VEREIN FÜR ENTWICKLUNGSÖKONOMISCHE FORSCHUNGSFÖRDERUNG (EFF) E.V.

Michael Frenkel
Hans-Rimbert Hemmer

(Herausgeber)

Finanzmarkt- und Währungsprobleme von Schwellen- und Transformationsländern

8. Entwicklungsökonomisches Seminar vom 19.-22. Januar 2005

im Hotel „Kaiserin Augusta“ in Weimar

VORWORT

Entwicklungsökonomische Debatten finden in Deutschland auf unterschiedlichen Ebenen statt: Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftler diskutieren unter sich ebenso wie die Praktikerinnen und Praktiker. Was dabei leider zu kurz kommt, ist der gegenseitige Gedankenaustausch und der Versuch, die eigenen Überlegungen dadurch voranzubringen, dass man sich mit dem jeweils anderen „Lager“ näher befasst. Die Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftler müssen sich häufig den Vorwurf gefallen lassen, sie lebten im Elfenbeinturm, machten aus praktischen Mücken theoretische Elefanten und wüssten relativ wenig über das, was in der tatsächlichen Entwicklungsländerwelt vorgeht. Den Praktikerinnen und Praktikern wird dagegen vorgehalten, sie würden sich der Notwendigkeit kurzfristiger Aktionismen unterwerfen, seien zwar kreativ in ihren Handlungsvorschlägen, ohne aber deren Implikationen zu erkennen, und hätten keinen Blick für Zusammenhänge. Diese Liste gegenseitiger Vorwürfe ließe sich beliebig verlängern. Doch sind sie auch berechtigt? Wie so oft steckt in jeder Übertreibung – und um solche handelt es sich bei diesen Vorwürfen – ein harter Kern von Wahrheit. Zweifellos könnten viele wissenschaftliche Analysen von einer besseren Kenntnis realer Probleme profitieren, und sicherlich könnte die entwicklungspolitische Praxis von einer besseren Kenntnis der Ergebnisse wissenschaftlicher Analysen ihren Nutzen ziehen. Zwar bestehen individuelle Kontakte zwischen einzelnen Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftlern sowie Organisationen der Entwicklungszusammenarbeit. Diese Kontakte orientieren sich aber primär an der Lösung konkreter Einzelprobleme. Sie drücken deshalb kein systematisches Zusammentreffen von Wissenschaft und Praxis aus.

Eine wichtige (wenn auch sicherlich nicht die einzig wichtige) Erklärung dieses Defizits ist vermutlich darin zu sehen, dass sich der Zunft der Entwicklungsländerökonominnen und -ökonomen in Deutschland (und dem deutschsprachigen Ausland) nur wenige institutionalisierte Chancen zu einem solchen übergreifenden Gedankenaustausch bieten. Sogar innerhalb der jeweiligen Gruppe sind die entsprechenden Chancen nicht besonders groß. Wo hat denn ein an Entwicklungsländerproblemen interessierter Wissenschaftler bzw. eine an Entwicklungsländerproblemen interessierte Wissenschaftlerin schon die Möglichkeit, mit Kolleginnen und Kollegen, Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern auf einem fachlich angemessenen Niveau offen zu diskutieren und dabei auch eigene Neuansätze zur Diskussion zu stellen? Und welche Möglichkeiten hat ein Praktiker bzw. eine Praktikerin, der bzw. die bereits seit einigen Jahren die Universität verlassen hat und Gefahr läuft, im Zuge des strapaziösen Alltagsgeschäfts innerhalb seiner bzw. ihrer Organisation die Neuentwicklungen der Entwicklungsländerökonomie zu verpassen, sich gründlicher über das zu informieren, was inzwischen erarbeitet wurde und für die entwicklungspolitische Realität von Bedeutung zu sein scheint?

Aufgrund dieser Defizitanalyse wurde von mehreren Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftlern, die in besonderem Maße mit diesen Berührungsproblemen von Wissenschaft und Praxis vertraut sind, der Verein für Entwicklungsökonomische Forschungsförderung (EFF) gegründet. Dieser Verein hat das Ziel, Seminare und Einzelveranstaltungen zu organisieren, die sich mit entwicklungsökonomischen Fragestellungen in Entwicklungs- und Transformationsländern befassen. Innerhalb des Vereins wurde zum Abbau des oben angesprochenen Defizits der folgende Seminartyp konzipiert: Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftler sowie Praktikerinnen und Praktiker der Entwicklungsländerökonomik kommen für ca. drei Tage zusammen und bearbeiten gemeinsam ein Schwerpunktthema. Teilnehmer sind etablierte Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftler (Professorinnen und Professoren, die sich mit Entwicklungsländerfragen im Bereich der Wirtschaftswissenschaften befassen, sowie entsprechende Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftler aus einschlägigen Forschungsinstituten), Nachwuchswissenschaftlerinnen und -wissenschaftler (Doktorandinnen und Doktoranden sowie Habilitandinnen und Habilitanden) sowie Praktikerinnen und Praktiker der Entwicklungszusammenarbeit, die ein wirtschaftswissenschaftliches Studium absolviert haben und denen daher der ökonomische Fachjargon ebenso geläufig ist wie sie die traditionelle Entwicklungsökonomik im Griff haben. Die Teilnehmerzahl wird, um die für einen intensiven Gedankenaustausch erforderliche Seminargröße nicht zu sprengen, gleichzeitig auf ca. 30 begrenzt. Die drei hier angeführten Gruppen sollen in etwa gleicher Stärke vertreten sein.

Für den im Rahmen des Seminars angestrebten Gedankenaustausch zwischen Wissenschaft und Praxis steht hinreichend Zeit für die Diskussion zur Verfügung: Pro Halbtag – das sind jeweils drei Stunden – wird jeweils ein Referat (maximale Länge: 60 min.) zur Diskussion gestellt; die Diskussion wird entweder mit einem spezifizierenden Korreferat oder einer Art „erster Diskussionsbeitrag“ eröffnet. Das Einführungsreferat weist konzeptionsgemäß „Survey“-Charakter auf und liefert einen ersten Überblick über die Bandbreite des Seminarthemas. Die folgenden Hauptreferate wenden sich dann zentralen, entwicklungspolitisch relevanten Teilgebieten des Oberthemas zu.

Auf der Basis dieses Konzepts hat der Vorstand des Vereins EFF in Zusammenarbeit mit KfW Entwicklungsbank und der zur KfW-Gruppe gehörenden DEG sein 8. Seminar zum Schwerpunkt:

Finanzmarkt- und Währungsprobleme von Schwellen- und Transformationsländern

organisiert, das vom 19. bis 22. Januar 2005 in Weimar stattgefunden hat. Während Michael Frenkel für die wissenschaftliche Seite der Veranstaltung zuständig war, oblag Hans-Rimbert Hemmer die technisch-organisatorische Leitung. Ziel des Seminars war die Darstellung und Diskussion der Finanzmarkt- und Währungsprobleme von Schwellen- und Transformationsländern, um den aktuellen Wissensstand in kompakter Form aufzuarbeiten. Die in Weimar

gehaltenen Vorträge (Referate und Korreferate) sind im vorliegenden Band – zum Teil in deutlich erweiterter Fassung – abgedruckt. Wir erhoffen uns davon eine Vertiefung und Weiterführung der Diskussion sowie eine Informationsgrundlage auch für Nichtteilnehmerinnen und Nichtteilnehmer des Seminars.

Frankfurt/Gießen, 20. Juli 2005

Prof. Dr. Hans-Rimbert Hemmer (EFF)
Dr. Uwe Strangmann (KfW Entwicklungsbank)

INHALTSVERZEICHNIS

VORWORT ..... **III**

INHALTSVERZEICHNIS ..... **VII**

SEMINARPROGRAMM ..... **VIII**

MICHAEL FRENKEL
FINANZMARKT- UND WÄHRUNGSPROBLEME VON SCHWELLEN- UND TRANSFORMATIONS-LÄNDERN – EINFÜHRUNG IN DAS SEMINARTHEMA **1**

LUKAS MENKHOFF UND MICHAEL FRENKEL
CAPITAL ACCOUNT LIBERALIZATION AND POVERTY REDUCTION:WHAT DOES HELP AND WHAT DOESN'T? **7**

TOBIAS BIDLINGMAIER
HANDELSLIBERALISIERUNG UND PRO-POOR-GROWTH **27**

BERNHARD HERZ
DEBT AND CURRENCY CRISES IN EMERGING MARKETS **43**

HANNS MARTIN HAGEN
KRISENRESISTENZ VON MIKROFINANZINSTITUTIONEN (MFI): DAS BEISPIEL BOLIVIEN **63**

EVA TERBERGER
BANKEN ODER KAPITALMÄRKTE: WELCHE STRUKTUR DES FINANZSYSTEMS IST GEEIGNET FÜR ENTWICKLUNGSLÄNDER? **73**

ADALBERT WINKLER
STAND UND PERSPEKTIVEN DER FINANZSEKTORENTWICKLUNG IN TRANSFORMATIONS-ÖKONOMIEN **95**

HOLGER WOLF UND ANNE-MARIE GULDE
PUBLICLY OWNED BANKS IN THE DEVELOPMENT PROCESS **115**

HOANG-LAN HA
THE TRANSFORMATION OF THE BANKING SECTOR AND ECONOMIC GROWTH IN VIETNAM **131**

STEPHAN PAUL
BANKENREGULIERUNG IN INTERNATIONALER PERSPEKTIVE **170**

FRANZISKA HOLLMANN
DIE ARGENTINIENKRISE IN DER PRAXIS DER PROJEKTFINANZIERUNG: LESSONS LEARNED AUS SICHT DER DEG **213**

SEMINARTEILNEHMER ..... **IX**

SEMINARPROGRAMM

Einführung in das Tagungsthema

Michael Frenkel: Finanzmarkt- und Währungsprobleme von Schwellen- und Transformationsländern

1. Session

Hauptreferat:	Lukas Menkhoff / Michael Frenkel	Capital Account Liberalization and Poverty Reduction: What Does Help and What doesn't?
Korreferat:	Tobias Bidlingmaier	Handelsliberalisierung und Pro-Poor-Growth

Diskussion

2. Session

Hauptreferat:	Bernhard Herz	Debt and Currency Crises in Emerging Markets
Korreferat:	Johannes Stoll	Das Länder-Rating-Verfahren der KfW
Korreferat:	Hanns Martin Hagen	Krisenresistenz von Mikrofinanzorganisationen: Das Beispiel Boliviens

Diskussion

3. Session

Hauptreferat:	Eva Terberger	Bank-basierte oder kapitalmarkt-basierte Finanzsysteme. Was ist besser für Entwicklungsländer?
Korreferat:	Adalbert Winkler	Zustand von Finanzmärkten in Transformationsländern

Diskussion

4. Session

Hauptreferat:	Holger Wolf / Anne-Marie Gulde	Publicly Owned Banks in the Development Proces
Korreferat:	Hoang-Lan Ha	Transformation of the Banking System and Economic Growth in Vietnam
Diskussion		

5. Session

Hauptreferat:	Stephan Paul	Bankenregulierung in internationaler Perspektive
Korreferat:	Franziska Hollmann	Die Argentinienkrise in der Praxis der Projektfinanzierung: Lessons Learned aus Sicht der DEG
Diskussion		

FINANZMARKT- UND WÄHRUNGSPROBLEME VON SCHWELLEN- UND TRANSFORMATIONSLÄNDERN

EINFÜHRUNG IN DAS SEMINARTHEMA

Michael Frenkel

Die Asienkrise 1997 machte deutlich, dass Ereignisse auf den Finanzmärkten eines Landes erhebliche Auswirkungen auf die realwirtschaftliche Entwicklung des jeweiligen Landes haben können. Dies gilt sowohl in positiver wie in negativer Richtung: gut funktionierende Finanzmärkte können die wirtschaftliche Entwicklung fördern sowie gegen Krisen schützen und sind gleichsam Voraussetzung für dauerhaftes Wachstum und Entwicklung. Schwächen der Finanzmärkte wirken sich dagegen langfristig nachteilig für den realen Sektor einer Volkswirtschaft aus und führen regelmäßig zu Rückschlägen im Wachstumsprozess eines Landes. Diese Zusammenhänge gelten in ähnlicher Weise für den Devisenmarkt bzw. das Währungssystem. Devisen- und Finanzmärkten ist gemeinsam, dass eine Vielzahl ökonomischer Transaktionen mit Geschäften auf diesen Märkten verbunden ist.

Vor diesem Hintergrund beschäftigt sich das Seminar mit verschiedenen Problemen auf den Finanz- und Devisenmärkten von Entwicklungsländern. Eine Reihe der untersuchten Aspekte treffen vor allem auf bereits etwas weiter fortgeschrittene Volkswirtschaften zu, weshalb das Seminar sich im Titel auf Schwellen- und Transformationsländer bezieht. Allerdings sind einige Aspekte, die dieses Seminar behandelt, auch weiter gefasst, so dass hierbei der Rahmen nicht so eng abgegrenzt ist und auch die weniger weit entwickelten Entwicklungsländer in die Betrachtung einbezogen werden. Der gesamten Ländergruppe ist gemeinsam, dass die Finanzmärkte dieser Länder im Vergleich zu den Industrieländern noch relativ einfache Strukturen aufweisen. Nicht selten gibt es nur eine begrenzte Anzahl von Geschäftsbanken, so dass der Bankenmarkt deutlich von einem Wettbewerbsmarkt entfernt ist und es sich eher um ein Oligopol handelt. Noch weniger ausgeprägt sind in diesen Ländern funktionierende Kapitalmärkte.

Finanzmärkte sind besondere Märkte einer Volkswirtschaft. Vier Besonderheiten machen dies bereits deutlich:

1. Fast alle ökonomischen Transaktionen implizieren auch Finanztransaktionen. Ein besseres Funktionieren der Finanzmärkte wirkt daher allgemein positiv auf die Allokation von Ressourcen, woraus sich entsprechende positive Wohlfahrtseffekte ergeben.

2. Finanzmärkte sind mehr als andere Märkte durch Informationsasymmetrien gekennzeichnet.

3. Erwartungsunsicherheiten spielen eine größere Rolle auf den Finanzmärkten dieser Ökonomien als auf anderen Märkten.
4. Die Reaktionsgeschwindigkeit der Finanzmärkte ist sehr viel höher als auf den Gütermärkten.

Diese Besonderheiten sind Anlass, in diesem Seminar verschiedene Aspekte der Finanzmarktentwicklung zu betrachten. Insgesamt umfasst das Seminar fünf Themenblöcke, in denen einzelne Probleme in Haupt- und Korreferaten untersucht werden. Die Zahl der Themen bedingt, dass eine Eingrenzung der zu untersuchenden Probleme vorgenommen werden musste. Die konkrete Auswahl der im Seminar zu behandelnden Einzelthemen erfolgte unter der Bewertung der Bedeutung der Themen für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung der Entwicklungs- und Schwellenländer. Im Folgenden sollen die Hauptreferate zu den einzelnen Themenblöcke überblicksartig vorgestellt werden.

