnennachfrage

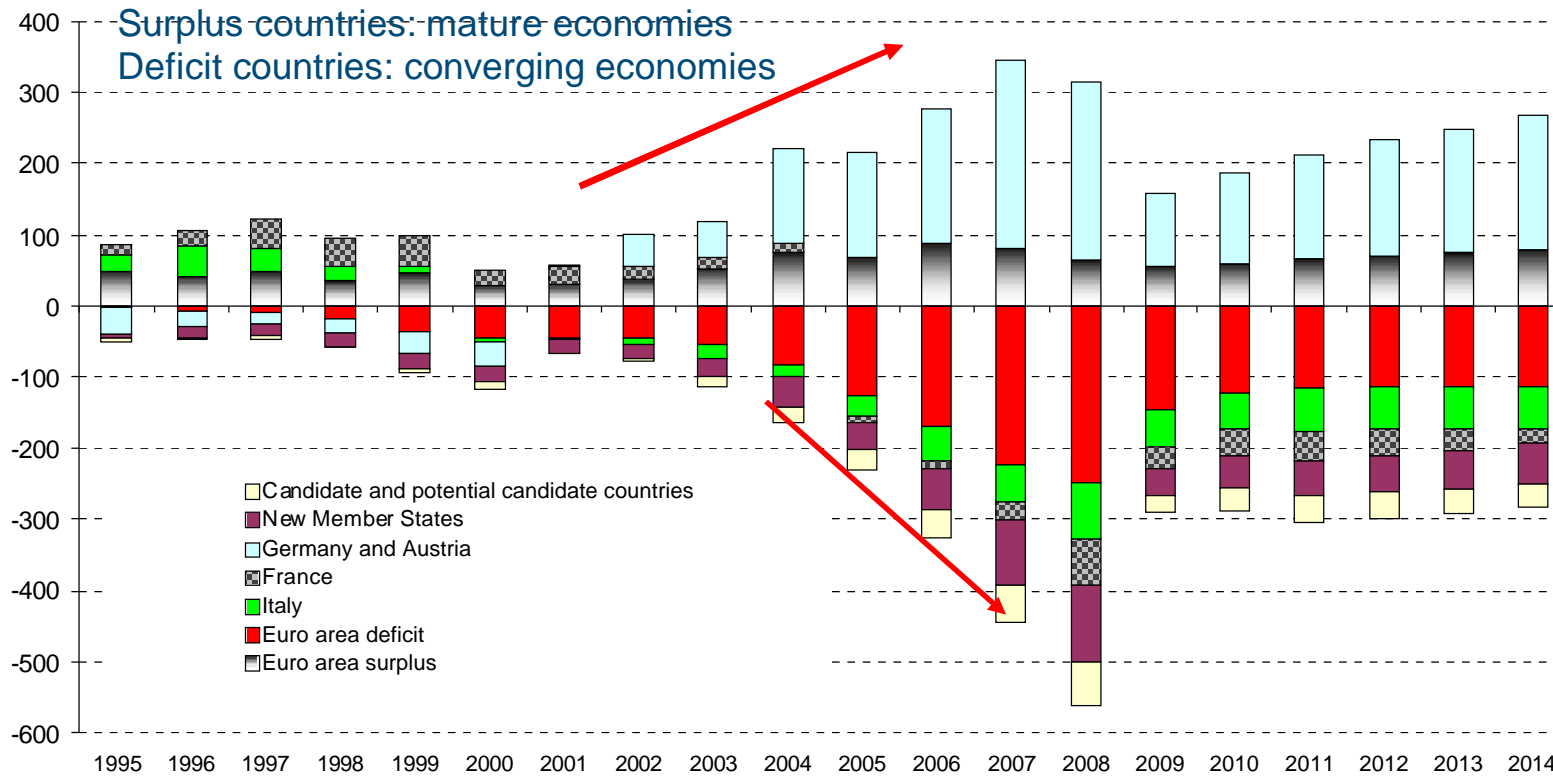
Implikation: Leistungsbilanzdefizite, Passivierung der Nettoauslandsposition

Aufstrebendes Asien, aufstrebendes Europa: unterschiedliche Ansätze, den Herausforderungen zu begegnen



Ergebnis: Europäische Ungleichgewichte

USD billion



Euro area deficit countries: Greece, Ireland (since 2000), Portugal and Spain

Euro area surplus countries: Belgium, Finland, Luxembourg, Netherlands

Sources: IMF, own compilation

Erfahrungen aus der globalen Bankenkrise:

- Beide Ansätze verhinderten nicht, dass die Krise in beide Regionen überschwappte
- Oktober / November 2008: Federal Reserve und EZB als internationale lender of last resort auch für aufstrebende Volkswirtschaften
- Allerdings unterschiedliche wirtschaftspolitische Implikationen bei der Bekämpfung der Krise

Aufstrebendes Asien:

- Eigenständige Fähigkeit zur Durchführung traditioneller anti-zyklischer Geld- und Fiskalpolitik (insbesondere in Ländern mit vergleichsweise geschlossenen Kapitalmärkten, z.B. China)

Aufstrebendes Europa:

- Stark abhängig von indirekter Kapital- und Liquiditätsunterstützung der EU-15 Regierungen sowie der EZB für die Mutterbanken der vor Ort ansässigen Institute (unterstützt von IFIs)
- Wachstumsmodell erlaubt kaum Möglichkeiten für eigenständige antizyklische Geld- und Fiskalpolitik (Geldpolitik wg. WKregime, Fiskalpolitik wg. ungenügender Restriktion in Boomzeiten nicht möglich)

Aufstrebende Volkswirtschaften in der Krise – warum schneidet Asien besser ab?