Die im Vergleich zu Industrieländern geringere Bedeutung der Finanzmärkte in Schwellen- und Transformationsländern sowie die in vielen Ländern bestehenden Restriktionen für den internationalen Kapitalverkehr wirft die Frage nach den angemessenen Reformen und der Entwicklungsstrategie für diesen Bereich der Volkswirtschaft auf. Allgemein darf erwartet werden, dass von einer Öffnung der Finanzmärkte gegenüber dem Weltmarkt längerfristig positive Wachstumsimpulse auf eine Volkswirtschaft ausgehen. So ermöglicht die Öffnung der Finanzmärkte für ein Land die Chance, auf Weltersparnisse zur Finanzierung des Entwicklungsprozesses zurückzugreifen. Gleichzeitig steigt aber auch die Volatilität oder Anfälligkeit von Systemen. Die Frage, wie beide Effekte – Wachstums- und Verteilungseffekte – auf unterschiedliche Gruppen in einer Volkswirtschaft wirken, steht im **Mittelpunkt des ersten Themenblocks** des Seminars. Hierzu betrachtet der Beitrag von Lukas Menkhoff (Universität Hannover) und Michael Frenkel (WHU Koblenz) den Zusammenhang von Kapitalbilanzliberalisierung und Armutsbekämpfung. Die Autoren stellen zunächst heraus, dass die Ergebnisse empirischer Studien zu den Wachstumseffekten der Kapitalbilanzliberalisierung ein sehr gemischtes Bild zeigen. Nur wenige Studien finden signifikant positive Wachstumswirkungen. Jene, die positive Wachstumseffekte finden, finden dies in aller Regel nur bei Erfüllung bestimmter Rahmenbedingungen (z. B. für Länder mit fortgeschrittenem Entwicklungsniveau, für ethnisch homogene Länder oder bei bereits auf einem bestimmten Niveau befindlichen Bankensystemen). Die Erfahrung zeigt zudem, dass Kapitalbilanzliberalisierung auf makroökonomischer Basis, selbst wenn hierdurch Wachstumsimpulse ausgelöst werden, gleichzeitig die Volatilität von Wachstum ansteigen lässt. Hinsichtlich der Verteilungswirkungen der Kapitalbilanzliberalisierung führt Kapitalbilanzliberalisierung insbesondere bei den Beziehern höherer Einkommen zu positiven Wachstumseffekten, während sie tendenziell negative Effekte über eine Erhöhung der Volatilität vor allem bei den Armen auslöst. Dies

legt es u. a. nahe, dass eine armutsorientierte Kapitalbilanzliberalisierung für eine weniger schnelle bzw. für eine vorsichtigere Liberalisierung sprechen würde.

In den vergangenen zehn Jahren haben eine Reihe von Schwellen- und Transformationsländer Turbulenzen auf ihren Finanzmärkten erlebt. Ökonomen sprechen hierbei von Krisen und unterscheiden drei Arten von Finanzmarktkrisen:

- Währungskrisen
- Verschuldungs- oder Schuldenkrisen
- Bankenkrisen.

Von Währungskrisen spricht typischerweise, wenn es bei festen Wechselkursen zu einem „run“ auf die Währungsreserven der Zentralbank kommt. Die Erfahrung zeigt, dass es verschiedene Gründe gibt, wodurch Währungskrisen ausgelöst werden können. Dies hat zur Entwicklung von Krisenmodellen der ersten, zweiten und dritten Generation geführt. Von Verschuldungskrisen spricht man, wenn eine Regierung ihren Schuldendienstverpflichtungen nicht mehr nachkommt. Bankenkrisen sind dagegen durch einen „run“ auf die Einlagen der Geschäftsbanken gekennzeichnet, die zur Illiquidität des Bankensystems führt.

Hieran anknüpfend stehen im **Mittelpunkt des zweiten Themenblocks** zwei der drei skizzierten Finanzkrisentypen. Bernhard Herz (Universität Bayreuth) untersucht den Zusammenhang von Währungs- und Schuldenkrisen und erläutert sowohl auf theoretischer als auch auf empirischer Basis, warum beim Auftreten einer der beiden Krisen die jeweils andere Krise ebenfalls auftreten kann, jedoch nicht notwendigerweise auftreten muss. Anhand der Betrachtung von Geldmengenexpansion und externer Verschuldung lassen sich Kombinationen nachweisen, bei denen eine Schuldenkrise, eine Währungskrise oder eine Zwillingskrise in den vergangenen drei Jahrzehnten aufgetreten sind. Hier zeigt sich eine Überlappung der „Kombinationsfelder“, welche die Prognose der Krisen zusätzlich erschwert. Die vorgenommenen empirischen Schätzungen kommen zu dem Ergebnis, dass der Koeffizient der Geldmengenvariablen in der Schätzung von Währungskrisen signifikant positiv ist, währender der Koeffizient der Verschuldungsvariablen signifikant negativ ist, was auf einen möglichen Substitutionseffekt hindeutet: Eine Währungskrise mit entsprechender Geldmengenexpansion als Ursache reduziert die Finanzierungserfordernisse der Regierung. In der Schätzung von Schuldenkrisen ergab sich dagegen ein anderes Bild: Hohe Verschuldung trägt signifikant zur Schuldenkrise bei, während ein solcher Effekt nicht für die Geldmenge als Determinante nachgewiesen werden kann.

Im **Mittelpunkt des dritten Themenblocks** steht die Frage, wie Bankensysteme am Besten weiterentwickelt werden können. Eva Terberger (Universität Heidelberg) untersucht hierbei, ob banken- oder kapitalmarktbasierte Finanzsysteme besser sind und bezieht ihre Untersuchung auf die gesamte Breite der Entwicklungsländer, also nicht ausschließlich auf Schwel-

len- und Transformationsländer. In der Entwicklungspolitik wird die Frage nach der Entwicklungsstrategie des Bankensystems als eine der wichtigsten Fragen angesehen. Der Beitrag weist zunächst darauf hin, dass die Struktur des Finanzsystems mit der Corporate-Governance-Struktur in Verbindung steht. Eva Terberger präsentiert in diesem Zusammenhang Thesen zur optimalen Finanzstruktur und den empirischen Befund (in Form von Fallstudien). Letzterer deutet darauf hin, dass in der langen Frist die Unterscheidung weniger bedeutend ist. Es gibt Hinweise dafür, dass die zu beobachtende Struktur von einer Reihe von länderspezifischen Faktoren (z. B. vom rechtlichen Rahmen) abhängt. Wenn Gläubigerrechte im Rechtssystem stark betont werden, wird sich eher ein bankenbasiertes Finanzsystem entwickeln. Wird im Rechtssystem dagegen der Schutz von Kleinaktionären (Minderheitenschutz) oder das Verbot von Insiderhandel betont, ergibt sich eher ein kapitalmarktbasiertes Finanzsystem. Wenn die Informationsbeschaffung schwierig ist, entsteht eher ein bankenbasiertes Finanzsystem, weil die Kreditüberwachung leichter ist. Der Struktur von Entwicklungsländern scheint ein bankenbasiertes Finanzsystem angemessener zu sein, wenn die Rechtssysteme Funktionsschwächen aufweisen und eine Vielzahl von kleinen, informellen Unternehmen bestehen, die nicht auf eine lange, ordnungsgemäß dokumentierte Firmengeschichte zurückgreifen können.

Eng verbunden mit der Strategie zur Entwicklung des Bankensystems weniger fortgeschrittener Volkswirtschaften ist die Rolle staatlicher Banken im Entwicklungsprozess. Im **Mittelpunkt des vierten Themenblocks** steht deshalb die von Holger Wolf (Georgetown University, Washington D.C.) untersuchte Frage, ob staatliche Banken den Entwicklungsprozess fördern, bremsen oder ohne Effekt sind. In den 70er Jahren dominierte das so genannte positive Urteil, d. h. die Überzeugung, dass ein positiver Beitrag von staatlichen Banken ausgehe. Holger Wolf zeigt die verschiedenen Argumente auf, die für diese Überzeugung vorgetragen wurden. Allerdings sind auch Gegenargumente zu finden, von denen Professor Wolf drei näher ausführt. Dies legt es nahe, die empirische Evidenz hierzu zu untersuchen. Verschiedene Studien weisen auf einen neutralen oder negativen Wachstumsbeitrag öffentlicher Banken hin. Einen negativen Wachstumsbeitrag finden Studien auch in Regressionen, welche die finanzielle Entwicklung auf verschiedene Determinanten zurückführen und unter diesen auch staatliche Banken einbeziehen. Holger Wolf stellt allerdings heraus, dass es in der Regel fraglich ist, ob in den Studien tatsächlich eine Kausalität erfasst wird oder ob hierbei nicht z. B. die schlechte Infrastruktur, die mangelnde Governance und ähnliches Ursache für die Wachstumsschwäche ist und öffentliche Banken in diesen Ländern nur einen hohen Marktanteil haben. Empirische Studien weisen ferner auf eine Glättung der Kreditvergabe hin, welche häufig als eines der Pro-Argumente für staatliche Banken angeführt wird. Uneindeutig ist der empirische Befund zur Frage, ob öffentliche Banken einen Einfluss auf die

Wahrscheinlichkeit und die Kosten von Krisen haben. Insgesamt ergibt sich aus Sicht von Holger Wolf ein gemischtes empirisches Bild zu der von ihm behandelten Frage.

Anknüpfend an die Bedeutung der Entwicklung des Bankensystems in wenig fortgeschrittenen Volkswirtschaften steht im **Mittelpunkt des fünften Themenblocks** die Betrachtung der Bankenregulierung aus internationaler Perspektive. Stefan Paul (Universität Bochum) erläutert in seinem Beitrag zunächst die Sonderstellung des Finanzsektors in der Volkswirtschaft, weil sich hieraus die Regulierungsbegründung ergibt. Zur Beurteilung von Regulierungsmaßnahmen verwendet er die Kriterien Effektivität (verhindern die Maßnahmen Krisen?) und Effizienz (ist die jeweilige Maßnahme gegenüber Alternativen von Vorteil?). Daran anschließend erläutert er die verschiedenen Grundsätze von Basel I und Basel II. Übertragen auf weniger fortgeschrittene Volkswirtschaften diskutierte er außerdem, ob diese Länder durch Basel II eine Kreditrationierung erfahren würden und ob Basel II überhaupt auf Entwicklungsländer angewendet werden sollte.

CAPITAL ACCOUNT LIBERALIZATION AND POVERTY REDUCTION:WHAT DOES HELP AND WHAT DOESN'T?

Michael Frenkel and Lukas Menkhoff

Abstract:

This paper identifies links between capital account liberalization policy and poverty. We find that a policy that includes poverty reduction as an objective differs from the conventional approach. Capital account liberalization with pro-poor policy aspects focuses more on preventing a high level of fragility of the economy by taking into account sequencing lessons and relinquishes possible growth enhancing measures if they increase risks for the poor. Moreover, macro policies are important to stabilize the economy as well as enhanced basic education. Opening the capital account should be dependent on functioning rural and small firm financing.

A. Introduction

Should developing countries follow the example of industrial countries in dismantling capital account restrictions? As developing countries face more severe poverty problems than industrialized countries and, at the same time, have more restricted capital accounts, one short-cut recommendation may be to follow the success models by simply dismantling capital controls. These controls refer in particular to foreign direct investment, borrowing abroad, to securities' issuance in international markets, to financial investments from abroad (e.g. in stock markets) and to foreign supply of financial services. This intuitively plausible advice has indeed dominated policies during the past decades, at least until the deep financial crises of the late 1990s. Since then, it has become obvious that capital account liberalization (in the following short: CAL) is not so much a task of bravely eliminating restrictions but more one of persistently building institutions for a market environment. However, markets may be efficient but they do not necessarily take care of the poor. Nowadays, several initiatives promote pro-poor oriented policies, an aspect that did not play a significant role in the past for liberalization policies. This paper identifies links between liberalization policy and poverty. It shows their impact on poverty and thus helps to identify forms of CAL that support pro-poor policy.

There may be at least two reasons why distribution effects of liberalization policies have been often neglected in the past. First, time series of sufficient quality on income distribution are not available for most emerging market and developing economies. Second, income distribution is affected with varying lags by a number of developments that are difficult to control for in empirical analyses. Provided that growth induced by CAL leads to a proportionate increase in all income groups, poverty by any absolute measure declines. If growth is accompanied by a strong asymmetric income effect, however, then growth may not be a sufficient condition to alleviate poverty. In this context, it should be noted that effects on poverty and effects on income distribution are not the same. Poverty only deals with the very lowest income categories leaving aside distribution effects between other income groups.

Given the lack of specific data, we are forced to use fairly fragmentary evidence and some basic theoretical considerations about the transmission channels of CAL to poverty. For simplicity, we use a definition of absolute poverty in our discussion. Hence, a decline in poverty occurs when fewer people fall below a certain threshold of real income.

Our analysis shows what may be intuitively expected *ex ante*: CAL may not be an appropriate measure to support a pro-poor policy. On the contrary, CAL can lead to effects that weaken the relative position of the poor. There are mainly three channels of such adverse effects on the poor. First, from a macroeconomic viewpoint, CAL has often been badly designed so that growth has not been increased permanently. Contrary to the insecure growth effect, it has in many cases considerably increased the fragility of the economy which is a

problem in particular for the poor. Second, deepening the distributional viewpoint, the problem of the poor is not only fragility but also lesser participation in the advantages and changes in labor demand – against unskilled labor and disadvantaging labor against capital. Third, there are structural impacts of a CAL on regions, firms and financing forms that tend to disadvantage the poor.

This analysis has straightforward policy implications: first, liberalization policy should consider available knowledge on adequate sequencing of reforms as well as safety measures to realize income growth and – which is important for the poor – to limit fragility. Second, the asymmetric distributional impact of CAL suggests a more cautious liberalization policy if a pro-poor strategy is followed. In addition, liberalization should be accompanied by measures that limit adverse effects on the poor. These measures include keeping compensatory public policy in place and improving education. Third, CAL tends to support larger firms in dynamic urban areas so that a pro-poor policy should act to support the less advantaged target group.

The rest of the paper is structured as follows. Section B discusses the evidence on the macro impact of CAL, Sections C and D cover distributional and additional structural effects, respectively. Sections E to F address policy consequences, each section mirroring the analytical Sections B to D. Section G concludes.

B. Evidence on the macroeconomic impact of capital account liberalization

The experience of developing economies in the 1990s with international capital flows has been mixed at best. Recent studies indeed show that CAL possibly – but not necessarily – increases growth but also increases financial fragility. Thus, liberalization success depends on certain requirements that should be fulfilled.

Despite some strong theoretical expectations in favor of growth enhancing effects of CAL, the empirical evidence has been ambiguous from the very beginning. Virtually all empirical studies on the economic effects of international financial integration examine the question of whether or not such policies promote per capita GDP growth. However, the studies differ significantly in the applied measures of financial restrictions included, the covered period and country sample, and the applied methodologies. It may be due to these differences that findings are inconclusive as a short survey of studies by Grilli and Milesi-Ferretti (1985), Quinn (1997) and others in Panel A of Table 1 shows.

The empirical evidence suggests that any growth-enhancing impact of CAL is not robust enough to be easily identified in broad cross-sectional studies. Consequently, further studies have differentiated the total sample into country groups according to states of development (see Panel B in Table 1). The lesson from this literature may be summarized by the latest

study of Edison et al. (2004) which finds that liberalization policies promote per capital GDP growth primarily in middle-income countries. Therefore, they conclude that an intermediate level of development is a necessary condition for a country to enjoy beneficial effects of opening up the capital account. All these later studies control for certain characteristics of the state of the economy through either including a variable reflecting the state of development or the quality of government and conclude that capital account liberalization by itself can hardly generate positive growth effects. The results support the views of Rodrik (1999) and Frenkel and Menkhoff (2004) who emphasize that a necessary condition for a country to benefit from financial liberalization is that there are adequate institutions, supervisory agencies and regulatory policies in place.

In another recent line of research, the focus has been somewhat more narrowly on stock market liberalizations. It has emerged as stylized facts of these studies that liberalizing the stock market leads to capital inflows which increase investment and economic growth [Henry (2000a; 2000b); Bekaert, Harvey and Lundblad (2001)]. Studies find a statistically positive growth effect for the first five years. However, in addition to these average effects, there appears to be an interesting time dimension. As Kaminsky and Schmukler (2003) show in their analysis of financial liberalization, countries experience an increase in the amplitude of boom-bust cycles in equity markets typically in the first years following the liberalization process. Theoretical work on an intertemporal trade-off, which was presented by, e.g., McKinnon and Pill (1997, 1999) and Gourinchas and Jeanne (2004) suggests that liberalization of the capital account may lead to higher growth in the short run, as access to international capital markets leads to an investment boom, but that this development appears as overborrowing in the medium term during which a reversal sets in. The bust is then accompanied by financial crisis and an economic downturn. Fratzscher and Bussiere (2004) provide an empirical study of this phenomenon. They examine 45 industrial and emerging market economies and find support for the hypothesis that capital account liberalization leads to positive short-run growth benefits but to growth reversals in the medium term. According to their results, the decisive factors for growth to be sustained in the medium to longer term after financial integration are the quality of domestic institutions, the structure of capital inflows (notably the magnitude of foreign direct investment) and the sequencing of the liberalization process.

Table 1

Study	Period Covered	Number of countries	Effect of capital account liberalization on growth
A. STUDIES WITH BROAD COUNTRY SAMPLES			
Grilli and Milesi-Ferretti(1995)	1966-1989	61	No significant effect
Quinn (1997)	1960-1989	58	Positive effect
Rodrik (1998)	1975-1989	Close to 100	No significant effect
Kraay (1998)	1985-1997	82	No significant effect
B. STUDIES CONSIDERING COUNTRY HETEROGENITY			
Klein and Olivei (1999)	1970-1995	67	Significant growth effect only if supporting institutions are in place
Bailliu (2000)	1975-1995	40	Significant growth effect only in countries with a certain level of development of the banking sector
Chandra (2001)	1975-1995	57	Significant growth effect only in ethnically homogeneous countries
Edwards (2001)	1973-1988	55 to 62	Significant growth effects only in industrial countries and richer emerging market countries
Arteta et al. (2001)	1973-81; 1982-87; 1988-92	51 to 59	Growth effect depends on degree of macroeconomic stability
Edison et al. (2002)	1986-1995	40	Significant growth effect only for middle-income countries
Klein (2003)	1976-1995	85	No robust effect
Edison et al. (2004)	1976-1995	89	A positive growth effect among East Asian countries; less consistent evidence elsewhere
Fratzscher and Bussiere (2004)	1980-2002	45	Positive short-run effect, but a reversal in the medium term

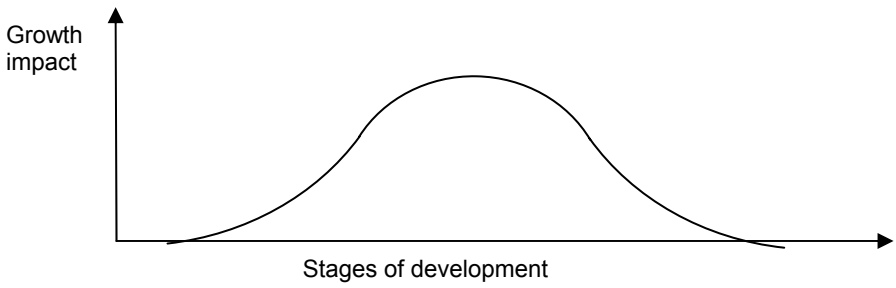
These latter findings fit into a larger literature on the consequences of financial liberalization programs in which capital account liberalization is a major ingredient. The general message of these studies is that financial liberalization may increase growth but will most probably also increase financial fragility [Demirgüc-Kunt and Detragiache (1999), Kaminsky and Reinhart (1999)].

An externality of financial liberalization related to the previous argument stems from spillovers of financial crises between similar countries. Once investors try to sell off their assets in one, say, emerging market economy, there are two clear channels through which contagion may be triggered. First, institutional investors who are confronted with sharp declines in asset prices accompanying a financial crisis in a country may think that countries of similar development may soon get into the same type of crisis. As a consequence, they will try to sell off assets in similar countries in order to avoid getting hurt there too. If this is the behavior of the representative investor it is likely to trigger a crisis in countries that were identified

as similar. Second, institutional investors may be forced to sell assets in similar countries because of liquidity problems that result from their losses in a crisis country and possibly because of withdrawals of private investors from the funds institutional investors manage. As a consequence of these causes of contagion, financial liberalization can lead to an increase in the volatility of financial markets, even if a country does not go through a typical boom-bust cycle. Financial liberalization is then accompanied by a proliferation of financial fragility and a higher vulnerability of a country to financial crises. The costs of such crises can be expected to often be more pronounced within the lowest income groups, because their ability to cope with such volatility is lower and, therefore, they are less insulated from adverse shocks.

We can thus synthesize our survey-results into one important finding: CAL is a powerful policy tool which can have ambiguous consequences. The main trade-off is between enhancing economic growth via increasing efficiency versus enhancing fragility. The major prerequisite for a successful CAL seems to be an adequate development stage of the economy, in particular an adequately developed domestic financial sector. Please, see Figure 1 as a graphical presentation of this finding.

Figure 1



Although institutional reforms belong by now to the typical policy prescriptions for financial liberalization policies, it seems that there is a tendency that countries do not improve their financial system sufficiently before liberalization thus exposing their country to higher vulnerability to crises. Such policies are probably not neutral towards the policy-goal of poverty reduction because experience from many crises proves that the lower income segments of an economy have to bear a higher burden in case of crises.

C. Evidence on the distributional impact of capital account liberalization

Although the literature reviewed in the previous section offers insights into the aggregated effects, none of the studies considers distributional consequences. CAL is not neutral towards distribution but clearly tends to allocate rewards and risks asymmetrically. In a some-

what simplistic way, we can state that: the rich benefit more from the advantages and the poor have to carry a higher burden from the disadvantages.

In our further analysis, we organize arguments along the hypothesis that CAL is characterized by a trade-off between increasing efficiency and fragility. Assuming that policy has taken care of certain conditions for a successful liberalization policy, growth of the overall economy will be stimulated. However, every liberalization policy incorporates structural changes and, thus, requires adjustment which *ceteris paribus* increases fragility, at least for an interim period. This trade-off can be interpreted as reflecting the first and second moment of the growth process: liberalization increases growth rates but also increases volatility of the growth process. Hence, policymakers would have to focus on a welfare function that captures both effects.

This trade-off has obvious consequences for different income groups. In order to keep the discussion parsimonious, we distinguish only three groups in the economy, which we call rich, middle-income and poor. The empirical evidence referred to in section 2 shows that the growth process will stimulate the overall economy and that the poor may benefit proportionately [Das and Mohapatra (2003)]. However, there is no doubt that those who are able to more directly use the capital inflows, i.e. the rich, will benefit more than the average. If there is a relative loser in this process it may be the middle class.

A second set of consequences follows from increasing fragility, i.e. higher crisis probability, which leads to increasing volatility. Even though higher volatility affects all segments of the economy, there is again no doubt that richer groups can better protect themselves against varying economic circumstances. Assets of this group function like a volatility buffer. In contrast, the lowest income segment does not have any assets to protect themselves against economic downturns so that even the basic living conditions of the poor may decrease and the share of poor in the population may increase. While more growth volatility is a hardly avoidable disadvantage of any liberalization process, it affects the rich less strongly than the poor.

This classification of impacts is presented in the six fields of Figure 2. In summary the rich tend to have stronger benefits and lower burden than the poor whereas the middle class is in between. Thus, a policy-prescription of a pro-poor oriented approach is obviously to protect the poor from consequences of increased macroeconomic volatility. This also involves public finance policies because additional adverse effects may result from the government's response to the worsening of its finances.

Figure 2

		Impact on income groups		
		rich	middle	poor
Impact of capital account liberalization on	growth rates	strongly positive	positive (below average)	positive (average)
	growth volatility	negative	negative	strongly negative

The general observation of distributional change due to CAL may be put more specifically by considering the often parallel process of trade integration. As this leads to an expansion of the tradable goods sector, the question arises for which factors of production demand will increase. In developing countries, less-skilled labor is intensively used in the production of tradable goods. However, as Winters (2002) argues, the least-skilled workers may not represent the factor that is most intensively used in the production of tradable goods. Hence, it is possible that workers with completed primary education may benefit but wages of workers with no education – i.e., the most likely to be poor – may stagnate or even fall.

CAL may exert another adverse effect on labor demand. This effect does not work through trade effects, but is induced by changes in relative factor prices. As financial liberalization aims at increasing competition, it tends to put downward pressure on interest rates. The open increasing capital inflows after CAL also tend to reduce interest rates. However, when capital costs decrease, this leads to substitution effects against labor from which, in particular, less-skilled labor may suffer. Robbins and Gindling (1999) found evidence of this effect in Costa Rica when due to a decline in import tariffs prices of capital goods declined. Thus, this effect is similar to general technical progress that is biased against less-skilled labor.

In summary, we can consider four effects that influence income distribution and may thus worsen the situation of the poor. First, the poor tend to benefit less from enhanced growth due to CAL than the rich. Second, the poor are affected relatively stronger by increased volatility. Third, labor demand for the unskilled may be comparatively declining. Fourth, labor demand is weakened in relation to capital demand.

These considerations support the notion that we require a more detailed understanding of how capital account liberalization may impact the poor. The following section on disaggregated effects provides additional analyses.

D. Evidence on structural impacts of capital account liberalization

Beyond the direct distributional impact of CAL, there are further structural effects. In short, liberalization tends to favor urban versus rural areas, large versus small firms and capital markets versus banks. These structural effects weaken the relative position of the poor.

This section distinguishes five major fields of CAL, i.e. foreign direct investment, borrowing from abroad, the issuance of securities in international financial markets, financial investments from abroad and foreign entry into the domestic market of financial services. This distinction into fields of liberalization helps to analyze disaggregated impacts on three issues that are potentially interesting for the poor. There are stylized facts that poverty is relatively higher in rural areas than in the cities, that the working poor are more often occupied in small than in large firms and that poorer income groups of the population may depend in financial affairs on banks but definitely not on capital markets. Hence, the objective of poverty reduction implies a stronger focus on rural areas, small firms and bank financing (see Table 2) and leads to the question whether CAL exerts structural effects with respect to these segments of the economy.

Table 2

	Effects of CAL on					
Major fields of capital account liberalization	Regions		Firm Size		Structure of Financing	
	Urban	Rural	Large	Small	Cap. Market	Bank Lend.
1. Foreign direct investment	+	-	+	(-)	n.a.	n.a.
2. Borrowing abroad	+	(+)	+	-	n.a.	(+)
3. Issuance of securities in internat. financial markets	+	(+)	+	-	+	-
4. Financial investments from abroad	+	(+)	+	-	+	-
5. Foreign entry into domestic financial services	+	-	+	-	+	(+)

Note: + strong impact, (+) some impact, - no impact, n.a. not applicable; for example: Borrowing abroad is more important for cities than rural areas due to respective firm size and financial infrastructure.

Developing economies are typically characterized by a strong welfare descent between *urban and rural areas*. One aspect is that financial infrastructure is more advanced in cities. If

we consider that CAL tends to take domestic standards closer to world standards, it becomes clear that this upgrading is particularly successful where circumstances allow for such an improvement. Where, however, the technological gap is too large, liberalization has no such impact. A relevant example for rural areas is the widespread use of informal finance which is more or less independent of any technological improvement in formal finance. Therefore, rural areas may be by and large isolated from CAL.

Consider now more specific financial flows and how urban and rural areas are affected. Foreign direct investment tends to be concentrated in the agglomeration or tax preferential areas because foreign firms require infrastructure. The next two financial flows listed in Table 2, i.e. borrowing from abroad or the issuance of securities, principally increase financing options for domestic firms. However, are firms in rural areas aware and capable of using these financing options? Or consider financial investments from abroad, the fourth field of CAL. It is no incident that these investments are typically concentrated in the main cities or agglomeration areas as foreign investors know even less about rural areas. Turning to foreign entry into domestic financial services, such investments occur in areas, in which foreigners have a competitive advantage. Such an advantage may be rooted in technological advantage or international relations, which both matter more to those sectors of the economy that are exposed to international markets. These sectors are often located in the urban areas. The geographical distribution of the beneficial effects of CAL may therefore be fairly uneven and concentrated to mainly urban areas. Hence, the direct advantages for the poor will be comparatively small so that their relative income position may deteriorate. The effect on their absolute income position depends again on indirect effects, notably how the increase in income in urban areas is spent.

The effects of CAL on *large versus small firms* is related to regional effects. Firm size is tentatively related to the state of development, so that large firms are concentrated in urban areas of the economy. In addition, large firms can use a broader variety of financial instruments, as their ability to diversify risk is greater than that one of smaller firms. This is particularly important as random shocks could arise in the domestic market and in foreign economies and thus, an open economy is exposed to additional shocks.[1] Since larger firms have more financing alternatives and access to instruments for risk diversification, they can shield themselves better against the adverse effects of shocks. Moreover, they benefit more often from foreign direct investment or financial investments which may provide more financial resources and foreign bank entry which may increase competition in the financial services'

[1] A qualification of the argument is that markets can also become more stable when the economy becomes more open. Plain trade liberalization, for example, can stabilize prices for farm crops, because world market prices are usually more stable than local prices.

market. Overall, small firms benefit relatively little from CAL and, thus, the poor benefit less than the better-off.