- Ø Bisher deutet Evidenz darauf hin, dass das asiatische Modell erfolgreicher ist

Ist daher die Öffnung der Kapitalmärkte nicht sinnvoll?

- a) Charakter der Finanzkrise – global, ausgehend in entwickelten Volkswirtschaften: atypisch?
- b) Fiskalpolitik wird zentrales makropolitische Instrument in Ländern, die aufgrund der *impossible trinity* keine eigenständige Geldpolitik durchführen können
- c) Ohne internationalen LOLR sind Bankensysteme inhärent krisenanfällig, sofern sie sich in ausländischer Währung verschulden und Fristentransformation betreiben

Aufstrebende Volkswirtschaften in der Krise – warum schneidet Asien besser ab?



Aufstrebendes Asien und Europa stellen

second-best Lösungen

der wirtschaftspolitischen Herausforderungen dar,
die die Öffnung der Kapitalmärkte mit sich bringt

First-best Lösung:

- Intl. Koordinierung der Wirtschaftspolitiken
- Übertragung nationaler Anti-Kriseninstrumente auf das internationale Finanzsystem

Lender of last resort

Regulierung und Aufsicht

- Ø Auf der aktuellen Agenda internationaler Wirtschaftspolitik (G-20, Strauss-Kahn 2009)
- Ø Bessere Möglichkeiten, die Vorteile einer Öffnung der Kapitalmärkte wahrzunehmen

Vielen Dank für die Aufmerksamkeit

References

- Abiad, A., D. Leigh, and A. Mody. 2007. International Finance and Income Convergence: Europe is Different. International Monetary Fund Working Paper 64. Washington, DC: International Monetary Fund
- Calvo, R. 2009. Lender of last resort: Put it on the agenda!. March 23, 2009, <http://vox.cepr.org/index.php?q=node/3327> [accessed January 21, 2010]
- Chang, R., and A. Velasco. 2000. Exchange-Rate Policy for Developing Countries. *American Economic Review*. 90(2): 71–75.
- Chinn, M. and H. Ito. 2006. Financial Openness measure (data extending to 2007, updated February 2009) <http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/research.html> [accessed January 21, 2010].
- De Haas, R., and I. van Lelyveld. 2008. Internal Capital Markets and Lending by Multinational Bank Subsidiaries. European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) Working Paper 105. London: EBRD.
- Diamond, D.W., and P.H. Dybvig. 1983. Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Journal of Political Economy*. 91(3): 401–419.
- European Bank for Reconstruction and Development (2009), Transition Report 2009 – Transition in crisis?, London.
- Fabrizio, S., D. Leigh, and A. Mody. 2009. The Second Transition: Eastern Europe in Perspective. International Monetary Fund Working Paper 09/43. Washington, D.C: International Monetary Fund.
- Fischer, S. 2001. On the Need for an International Lender of Last Resort. *Journal of Economic Perspectives*. 13(4): 85–104.
- Goldstein, M. and D. Xie 2009. The Impact of the Financial Crisis on Emerging Asia, Paper presented at the Federal Reserve Bank of San Francisco, Asia Economic Policy Conference, October 18-20.
- Herrmann, S., and A. Winkler. 2008. Real Convergence, Financial Markets, and the Current Account—Emerging Europe versus Emerging Asia. European Central Bank (ECB) Occasional Paper 88. Frankfurt: ECB.

International Financial Advisory Commission. 2000. Report to the US Congress on Reform of the Development Banks and the International Financial Regime. Washington, DC: International Financial Advisory Commission.

Jeanne, O., and C. Wyplosz. 2001. The International Lender of Last Resort: How Large is Large Enough?. International Monetary Fund Working Paper 01/76. Washington, DC: International Monetary Fund.

Kose, M.A., E.D. Prasad, K. Rogoff and S.-J. Wei. 2009. Financial Globalization: A Reappraisal, IMF Staff Papers, 56(1), 8-62, April

Kose, M.A., E.D. Prasad, and M.E. Terrones. 2007. How Does Financial Globalization Affect Risk Sharing? Patterns and Channels. International Monetary Fund Working Paper 07/238. Washington, DC: International Monetary Fund.

Lane, P., and G.M. Milesi-Feretti. 2008. The Drivers of Financial Globalization. Institute for International Integration Studies (IIS) Discussion Paper 238. Dublin: IIS.

Levine, R. 1997. Financial Development and Economic Growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature*. 35(June): 688–726.

———. 2005. Finance and Growth: Theory and Evidence. *In Handbook of Economic Growth*, Vol. 1, edited by P. Aghion and S. Durlauf. Amsterdam: Elsevier.

Obstfeld, M., J.C. Shambaugh, and A.M. Taylor. 2009. Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008. Paper to be presented at the ASSA Meetings, San Francisco, 3–5 January 2009.

Winkler, A. 2008. Globale Ungleichgewichte, Wechselkursregime und Finanzkrise. Wirtschaftsdienst. *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*. 88(11): 723–731.

Winkler, A., and U. Vogel. 2009. "Finanzierungsstrukturen und makroökonomische Stabilität in den Ländern Südosteuropas, der Türkei und in den GUS-Staaten. Frankfurt School Working Paper 122. Frankfurt: Frankfurt School.