Somewhat different from the above issues is the effect of CAL on the structure of the financial sector, i.e. on *bank versus capital market financing*. Starting with the liberalization feature of permitting borrowing abroad, the opening of this market will cause a reallocation of financing. Some firms will finance their operations directly abroad, e.g. through foreign direct investment or through loans from banks abroad, which are substitutes in particular for borrowing from domestic banks. The latter, however, can also borrow abroad and channel this capital at attractive rates to their customers. The typically underdeveloped domestic capital markets will hardly be affected. By contrast, capital market financing in international markets (via bonds or stocks) will probably flourish. Again, this is a substitute to borrowing from domestic banks but also to borrowing from banks abroad and will definitely strengthen capital market financing at the cost of bank lending. The effect from the third field of CAL distinguished in Table 2 is similar to the one discussed before. Financial investments from abroad mostly flow to domestic capital markets and, thus, make this financing alternative more attractive. Finally, we consider foreign entry into domestic financial services. As already discussed in the context of regions and firm size, foreign entry will typically shift the relative importance of financing forms in favor of capital markets.

Overall, the structural effects of CAL strengthen those regions, firms and financing alternatives that are less important – if not negligible – for the poor. Morduch (1994) argues that the poor can usually not be entrepreneurs, as they cannot bear the risk of making losses. It is therefore difficult for them to borrow from financial institutions, because lenders know that the poor have less to lose from not meeting their credit obligations [Winters et al. (2004)]. In order to consciously shift some advantages of CAL towards the poor, a cornerstone would be to consider measures that keep lending activities competitive in rural areas and for smaller firms.

E. The pro-poor macroeconomic lesson: control overall fragility

CAL may stimulate growth and in this sense it should be implemented properly to help the poor. Beyond this general argument, pro-poor policy puts particular emphasis on controlling the negative side of liberalization, i.e. increasing fragility. In search of general lessons for successful CAL, the debate of the 1980s provides two important lessons on appropriate sequencing. First, financial liberalization should be preceded by trade liberalization in order to avoid wrong signals for capital flows. As discussed above, financial liberalization in the presence of significant trade barriers could lead to immiserizing investment through which the entire economy incurs losses which will ultimately lead more households into poverty. Sec-

ond, within the field of financial liberalization, the domestic financial sector should be developed properly before it is integrated into international financial markets. Premature CAL can easily overstrain the financial system of a developing country by, for example, exposing it to insurmountable risks. Whereas the first lesson is clearly defined and has been followed often, the second one is not that clear when it comes to implementation. We argue that the link between domestic financial development and international financial integration should be made more explicit.

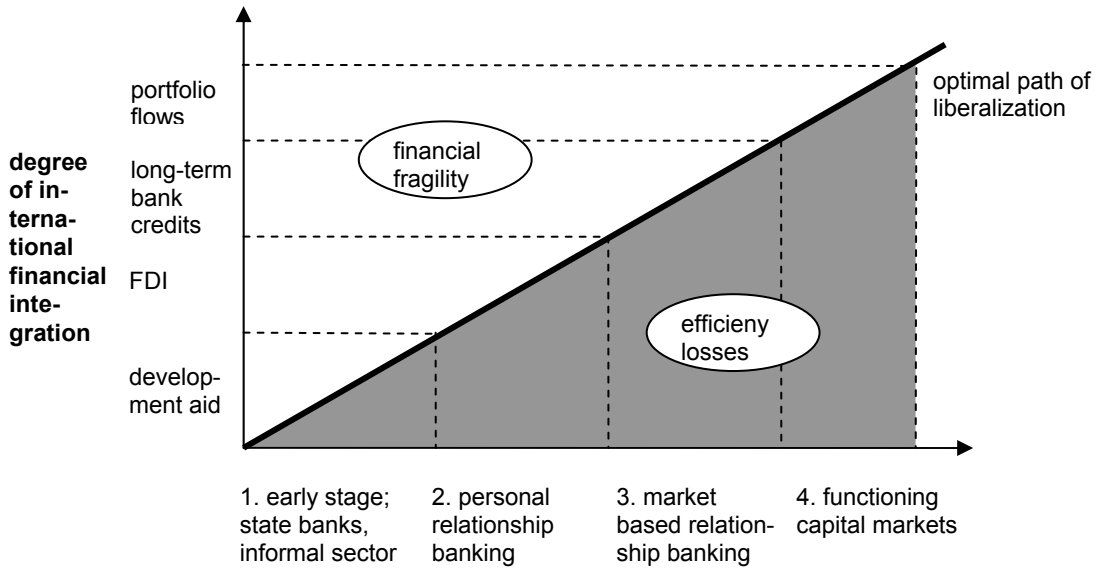
The guiding ideas are just two. First, we observe that financial markets develop according to a certain pattern as described in a stylized fashion by Levine (1997). Second, we regard market development as associated with institution building and believe that certain institutions must exist to make markets work. Otherwise there will be deficiencies and consequently high economic costs.

According to Levine (1997), one may differentiate between stages of financial development; we distinguish the process of financial development into four typical phases. In the first stage, the financial sector can be characterized as very underdeveloped without a market base. Typically, state banks and the informal sector are very important. The next stage is characterized by the growing emergence of commercial banks which act, however, on the basis of personal relations. That means, traditional social structures of society are largely reflected in the financial system. The development to stage three basically implies that the banking sector modernizes its structure so that banking becomes market based. Finally, stage four witnesses the fully fledged operations of capital markets.

As an analogy to this categorization, one may think about different forms of international capital flows requiring more and more developed financial institutions. From this perspective, development aid is the most basic form as it may not even require the existence of any financial sector in the recipient country. This is somewhat different in the case of foreign direct investment as this requires the existence of some basic instruments of capital allocation in the economy into which foreign investors may be integrated. It is up to stage three that one would really use the term financial markets, here international credit markets. Finally, stage four refers to the international financial markets in their full form, including capital markets as well as their derivatives. Thus, we can distinguish four stages of international financial integration that seem to be loosely linked to the stages of financial sector development (see Figure 3). Stage one of the domestic financial sector largely "fits" development aid, because it is largely decoupled from markets. Stage two, however, personal banking means capital allocation along quasi-market rates. The mechanism is very different from the early stage but it is also not as transparent as markets. Hence, foreign direct investment can be considered as a correlate that fits into this world. Stage three sees banks that operate mainly though markets so that – assuming functioning banks – these domestic banking markets may fit into interna-

tional banking markets. Stage four describes complete international integration of fully developed domestic financial markets.

Figure 3



We are aware that the sketched relationship between domestic financial development and the degree of international financial integration is a rough guide at best. Neither do financial systems strictly develop according to well-defined stages nor does the financial sector as a whole belong to a single development stage only. Nevertheless, this simple relationship can help to structure thoughts and identify requirements that should be in place for a successful CAL. In this context, recent research has identified appropriate supervision as the core requirement. Of course, supervision can hardly be too good but realistically it should address crucial elements according to the stage of development.

One of the most important aspects in the context of supervision is the default risk of loans. From the very beginning of banking until the latest stages, proper risk analysis of borrowers and their suggested projects is necessary to keep the system solid. In addition to this general requirement, each stage brings new aspects into focus: stage one, where state banks are prominent, is characterized by the incentive problems of public institutions in general. One has to make sure that the lending officers consider risk and take action to ensure repayments. In stage two, private ownership lessens this problem but often brings about a new phenomenon, which is the shifting of wealth by bank owners from depositors to related borrowers. Thus, supervision has to protect the general public in form of depositors. The most interesting issues of CAL, however, emerge with stage three. When markets become crucial, respective market risks appear which may be new to the bankers. Often, interest rate liberalization causes interest rate risk and an opening capital account may introduce new forms of

currency risk. This new environment calls for new risk management facilities. Stage four highlights this even further as capital markets offer new risks and new opportunities at the same time – in any case, however, participants have to understand the changes. An example may be the often observed fact that capital market financing opportunities shift low risk borrowers into these new markets, thereby increasing average default risk of the remaining borrowers.

Whatever the authorities do to support a save passage from one stage to another or to upgrade international financial integration, there will always be frictions, thus increasing fragility. Consequently, solid macroeconomic policies are of particular importance to avoid destabilization of financial markets from this angle.

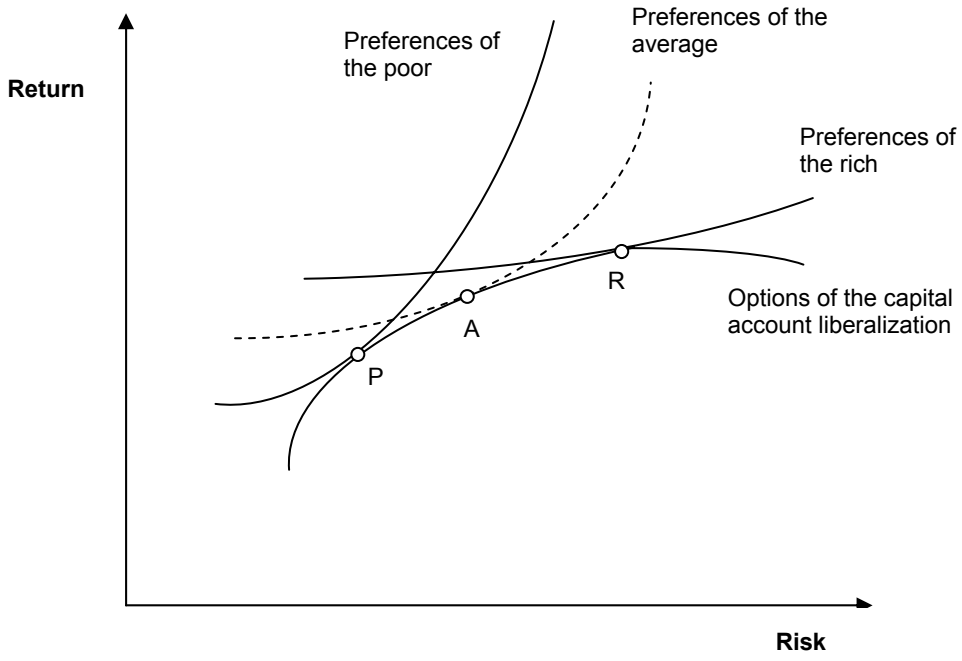
In sum, the pro-poor macro lesson of CAL is to control fragility of the financial sector. The major course to be taken is to follow well-proved sequencing advices. The single core instrument in this respect is appropriate institution building in the domestic financial sector before liberalization is conducted. We have suggested a framework that may help to structure respective steps. Nevertheless, macroeconomic policies should not disturb financial markets or – even better – contribute to stabilization.

F. The pro-poor distributional lesson: invest in the poor

As the distributional consequences of CAL can be disadvantageous for the poor, policy concerned about the poor has to take an active stance to stabilize the situation of the poor. In a sense, these measures need some input that is missing for other purposes. However, properly designed, these measures can be understood not as consumption expenditures but as investment in the poor.

The first distributional impact we have identified in Section 3 was the disadvantage of increased fragility due to CAL. As the rich can protect themselves better against possible financial and economic crises one could transform this asymmetry into a framework of different preferences. The rich and the poor do not prefer the same kind of CAL. If we order available strategies, such as the degree of ambition in opening the capital account, into a risk-return-framework, we get the conventional risk-return trade-off. The more diverse and volatile the expected outcomes are, the higher is the expected return, at least up to a certain level of risk. Beyond this point, a more risky policy is simply a bad policy which will not be in the interest of anybody. However, up to this point there is a conflict of interests and the poor will demand a less risky liberalization policy, as Figure 4 demonstrates.

Figure 4



The second distributional impact addressed in Section 3 was the negative effect on demand of low-skilled labor. As financial liberalization could reduce capital costs and cause substitution against less-skilled labor, government policies in the area of education become even more important. It is well-known, however, that government resources are particularly scarce in (developing) countries and that opening an economy can worsen the taxing ability. This leads to a third problem.

Rodrik (1998a) found a general positive relation between the degree of international integration of an economy and the size of public involvement in the economy. According to his interpretation, international integration brings a reallocation of (dis)advantages so that a larger state can be beneficial in redistributing some of these windfall profits and losses. The problem is, however, that increased openness constrains the ability of a government in taxing mobile factors, notably capital [Rodrik (1997)]. So, there develops a discrepancy between a higher required state involvement and a reduced taxing ability of the state. The latter limits the revenue base for public budgets, so that poverty is adversely affected if a government responds by reducing social expenditure and/or increasing taxes on goods consumed intensely by the poor.

In summary, there are three policy lessons regarding distributional impacts of CAL. First, CAL should be biased in favor of reduced risk of the strategy, emphasizing a more conservative "liberalization strategy". Second, changing factor prices and reorganization of production

processes require increased investments in basic education. Third, these investments are only possible if the government carefully keeps and develops its tax base.

G. The pro-poor structural lesson: address structural imbalances first

CAL has a negative structural impact on the poor which should be actively addressed. Policies are called for that keep a level playing field for rural vs. urban areas, small vs. large firms and bank lending vs. capital market financing. This policy advice has two aspects: sequencing and compensatory measures.

Regarding the sequencing aspect, Table 2 lists five fields of CAL. These fields are ordered according to an often observed sequencing of financial opening. Thus, borrowing from abroad is among the first measures usually taken by an external liberalization policy. The underlying rationale is quite obvious when seen from our perspective of stages of financial development, as banks typically develop before capital markets or as they are at least more important in early stages. Hence, opening lending markets before capital markets makes sense. Then, as next steps capital markets are often liberalized and finally foreign entry into domestic financial services is allowed. Accepting the ordering of these major fields as a typical sequencing of measures (see Table 2), it seems plausible that the beginning of this process is less problematic for the poor than the measure in later stages. Therefore, policy should analyze step by step, whether additional measures of CAL are indeed useful for the economy as a whole and for the poorer segments in particular. According to this way of thinking, the broad-based entry of foreign banks into domestic markets – which ranks high on many policy agendas [World Bank (2001)] – is a measure that should be considered carefully with regards to its impact on the poor too.

In the long run and accompanying the advanced development of the domestic financial sector, there is no doubt that measures of financial opening should be taken and are beneficial for the economy. However, keeping the structural effects of this policy against the poor in mind, it seems consequential to consider compensatory policy measures. Their purpose should not be to hinder those that benefit most from CAL but to support those that are in danger to be left behind. The crucial policy areas are rural financing and small firm financing, whereas financing forms by itself are more difficult to control. If access of the poor to financial services can be improved this will increase their productivity [Jalilian and Kirkpatrick (2002)].

The field of rural financing is to a large extent at the same time the issue of agricultural financing and small scale financing. Agricultural financing is concerned with the high risk of these commodity markets and their inherent cyclical behavior. Small scale financing has to overcome the problem of fixed costs in many banking transactions that make small custom-

ers less attractive. Hence, it is necessary to implement focused business models that are able to yield reasonable returns despite "natural" disadvantages of rural markets. The degree of representation of bank branches in rural areas can serve as a rough indicator of whether such processes have been implemented.

The field of small firm financing shares the problem of low earnings due to small volumes. In addition, small firms tend to be young firms with a short record of business history. Sometimes, small firms may be also innovative enterprises which require particularly qualified credit research on behalf of banks. Consequently, even modern financial systems have their niches where the state provides some resources to support small firm finance. The existence of such kind of small firm finance would help to avoid credit constraints of these firms in general and, in particular, when CAL shifts focus to larger firms.

In sum, CAL consists of at least five fields which should be liberalized in a certain sequence. The degree of liberalization should also depend on the state of compensatory mechanisms with regard to rural and small firm finance.

H. Conclusion

CAL is a useful instrument to take advantage of larger and diversified financial markets. Thus, the vision of liberalized financial markets should be accepted. Moreover, CAL potentially contributes to economic growth which remains the key to alleviate poverty on a sustainable basis. However, experience has clearly demonstrated the risks, such as prominently financial crises in the late 1990s. This resulting trade-off between risk and return is the main topic of our paper as the poor tend to be asymmetrically affected. They are put at a particular disadvantage by the increase in risk. The discussion in this paper suggests several conclusions for pro-poor government policies when adopting CAL policies. In particular, governments should pay careful attention to three related aspects:

First, from a macroeconomic perspective, CAL will almost unavoidably increase fragility of the economy. A pro-poor policy should aim at limiting fragility, for example by taking into account sequencing lessons between trade and capital account liberalization, by making external financial liberalization strictly dependent on domestic financial development and by adopting stable macroeconomic policies.

Second, from a distributional perspective, pro-poor policy goes beyond limiting fragility by consciously shifting the risk-return balance towards lower risks in order to secure the interests of the poor. Moreover, education effort should be increased and measures have to be taken to protect the tax base.

Third, from a structural perspective, CAL will favor segments of the economy that are less important for the poor. Rural areas and small firms, however, will profit less from CAL or may even fall behind in absolute terms. Policy could counterbalance these effects by addressing structural issues first, before CAL is implemented. Therefore, progress in the single fields of CAL can be made dependent on progress in rural financial development and small firm financing.

In sum, CAL that takes poverty reduction seriously differs from the conventional approach. Pro-poor policy will limit fragility of the economy more carefully by strictly obeying sequencing lessons and will even relinquish possible growth enhancing measures if they increase risks for the poor. Moreover, macro policies are important to stabilize the economy, as well as enhanced basic education, rural and small firm financing.

References

Arteta, Carlos, Barry Eichengreen and Charles Wyplosz (2001), On the Growth Effects of Capital Account Liberalization (unpublished manuscript, University of California, Berkeley).

Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey and Christian Lundblad (2001), Does Financial Liberalization Spur Growth?, NBER Working Paper No. 8245.

Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey and Christian Lundblad (2001), Growth Volatility and Financial Liberalization, NBER Working Paper No. 10560.

Bailliu, Jeannine (2000), Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries, Bank of Canada Working Paper No. 2000-15.

Das, Mitali and Sanket Mohapatra (2003), Income Inequality: The Aftermath of Stock Market Liberalization in Emerging Markets, Journal of Empirical Finance, 10:1-2, 217-248.

Detragiache, Enrica and Asli Demirgüc-Kunt (1999), Financial Liberalization and Financial Fragility, Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington, D.C., 303-331.

Edwards, Sebastian (2001), Capital Flows and Economic Performance: Are Emerging Economies Different? NBER Working Paper No. 8076.

Edison, Hali J., Michael W. Klein, Luca A. Ricci and Torsten Sløk (2002), International Financial Integration and Economic Growth, Journal of International Money and Finance, 21, 749-76.

Edison, Hali J., Michael W. Klein, Luca A. Ricci and Torsten Sløk (2004), Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis, IMF Staff Papers, 51:2, 220-256.

Fratzscher, Marcel and Matthieu Bussiere (2004), Financial Openness and Growth: Short-Run Gain, Long-Run Pain?, European Central Bank, Working Paper Series No. 348.

Frenkel, Michael and Lukas Menkhoff (2004), Are Foreign Institutional Investors Good for Emerging Markets?, The World Economy, 27, 1275-1293.

Gibson, Heather D. and Euclid Tsakalotos (1994), The Scope and Limits of Financial Liberalisation in Developing Countries: A Critical Survey, Journal of Development Studies, 30:3, 578-628.

Grilli, Vittorio and Gian Maria Milesi-Feretti (1995), Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls, IMF Staff Papers, 42:3, 517-51.

Gourinchas, Pierre-Olivier and Olivier Jeanne (2004), The Elusive Gains from International Financial Integration, IMF Working Paper WP/04/74.

Henry, Peter Blair (2000a), Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices, Journal of Finance, 55, 529-64

Henry, Peter Blair (2000b), Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms? Journal of Financial Economics, 58, 301-34.

Jalilian, Hossein and Colin Kirkpatrick (2002), Financial Development and Poverty Reduction in Developing Countries, International Journal of Finance and Economics, 7:2, 97-108.

Kaminsky, Graciela L. and Carmen M. Reinhart (1999), The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems, American Economic Review, 89:3, 473-500.

Kaminsky, Graciela and Sergio Schmukler (2003), Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization, IMF Working Paper No. 03/34.

Kraay, Aart (1998), In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization (mimeo).

Klein, Michel W. (2003) Capital Account Openness and the Varieties of Growth Experience, NBER Working Paper No. 9500.

Klein, Michael W. and Giovanni Olivei (1999), Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth, NBER Working Paper No. 7384.

Levine, Ross (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, Journal of Economic Literature, 35:2, 688-726.

McKinnon, Ronald and Huw Pill (1997), Credible Economic Liberalizations and Overborrowing, American Economic Review, 87, 189-93.

McKinnon, Ronald and Huw Pill (1999), Exchange-Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing, Oxford Review of Economic Policy, 15:3, 19-39.

Murdoch, J. (1994), Poverty and Vulnerability, American Economic Review, 84, 221-225.

Quinn, Dennis (1997), The Correlates of Change in International Financial Regulation, American Political Science Review, 91:3, 531-551.

Robbins, D. and T. H. Gindling (1999), Trade Liberalization and the Relative Wages for More-Skilled Workers in Costa Rica, Review of Development Economics, 3:2, 140-154.

Rodrik, Dani (1997), Has Globalization Gone Too Far?, Institute for International Economics, Washington, DC.

Rodrik, Dani (1998), Who Needs Capital Account Convertibility?, in: Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility? Essays in International Finance No. 207, Princeton University, Department of Economics, International Finance Section.

Rodrik, Dani (1998a), Why Do More Open Economies Have Bigger Governments? Journal of Political Economy, 106:5.

Rodrik, Dani (1999), The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work, Overseas Development Council, Policy Essay No. 24, Johns Hopkins University Press, Washington.

Winters, L. Alan (2002), Trade Liberalization and Poverty: What Are the Links, The World Economy, 25, 1339-1367.

Winters, L. Alan, Neil McCulloch and Andrew McCay (2004), Trade Liberalization and Poverty: The Evidence So Far, Journal of Economic Literature, 42:1, 72-115.

HANDELSLIBERALISIERUNG UND PRO-POOR-GROWTH

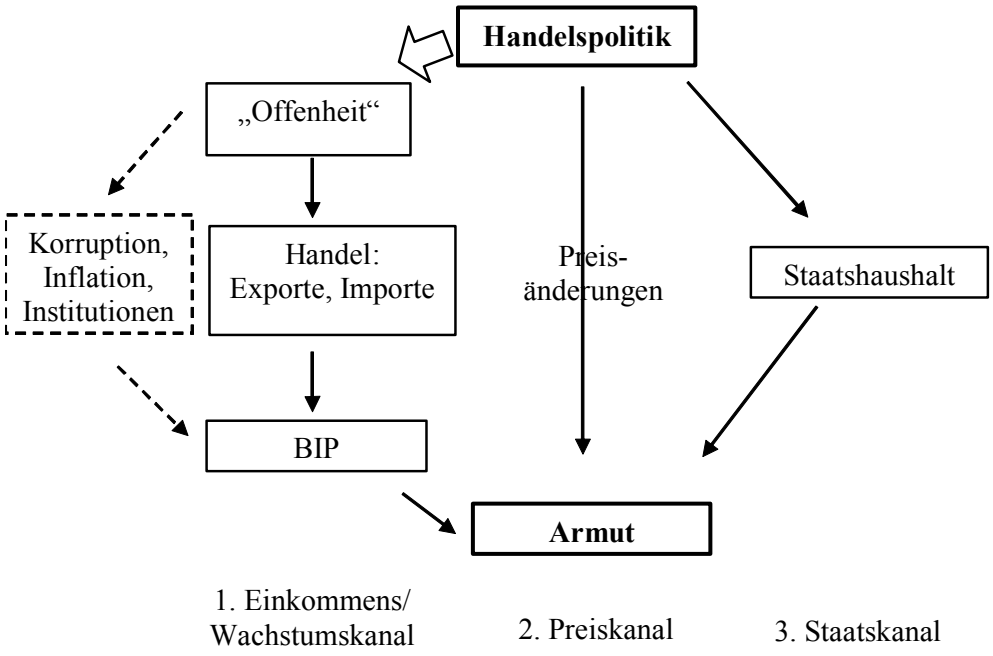
Korreferat von Tobias Bidlingmaier[1]

A. Einleitung

Die Auswirkungen von Handelsliberalisierung auf das Wirtschaftswachstum werden seit langem kontrovers diskutiert. Neuerdings spielt dabei der Armutsbezug eine immer wichtigere Rolle. Es wird nicht nur gefragt, ob Handelsliberalisierung Wachstum stimuliert, sondern auch, ob von diesem Wachstum arme Haushalte profitieren, das Wachstum also „pro-poor" ausfällt.

Um diese Fragestellung zu klären, erscheint es zunächst sinnvoll, einen systematischen Überblick über den Zusammenhang zwischen Handelspolitik und Armut zu erstellen, anhand dessen mögliche Auswirkungen analysiert werden können. In Abbildung 1 werden drei mögliche Wirkungskanäle zwischen Handelspolitik und Armut aufgezeigt. Der Einkommens- oder Wachstumskanal stellt einen Wirkungszusammenhang über mehrere Stufen dar: Die Wirkungskette verläuft hierbei von Handelspolitik über Änderungen von Handelsvolumen zu Wirtschaftswachstum und Armut.

Abbildung 1: *Zusammenhang zwischen Handelsliberalisierung und Armut*



[1] Mein Dank gilt Prof. Dr. Dieter Bender für Anregung, Kommentare und Verbesserungshinweise.

Neben der Änderung von Handelsvolumen, kann sich eine offenere Marktwirtschaft auch positiv auf andere wachstumsbeeinflussende Determinanten, wie z.B. Korruptionsanfälligkeit, Makrostabilität, oder institutionelle Rahmenbedingungen auswirken. Ein direkter Wirkungskanal verläuft über den Preismechanismus und wird deshalb hier als Preiskanal bezeichnet. Eine für alle Haushalte bedeutende Konsequenz von Handelspolitiken stellt die Änderung relativer Preise dar. Ein Abbau (oder auch Aufbau) von Handelsschranken führt zu einer relativen Änderung von Güter- und Faktorpreisen, die sich auf Einkommen und Produktion auswirken. Arme Haushalte sind hiervon unmittelbar betroffen, da sich deren reales Einkommen aufgrund von Lohn- und Preisniveauänderungen verbessern oder verschlechtern kann.

Der dritte Wirkungskanal verläuft über den Staatshaushalt. In Entwicklungsländern sind die öffentlichen Einnahmen (und deshalb auch Ausgaben) in hohem Maße von Einkünften aus Zöllen abhängig. Daher hängt der Erhalt und die Höhe von Transferzahlungen armer Haushalte auch von Handelspolitiken und den daraus resultierenden Budgetkapazitäten der öffentlichen Hand ab. Im folgenden soll näher auf die ersten beiden Wirkungskanäle eingegangen werden.

B. Zusammenhang zwischen Wachstum und Armut

Zunächst soll die unterste Stufe des Wachstumskanals, also der Zusammenhang zwischen allgemeinem Wirtschaftswachstum (gemessen in einer Zunahme des Bruttoinlands- oder Bruttosozialproduktes) und Armut betrachtet werden: Inwiefern beeinflusst Wirtschaftswachstum die Armutssituation in einem Land?

Hierbei spielt der Begriff „Pro-Poor-Growth“ in neuerer Zeit eine wichtige Rolle, der allerdings in der Literatur unterschiedlich definiert wird. Wachstum kann demanch „pro-poor“ sein, wenn

(i) arme Haushalte davon profitieren [Dollar and Kraay (2001)],[2]

(ii) arme Haushalte davon überproportional profitieren [White und Anderson (2001); Klasen (2003); Kakwani et al. (2004)],[3]

(iii) absolute Armut zurückgeht [Ravallion und Chen (2003); Adams (2003)].[4]

---

[2] Das Pro-Kopf-Einkommen armer Haushalte nimmt bei Wirtschaftswachstum zu. Dollar und Kraay (2001) selber gebrauchen allerdings nicht den Ausdruck „Pro-Poor Growth“.)

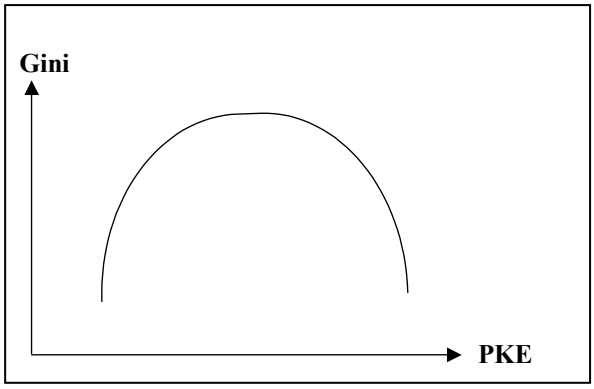
[3] Das Einkommen armer Haushalte steigt stärker als das durchschnittliche Einkommen.

[4] Gemessen anhand der Anzahl von Menschen die unterhalb einer bestimmten Einkommensgrenze (z.B. 1$ pro Tag) leben.

Je nachdem welche Definition angewandt wird, kann Wachstum entweder „pro-poor“ oder auch „anti-poor“ sein. An dieser Stelle soll nicht das Problem der Definition von „Pro-Poor Growth“ im Vordergrund stehen, sondern anhand empirischer Studien dargestellt werden, wie sich Wirtschaftswachstum auf das Einkommen der untersten Einkommensgruppen und der Entwicklung absoluter Armut auswirkt.

Eine frühe Untersuchung dieses Zusammenhanges findet sich in der Kuznets Kurve wieder. Hierbei wird der Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und Verteilung in einer invertierten U-Form festgemacht. Mit steigendem Pro-Kopf-Einkommen (PKE) nimmt zunächst die Ungleichverteilung (gemessen z.B. anhand des Gini-koeffizienten) zu. Ab einem nicht spezifiziertem Einkommenslevel geht die Ungleichverteilung allerdings wieder zurück (siehe Abbildung 2). Neuere empirische Untersuchungen [z.B. Ravallion (1995); Deininger und Squire (1996; 1998), Dollar und Kraay (2001) sowie Adams (2003)] kommen zu dem Ergebnis, dass die Verteilung über längere Zeiträume relativ konstant bleibt, d.h. kein systematischer Zusammenhang zwischen Wachstum und Verteilung besteht. Wenn die Verteilung jedoch bei steigendem PKE konstant bleibt, lässt sich daraus folgern, dass absolute Armut mit steigendem PKE abnimmt [Adams (2003), S.4].

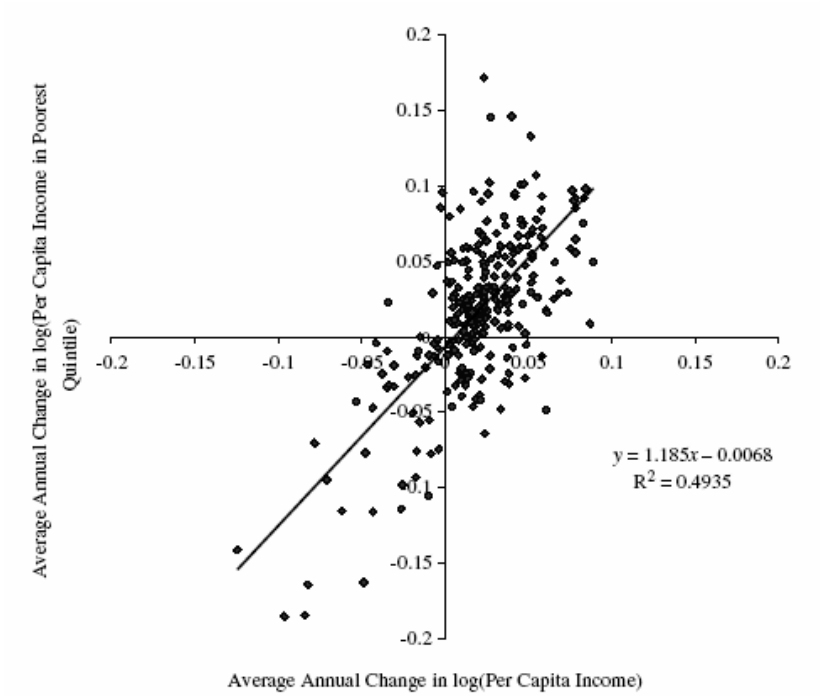
Abbildung 2: *Die Kuznets-Kurve*



Viele empirische Studien unterstützen einen positiven Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und absoluter Armutsreduzierung. Dollar und Kraay (2001) stellen in ihrer Weltbankstudie „Growth is good for the poor“ einen proportionalen Zusammenhang zwischen dem durchschnittlichen PKE Wachstum und dem PKE Wachstum des unteren Einkommensquintils fest (siehe Abbildung 3). Wächst das durchschnittliche PKE um einen bestimmten Prozentsatz, so wächst das PKE der armen Bevölkerung mit dem gleichen Prozentsatz. Wenn arme Haushalte proportional von Wirtschaftswachstum profitieren, dann bedeutet dies, dass der Einkommenszuwachs für reiche Haushalte absolut höher ausfällt, d.h. dass Wirtschaftswachstum zu einer Verschlechterung absoluter Einkommensdisparitäten führt. Dies wird von Ravallion (2003) empirisch bestätigt. Adams (2003) dagegen konstatiert einen negativen Zusammenhang zwischen Einkommenswachstum und Änderung von absoluten Ar-

mutsindikatoren (siehe Abbildung 4). D.h. je höher das Wirtschaftswachstum ist, desto stärker fällt der Rückgang von Armut aus. In der Regressionsanalyse sind alle drei verwendeten Armutsindikatoren (headcount, poverty gap, squared poverty gap) hoch signifikant korreliert mit dem aus Haushaltsdaten erhobenen durchschnittlichen Einkommenswachstum. Wird das Einkommenswachstum mit dem BIP pro Kopf erfasst, dann fällt die Korrelation allerdings weniger stark aus

Abbildung 3: *Durchschnittliches Pro-Kopf-Wachstum und unteres Quintil-Wachstum*



Quelle: Dollar und Kraay 2002

Insgesamt kann festgehalten werden, dass Wirtschaftswachstum im Durchschnitt das Einkommen aller Einkommensgruppen erhöht und absolute Armut reduziert, also auch arme Haushalte von Wirtschaftswachstum profitieren.[5] Dies bedeutet allerdings nicht, dass Wirtschaftswachstum „pro-poor“ im Sinne aller verschiedenen Definitionen ist und es schließt nicht aus, dass es im Einzelfall auch Wachstumsperioden geben kann, die mit einer Verschlechterung der Armutssituation einhergehen. Außerdem kann die Armutswirkung einer gleichen Wachstumsrate sehr unterschiedlich ausfallen [Ravallion (2004)].

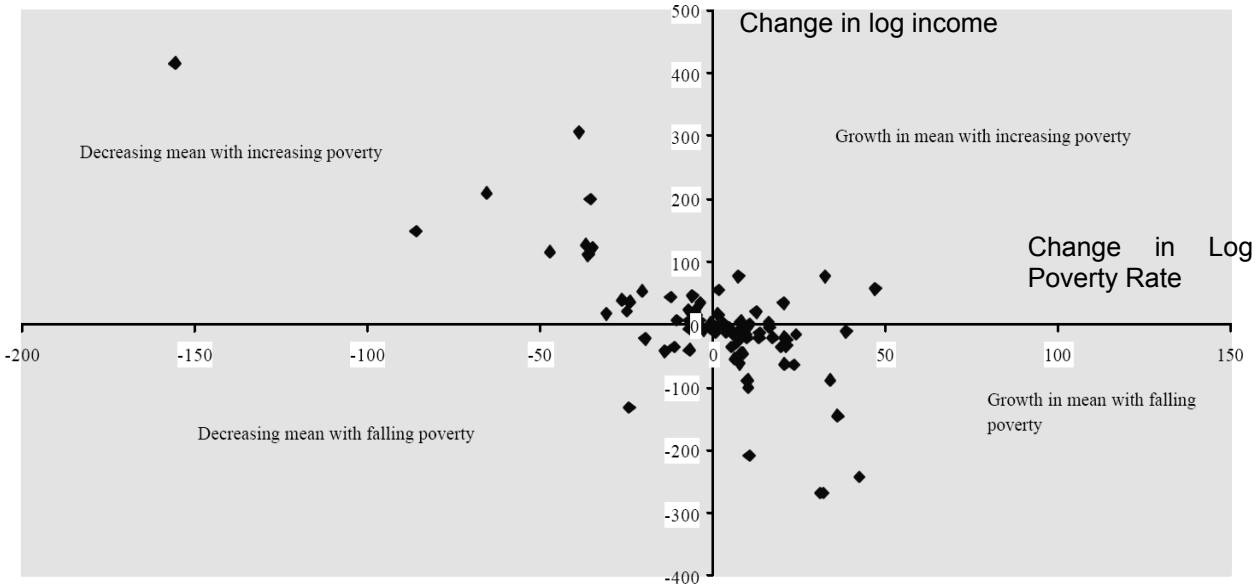
Aufgrund dieser Ergebnisse soll im Folgenden geprüft werden, ob Außenhandelsliberalisierung Wirtschaftswachstum stimuliert (Wachstumskanal) und wie Außenhandelsliberalisierung die Einkommensverteilung (Preiskanal) beeinflusst. Bewirkt eine Handelsliberalisierung Wirt-

---

[5] Siehe dazu auch Weltbank (2000), White und Anderson (2001), Fields (2001), Christiaensen et al. (2002) und Kraay (2004).

schaftswachstum und eine Verbesserung der Einkommensverteilung, dann kann von einer „pro-poor“ Gesamtwirkung gesprochen werden. Verschlechtert sich bei Wirtschaftswachstum die Verteilung aufgrund der Handelsliberalisierung, dann hängt die Wirkung auf arme Haushalte davon ab welcher Effekt überwiegt. Kommt es in der Folge einer Handelsliberalisierung zu keinem zusätzlichem Wirtschaftswachstum, dann kann auch nicht von „pro-poor growth“ gesprochen werden. Verbessert sich in diesem Fall die Verteilung, dann könnte die Handelsliberalisierung dennoch als „pro-poor“ bezeichnet werden. Verschlechtert sich die Verteilung jedoch, dann fällt die Gesamtwirkung auf jeden Fall „anti-poor“ aus.

Abbildung 4: *Pro-Kopf-Wachstum und absolute Armut*



Quelle: Adams 2003

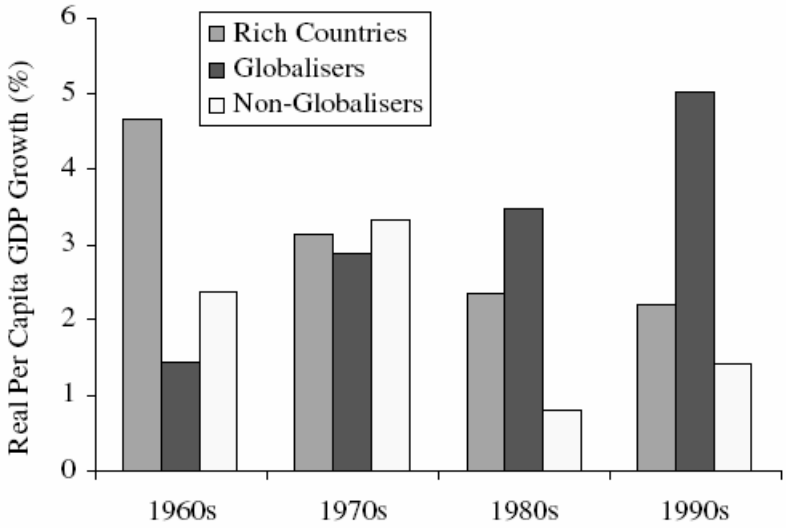
C. Zusammenhang zwischen Handelspolitik und Einkommen (Wachstum)

In der Theorie können verschiedene Ansatzpunkte für eine Beeinflussung von Wirtschaftswachstum durch Handelsliberalisierung abgeleitet werden. So kann eine Integration in den Weltmarkt zu einer Steigerung der Produktivität führen. Dies kann durch (statische) Spezialisierungsgewinne (Heckscher-Ohlin Theorem), Import von ausländischer Technologie, oder auch durch verbesserte Absatzmöglichkeiten, intensiveren Wettbewerb und Skalenvorteile in größeren Märkten verursacht werden. Eine Öffnung könnte allerdings auch für das Wachstum negative Folgen nach sich ziehen, wie z.B. im Falle von heimischen Marktunvollkommenheiten oder mangelnden Institutionen zur Unterstützung des Marktgeschehens. Auch ist eine sog. „Spezialisierungsfalle“ denkbar: Entwicklungsländer spezialisieren sich im Zuge der Marktöffnung auf die Produktion von Gütern in nicht-dynamischen Sektoren oder mit geringer Einkommenselastizität der Weltnachfrage [z.B. Redding (1999)].

Eine empirische Überprüfung des Zusammenhanges findet mittels Regression eines Indikators für Handelsliberalisierung oder „Offenheit“ auf das Einkommen, bzw. Wachstum des Einkommens unter Kontrolle verschiedener wichtiger Variablen statt. Basierend auf Levine und Renelt (1992) und Mankiv, Romer und Weil (1992) wird dabei häufig auf Wachstumsregressionen zurückgegriffen, die die wichtigsten und ökonometrisch robusten Wachstumsvariablen aus neoklassischen Ansätzen vereinen. Kerngrößen sind demnach (i) PKE eines Basisjahres, (ii) Investitionsquote oder Sparquote, (iii) Bevölkerungswachstum und (iv) ein Indikator für Humankapital (z.B. Einschulungsraten). Zu diesen Variablen wird dann zusätzlich ein Indikator für Offenheit hinzugefügt. In der Ausführung kommen Querschnittsvergleiche verschiedener Länder als auch neuerdings Paneldatensets (Querschnitts- und Zeitreihendaten) zur Anwendung.

Die Ergebnisse unterschiedlicher Studien variieren allerdings, abhängig von der Modellspezifikation, den verwendeten Daten, oder der ökonometrischen Vorgehensweise. Die Mehrheit der Studien machen einen positiven Zusammenhang zwischen Handelsliberalisierung und Offenheit aus, allerdings gibt es auch gewichtige Gegenevidenz. So konstatieren Sachs und Warner (1995), Frankel und Romer (1999), Greenaway et al. (2002) sowie Dollar und Kraay (2004) einen positiven Zusammenhang (siehe Abbildung 5), während von Rodriguez und Rodrik (2000) kein signifikanter Zusammenhang festgestellt wird (siehe Abbildung 6).

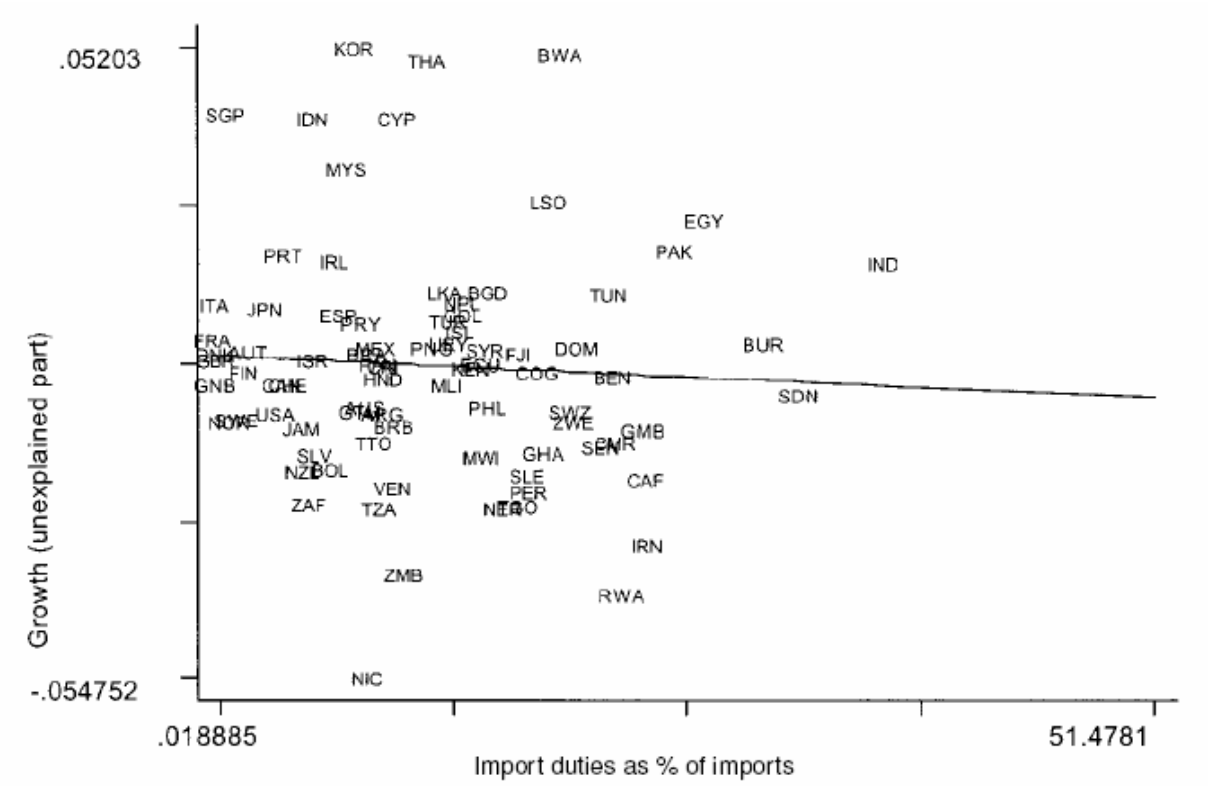
Abbildung 5: *Wirtschaftswachstum von „Globalisers“ und „Non-Globalisers“*[6]



Quelle: Dollar und Kraay 2004

[6] „Globalisers“ bezieht sich auf Entwicklungsländer mit relativ starkem Zuwachs der Außenhandelströme zwischen den 70iger und 90iger Jahren und „Non-Globalisers“ bezeichnet Entwicklungsländer mit geringerem Zuwachs oder Rückgang des Außenhandels in der selben Periode.

Abbildung 6: *Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und Zöllen*



Quelle: Rodriguez und Rodrik (2000)

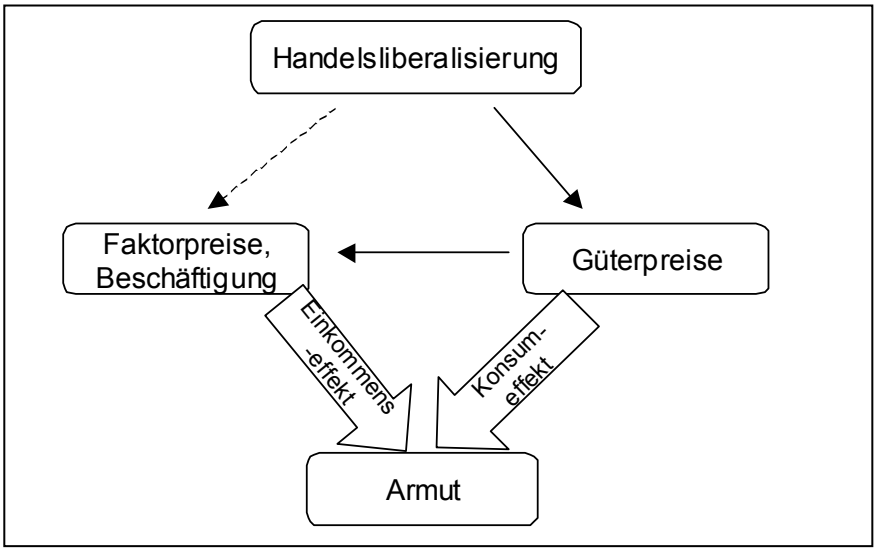
Eine wie hier beschriebene ökonometrische Analyse der Zusammenhänge beinhaltet einige inhärente Probleme, die eine Erklärung für unterschiedliche Aussagen abgeben könnten [Winters (2004)]. Eine Schwierigkeit besteht in der Definition und Messung von Handelspolitik, bzw. „Offenheit“. So bestehen in der Literatur eine Vielzahl verschiedener Indikatoren für „Offenheit“ und große Uneinigkeit, welches der am besten geeignete Indikator ist [Rose (2003)]. Zudem sind viele Indikatoren nicht miteinander korreliert, d.h. sie bilden nicht die gleiche Handelspolitik ab [Prichett (1996)]. Insbesondere besteht kein Zusammenhang zwischen ergebnisbasierten und politikbasierten Indikatoren, z.B. zwischen Handelsintensität und Zöllen. Des weiteren bestehen Probleme der Endogenität von Variablen oder der Bestimmung der Kausalrichtung. Theoretisch kann durch verstärkten Handel Wirtschaftswachstum generiert werden, aber genauso gut kann ein verstärktes Wirtschaftswachstum Handel generieren. Ein weiteres Problem besteht in der Isolierung der Effekte von Handelspolitik auf Wachstum. Gerade in Entwicklungsländer sind Handelsliberalisierungen häufig im Zuge eines umfassenden wirtschaftlichen Reformpaketes umgesetzt worden, so dass es schwer fällt, mögliche Wachstumseffekte einer einzelnen Reformmaßnahme zuzuschreiben.

Im Ergebnis kann festgehalten werden, dass es (noch) keinen eindeutigen Konsens über die Auswirkung von Handelsliberalisierung auf Wirtschaftswachstum gibt. In den Worten von Goldberg und Pavcnik [(2004), S.2]: „The literature on the relationship between trade and growth is already vast, and has failed to reach a consensus on the effect of trade on growth.”

D. Zusammenhang zwischen Handelspolitik und Verteilung

Eine direkte Verbindung zwischen Handelspolitik und Armut besteht aufgrund Änderungen relativer Güter- und Faktorpreise im Inland als Folge von Handelsschrankenabbau (siehe Abbildung 7).

Abbildung 7: *Handelsliberalisierung und Preisänderungen*



Durch einen Abbau von Handelsschranken kommt es zu einer Angleichung der inländischen Güterpreise an die entsprechenden Weltmarktpreise. So sinken durch den Abbau von Zöllen die Preise für Import- und importkonkurrierende Güter, während der Abbau von Exportsteuern dafür sorgt, dass Preise für Exportgüter im Inland steigen.[7] Dabei ist die Preisübertragung von der Grenze des Landes zum Endverbraucher und damit die Beeinflussung der Wohlfahrt eines (armen) Haushalts abhängig von verschiedenen anderen inländischen Faktoren, wie z.B. Marktstruktur, Transportkosten oder Preisregulierungen [siehe Winters (2002) für eine ausführlichere Darstellung].

Eine Güterpreisänderung wirkt sich auf die Wohlfahrt eines armen Haushalts aufgrund der veränderten Lebenshaltungskosten und Konsummöglichkeiten aus. Der Warenkorb eines armen Haushalts wird in der Regel von dem durchschnittlichen Warenkorb abweichen und eher Güter zur Deckung von Grundbedürfnissen enthalten. Ob die Lebenshaltungskosten für arme Haushalte steigen oder sinken, hängt also im wesentlichen von der Entwicklung der Preise dieser Güter ab. Sinken die Preise von Grundbedarfsgütern, dann profitieren arme Haushalte von einer Handelsliberalisierung. Sinken diese Preise mehr als die Durchschnittspreise, dann profitieren arme Haushalte überdurchschnittlich. Eine Handelsliberalisierung

[7] Die gleichen Auswirkungen, die durch eine Änderung von Handelsschranken entstehen, können im übrigen auch durch eine Änderung des Wechselkurses oder Änderungen internationaler Preise hervorgehoben werden.

wäre demnach dann „pro-poor“, wenn durch die Preisänderungen Grundbedarfsgüter relativ günstiger werden und die realen Einkommensdisparitäten zurückgehen.

Des weiteren wirkt sich eine Handelsliberalisierung auch auf Faktorpreise aus. Eine Vielzahl an Literatur hat sich der Untersuchung dieses Zusammenhanges gewidmet. Das Stolper-Samulsen Theorem besagt, dass das Einkommen des Faktors, der in einem Land relativ reichlich vorhanden ist, bei Öffnung und Aufnahme von internationalem Handel steigt. Unter der Annahme, dass Entwicklungsländer relativ reich mit dem Produktionsfaktor geringqualifizierte Arbeit ausgestattet sind und dass Personen dieser Qualifikationsstufe eher arm sind, würde eine Öffnung eines Entwicklungslandes zu einer relativen Verbesserung der Einkommenssituation armer Haushalte führen und wäre somit als „pro-poor“ einzustufen.

Empirische Untersuchungen dieses Zusammenhanges präsentieren allerdings unterschiedliche Ergebnisse. Sogenannte „Factor Content Studies“ zeigen überwiegend, dass in der Exportproduktion von Entwicklungsländern relativ mehr geringqualifizierte Arbeit eingesetzt wird als im Importsubstitutionssektor [Wood (1994)]. Die Erfahrungen der ostasiatischen Tigerstaaten weisen eine Lohnangleichung auf [Wood (1999)] und eine neuere Studie [Francois und Rojas-Romagosa (2004)] kommt zu dem Ergebnis, dass Importbeschränkung mit größerer Lohndisparität einhergeht.

Demgegenüber wird für viele lateinamerikanische Staaten ein negativer Zusammenhang zwischen Handelsliberalisierung und Einkommensverteilung nachgewiesen, das heißt, die Einkommensdisparität hat sich im Zuge der Öffnung vergrößert.[8] Die empirischen Ergebnisse sind also gemischt, wobei viele Länder eine negative, „anti-poor“, Verteilungsänderung aufweisen.[9]

Verschiedene Gründe werden für die Verschlechterung der Verteilung angeführt. Robbins (1996) „Skill-enhancing trade hypothesis“ erklärt dieses Muster mit dem zunehmenden Import von ausländischer Technologie im Zuge einer Handelsliberalisierung. Wird diese Technologie in der heimischen Produktion eingesetzt, so erfordert dies komplementäres Fachwissen und eine gute Qualifikation. Die Folge davon könnte eine induzierte Änderung der Arbeitsnachfrage zu Gunsten besser qualifizierter Arbeitskräfte sein, was einen Anstieg der Einkommen dieser Arbeitskräfte nach sich zieht. Diese Hypothese wird von einer Reihe weiterer Autoren unterstützt, wie z.B. O’Connor und Lunati (1999), Feenstra und Hanson (1997)

---

[8] Siehe u.a. Arbache et al. (2004) für Brasilien, Beyer et al. (1999) für Chile, Hanson und Harrison (1999) und Robertson (2000) für Mexiko, und Robbins und Gindling (1999) für Costa Rica. Marjit und Acharyya (2003) geben einen Überblick über weitere Regionen der Welt.

[9] Auch wenn sich die Lohnverteilung verschlechtert hat, bedeutet dies nicht automatisch, dass Handelsliberalisierung einen negativen Einfluss auf *absolute* Armut ausübt. Die relative Verschlechterung kann auch wie dargestellt daher rühren, dass die Nachfrage nach und die Prämie für qualifizierte Arbeit gestiegen sind, ohne dass sich die Löhne für ungelernte Arbeit verschlechtert haben. Umgekehrt kann eine Verbesserung der Verteilung auch mit einem Rückgang des absoluten Einkommens für geringqualifizierte Arbeit einhergehen.

sowie Arbache et al. (2004). Sanchez-Paramo und Schady (2003) zeigen z.B. für fünf lateinamerikanische Länder, dass die relativen Einkommen für qualifizierte Arbeitskräfte innerhalb gleicher Sektoren gestiegen sind.

Eine weitere Hypothese, aufgestellt von Feenstra und Hanson (1995), besagt, dass geringqualifizierte Arbeitsplätze, die im Zuge der Produktionsverlagerung in Industrieländern abgebaut werden, in armen Entwicklungsländern aufgrund des dortigen Standes der Ausbildung nicht als geringqualifiziert sondern als hochqualifiziert eingestuft werden. Im Ergebnis würde die Nachfrage nach relativ hochqualifizierten Arbeitskräften sowohl in Industrie- als auch in Entwicklungsländern steigen.

Ein aufgrund der Öffnung von Ländern wie China, Indien, Indonesien und Bangladesch in der Mitte der 80er Jahre gestiegenes Angebot an Produkten mit einem hohem Anteil an geringqualifizierter Arbeit wird von Wood (1999) als Grund angeführt. Der starke Angebotszuwachs führte zu einem relativen Preisverfall für diese Produkte und in Folge auch zu einem relativen Rückgang der Löhne für geringqualifizierte Arbeitskräfte.

Das Protektionsmuster einzelner Sektoren vor und nach einer Handelsliberalisierung kann ebenso eine Rolle für die beobachtete Lohnentwicklung spielen. Wenn Sektoren mit relativ hohem Einsatz von geringqualifizierter Arbeit in der Produktion vor einer Handelsliberalisierung am meisten abgeschirmt wurden und sich dies danach umkehrt, so dass Sektoren mit hochqualifizierter Arbeit stärker geschützt sind, dann können hochqualifizierte Arbeitskräfte mit relativen Lohnzuwächsen rechnen. Diese Protektionsmuster sind u.a. in Kolumbien [Attanasio et al. (2004)], Mexiko [Hanson und Harrison (1999)], Marokko [Currie und Hanson (1997)] und Brasilien [Pavcnik et al. (2004)] ausgemacht worden. Goldberg und Pavcnik (2004) weisen darauf hin, dass diese Ergebnisse mit dem Stolper-Samulsen Theorem vereinbar sind. In der Realität liegen oftmals nicht die beiden Extremfälle Autarkie und völliger Freihandel vor, sondern vielmehr Protektion und weniger Protektion. Dann bestimmen aber zu einem wesentlichen Teil die Protektionsmuster vor der Liberalisierung die Effekte einer Handelsreform (ebenda).

Eine weitere Möglichkeit der Untersuchung von Verteilungswirkungen unter der Berücksichtigung von Einkommens- wie auch Konsumeffekten einer Handelsliberalisierung besteht in der Anwendung von Modellsimulationen oder Auswertung von Fallbeispielen[10].

In jüngster Zeit erfreuen sich besonders Simulationsstudien sowohl auf Mikro- als auch auf Makroebene besonderer Beliebtheit.[11] Während Makrosimulationsmodelle auf repräsentative Wirtschaftseinheiten zurückgreifen und deren Zusammenspiel aufgrund von (neoklassi-

---

[10] Besonders Bhagwati und Srinivasan (2002) sowie Srinivasan und Bhagwati (2001) betonen, dass detaillierte Fallstudien der beste Weg sind, um die Auswirkungen von Handelsliberalisierung zu untersuchen.

schen) Annahmen über Firmen- und Haushaltsverhalten modellieren, basieren Mikromodelle auf detaillierten Haushaltsdatenerhebungen. Sogenannte Computable General Equilibrium (CGE) Modelle sind ein verbreitetes Instrument, um Auswirkungen multilateraler Handelsreformen zu untersuchen. Hertel und Martin (1999) und Anderson (2003) z.B. wenden CGE Modelle zur Untersuchung von Auswirkungen weiterführender WTO Verhandlungen bzw. Reformen für Entwicklungsländer an. In ähnlicher Weise macht auch die Weltbank (2001) in ihrer Global Economic Prospects 2002 Ausgabe Gebrauch von CGE Modellen, um die Wohlfahrtswirkungen von Handelsliberalisierungen abzuschätzen.[12] Eine Kombination von CGE Modellen und Mikrosimulationen erlaubt es, die Verteilungswirkungen einer Handelsliberalisierung auf einem disaggregierten Level zu betrachten. Dies ist möglich, indem mit einem CGE Modell zunächst die Preisänderungen einer Handelsliberalisierung simuliert werden und diese anschließend dazu verwendet werden, die Wohlfahrtswirkungen auf einzelne Haushalte zu analysieren.[13] Eine andere Möglichkeit besteht darin, die Anzahl der Haushalte soweit zu vergrößern, dass alle vorhandenen Haushalte aus einem Datenerhebung in ein CGE Modell eingefügt werden können.[14] Beide Methoden erlauben es den Einfluss von Handelsliberalisierungen auf einzelne Haushalte oder Haushaltsgruppen zu bestimmen. Eine weitergehende Beschreibung und Klassifizierung dieser Modelle findet sich u.a. bei Savard (2003).

Aus der obigen Literatur lassen sich ein paar generelle Implikationen für Verteilungswirkungen von Handelsliberalisierungen ableiten: (i) Der Einkommenseffekt überwiegt in den meisten Fällen den Konsumeffekt, was allerdings nicht bedeutet, dass dieser vernachlässigt werden darf. (ii) Der Gesamteffekt einer Handelsliberalisierung hängt von der Struktur der Armut, dem Protektionsmuster, und der Struktur des Außenhandels ab. (iii) Im Ergebnis bedeutet dies, dass die Verteilungswirkungen einer Handelsliberalisierung für verschiedene Länder und Sektoren unterschiedlich ausfallen können.

Dies kann anhand eines Fallbeispiels illustriert werden. Als Beispiel dient ein kleines Entwicklungsland, das relativ viel geringqualifizierte Arbeiter besitzt, die hauptsächlich in der Landwirtschaft tätig sind und zu einem bestimmten Teil unterhalb der Armutsgrenze leben. Außerdem existiert ein kleiner Industriesektor, der relativ mehr hochqualifizierte Arbeiter beschäftigt und durch Zölle vor ausländischer Konkurrenz geschützt wird. Nach einer Handelsliberalisierung sinken die Preise für Industrieerzeugnisse relativ zu den Preisen für Landwirtschaftsprodukte. Der heimische Industriesektor schrumpft bei Rückgang der Beschäftigung

---

[11] Ein guter Überblick über eine Vielzahl von Simulationen wird in Reimer (2002) geboten.

[12] Für Entwicklungsländer betragen demnach hochgerechnete Einkommenszuwächse einer Handelsliberalisierung zwischen 1,6% und 5%.

[13] Diese Methode wird u.a. von Friedman (2000), Ianchovichina et al. (2001) und Hertel et al. (2001) angewandt.

[14] Beispiele hierfür können in Cockburn (2001) und Cogneau und Robilliard (2000) gefunden werden.

und der Löhne für hochqualifizierte Arbeit. Dies würde zu einer Veränderung der Einkommensverteilung zugunsten von geringqualifizierter Arbeit führen und somit tendenziell „pro-poor“ ausfallen. Allerdings findet diese Verbesserung der Einkommensverteilung ohne eine tatsächliche Verbesserung des absoluten Einkommens für geringqualifizierte Arbeit statt. Somit hat sich auch an der absoluten Armut nichts verändert. Wenn es allerdings dem Land möglich ist, Landwirtschaftsprodukte zu exportieren, so könnte dies zu einem Anstieg der Einkommen geringqualifizierter Arbeit führen und absolute Armut sinken. In diesem Fall läge eine Verbesserung der absoluten und relativen Einkommen für geringqualifizierte Arbeit vor. Bei einer regionalen Betrachtung der Armutswirkung dieses Szenarios lässt sich feststellen, dass die ländliche Armut von der Handelsliberalisierung profitiert, städtische arme Haushalte jedoch eher negativ betroffen sind, da sie nicht von dem Einkommenszuwachs in der Landwirtschaft profitieren und evtl. durch höhere Preise für Landwirtschaftsgüter reale Einkommenseinbußen hinnehmen müssen.

E. Zusammenfassung

Im Ergebnis kann festgehalten werden, dass es keine eindeutigen Armutseffekte aufgrund von Handelsliberalisierungen gibt, eine Handelsliberalisierung also nicht per se „pro-poor“ oder „anti-poor“ ist. Eine Handelsliberalisierung kann zu verstärktem Wirtschaftswachstum führen und dadurch tendenziell „pro-poor“ ausfallen, was aber durch zusätzliche negative Verteilungswirkungen wieder zunichte gemacht werden kann. Allgemeines Ergebnis ist, dass verschiedene Entwicklungsländer als auch verschiedene Haushalte in demselben Entwicklungsland unterschiedlich von einer Handelsliberalisierung betroffen sein können. Zum Abschluss sei auf Winters et al. [(2004), S.106] verwiesen: „There can be no simple general conclusion about the relationship between trade liberalization and poverty“.

Literatur

Adams, Richard H. (2003). “Economic Growth, Inequality and Poverty: Findings from a New Data Set.”, World Bank Policy Research Working Paper, no. 2972.

Agenor, Pierre-Richard (2004). “Does globalization hurt the poor?”, International economics and economic policy, vol. 1, pp. 21-51.

Ahmad, Jaleel (2001). “Causality Between Exports and Economic Growth: What do the Econometric Studies Tell Us?”, Pacific Economic Review, vol. 6(1), pp. 147-167.

Anderson, Kym (2003). “How Can South Asia and Sub-Saharan Africa Gain From the Next WTO Round?”, Journal of Economic Integration, vol. 18(3), pp. 466-481.

Anderson, Kym (2004). “Agricultural Trade Reform and Poverty Reduction in Developing countries”, World Bank Policy Research Paper no. 3394.

Arbache J. S., Dickerson A. and Green F. (2004). “Trade liberalization and wages in developing countries”, The Economic Journal, vol. 114, pp. 73-96.

Attanasio, O., Goldberg P., and Pavcnik, N. (2004). “Trade reforms and Wage Inequality in Colombia”, Journal of Development Economics, vol. 74, pp. 331-366.

Beyer, H., Rojas, P., and Vergara, R. (1999). “Trade liberalization and wage inequality”, Journal of Development Economics, vol. 59, pp. 103-123.

Bhagwati, Jagdish and Srinivasan, T.N. (2002). “Trade and Poverty in the Poor Countries”, American Economic Review, vol. 92 (2), pp. 180-183.

Christiaensen, Luc; Demery, Lionel; Paternostro, Stefano (2002). “Growth, Distribution and Poverty in Africa. Messages from the 1990s.”, World Bank Policy Research Working Paper, no. 2810.

Cockburn, J. (2001). “Trade liberalization and Poverty in Nepal: A computable General Equilibrium Micro Simulation Analysis”, CREFA Working Paper (01-18), available at: http://www.crefa.ecn.ulaval.ca/cahier/0118.pdf.

Cogneau, D. and Robilliard, A. (2000). “Growth, Distribution and Poverty in Madagascar: Learning from a Microsimulation Model in a General Equilibrium Framework”, TMD Discussion Paper no. 61, available at: http://www.ifpri.org/divs/tmd/ dp/papers/ tmdp61.pdf.

Currie, J., Harrison, A. (1997). “Trade Reform and Labor Market Adjustment in Morocco”, Journal of Labor Economics, vol. 15, pp. 44-71

Deininger, Klaus and Squire, Lyn (1996). “A New Data Set Measuring Income Inequality”, The World Bank Economic Review, vol. 10(3), pp. 565-591.

Deininger, Klaus and Squire, Lyn (1998). “New Ways of Looking at Old Issues: Inequality and Growth”, Journal of Development Economics, vol. 57, pp. 259-87.

Dollar, David and Kraay, Aart (2001). “Growth is Good for the Poor”, World Bank Policy Research Working Paper no. 2587.

Dollar, David and Kraay, Aart (2004). “Trade, Growth, and Poverty”, The Economic Journal, vol. 114, pp. 22-49.

Edwards, Sebastian (1993). “Openness, Trade Liberalization, and Growth in Developing Countries”, Journal of Economic Literature, vol. XXXI, pp. 1358-1393.

Edwards, Sebastian (1998). “Openness, productivity and growth: What do we really know?” The Economic Journal, vol. 108, pp. 383-398.

Feenstra, R.C. and Hansen, G.H. (1997). “Foreign direct investments and relative wages: evidence form Mexico’s maquiladoras”, Journal of International Economics, vol. 42, pp. 371-394.

Fields, Gary (2001). Distribution and Development, New York: Russell Sage Foundation.

Francois, Joseph and Rojas-Romagosa, Hugo (2004). “Trade policy and the Household Distribution of Income”, Tinbergen Institute Discussion Paper, TI 2004-051/2.

Frankel, J. and Romer, D. (1999). “Does trade cause growth?”, American Economic Review, vol. 89, pp. 379-399.

Friedman, J. (2000). “Differential Impacts of Trade Liberalization on Indonesia’s Poor and Non-poor”, paper prepared for the Conference on Poverty and the International Economy, organized by World Bank and Swedish Parliamentary Commission on Global Development, Stockholm, October 2000. Available at: http://www1.worldbank.org/wbiep/trade/papers/Friedman.pdf (January 2005).

Goldberg, P. and Pavcnik, N. (2004). “Trade, inequality, and poverty: What do we really know? Evidence from recent liberalization episodes in developing countries.” NBER Working Paper No. 10593.

Greenaway, D., Morgan, W., Wright, P. (2002). “Trade liberalization and growth in developing countries”, Journal of Development Economics, vol. 67, pp. 229-244.

Hanson, G. and Harrison, A. (1999). “Trade liberalization and wage inequality in Mexico”, Industrial and Labor Relations Review, vol. 52, pp. 271-288.

Harrison, A. (1996). “Openness and growth: a time-series, cross-country analysis for developing countries”, Journal of Development Economics, vol. 48, pp. 419-447.

Hertel T. and Martin, W. (1999). “Would Developing Countries Gain from Inclusion of Manufactures in the WTO Negotiations?”, paper prepared for the WTO/World Bank Conference on Developing Countries and the Millennium Round, Geneva, October 1999. Available at: http://www.gtap.agecon.purdue.edu/resources/download/42.pdf. (January 2005).

Hertel, T.W., Preckel, P.V., Reimer, J.J. (2001). “Trade Policy, Food Price Variability, and the Vulnerability of Low-Income Households.”, paper prepared for the Meeting of the American Agricultural Economics Association, Chicago, August 2001. Available at: http://www.gtap.agecon.purdue.edu/resources/download/415.doc (January 2005).

Ianchovichina, E. Nicita, A., Soloaga, I. (2001). “Trade Reform and Household Welfare: The Case of Mexico”, World Bank Policy Research Working Paper no. 2667.

Kakwani, Nanak; Khandker, Shahid; Son, Hyun H. (2004). “Pro-Poor Growth: Concepts and Measurement With Country Case Studies”, UNDP International Poverty Centre Working Paper No. 1.

Klasen, Stephan (2003). “In Search of the Holy Grail: How to Achieve Pro-Poor Growth?”, Ibero-America Institute for Economic Research (IAI) Working Paper no. 96, Göttingen.

Kraay, Aart (2004). “When is Growth Pro-Poor? Evidence from a Panel of Countries”, Forthcoming Journal of Development Economics.

Marjit, S., Acharyya, R. (2003). International Trade, Wage Inequality and the Developing Economy. A General Equilibrium Approach, Heidelberg.

O’Connor, D. and Lunati, M. R. (1999). “Economic opening and demand for skills in developing countries: a review of theory and evidence”, Technical Paper no. 149, OECD Development Centre.

Pavnik, N., Blom, A., Goldberg, P.K., Schady, N. (2004). “Trade Policy and Industry Wage Structure: Evidence from Brazil”, World Bank Economic Review, vol. 18 (3), pp. 319-344.

Porto, G. (2003). “Using Survey Data to Assess the Distributional Effects of Trade Policy”, World Bank Working Paper no. 3137, Washington D.C.

Pritchett, Lant (1996). “Measuring outward orientation in LDCs: Can it be done?”, Journal of Development Economics, vol. 49, pp. 307-335.

Ravallion, Martin (1995). “Growth and Poverty: Evidence for Developing Countries in the 1980s”, Economics Letters, vol. 48, pp. 411-417.

Ravallion, Martin (2003). “The Debate on Globalization, Poverty and Inequality: Why Measurement Matters”, International Affairs, vol. 79(4), pp. 739-754.

Ravallion, Martin (2004). “Pro-Poor Growth: A Primer”, World Bank Policy Research Working Paper, no. 3242.

Ravallion, Martin and Chen, Shaohua (2003). “Measuring pro-poor growth”, Economics Letters, vol. 78, pp. 93-99.

Redding, Stephen (1999). “Dynamic comparative advantage and the welfare effects of trade”, Oxford Economic Papers, vol.51, pp. 15-39.

Reimer, Jeffrey. (2002). “Estimating the Poverty Impacts of Trade Liberalization”, World Bank Policy Research Working Paper No. 2790.

Robbins, D.J. (1996). “HOS hits facts: facts win; evidence on trade and wages in the developing countries”, Development Discussion Paper no. 557, Harvard Institute for International Development, Harvard University.

Robbins, D.J. and Gindling, T.H. (1999). “Trade liberalization and the relative wages for more-skilled workers in Costa Rica”, Review of Development Economics, vol. 3, pp. 140-154.

Robertson, R. (2000). “Trade Liberalization and Wage Inequality: Lessons from the Mexican Experience, World Economy, vol. 23, pp 827-849.

Rodriguez, F. and Rodrik, D. (2000). “Trade policy and economic growth: a skeptic’s guide to the cross-national evidence”, in Bernanke, B. and Rogoff, K., eds.: Macroeconomics Annual 2000, Cambridge, MA.

Rose, Andrew (2004). “Do WTO members have more liberal trade policy?”, Journal of International Economics, vol. 63, pp. 209-235.

Sachs, J.D. and Warner, A. (1995). “Economic reform and the process of global integration”, Brookings Papers on Economic Activity, no.1, pp. 1-118.

Savard, Luc (2003). “Poverty and Income Distribution in a CGE-Household Micro-Simulation Model: Top-Down/Bottom Up Approach, CIRPEE Working paper 03-43, available at: http://132.203.59.36/CIRPEE/cahierscirpee/2003/files/CIRPEE03-43.pdf. (January 2005)

Srinivasan, T.N. and Bhagwati, Jagdish (2001). “Outward Orientation and Development: Are Revisionist Right?”, in Lal, Deepak and Shape, Richard, eds.: Trade, Development and political economy: Essays in honour of Anne Krueger, London.

UNCTAD (2004). UNCTAD Least Developed Countries Report 2004.

Wacziarg, R. (1998). “Measuring the dynamic gains from trade”, World Bank Working Paper no. 2001.

White, Howard and Anderson, Edward (2001). “Growth Versus Distribution: Does the Pattern of Growth Matter?”, IDS Sussex, available at: http://www.ids.ac.uk/ids/pvty/pdffiles/growth.pdf, (March 2005).

Winters, Allan (2002). “Trade Liberalisation and Poverty: What are the Links?”, The World Economy, vol. 25, No. 9, pp. 1339-1367.

Winters, Allan (2004). “Trade Liberalisation and Economic Performance: An Overview”, The Economic Journal, vol. 114, pp. 4-21.

Winters, Allan; McCulloch, Neil; McKay, Andrew (2004). “Trade Liberalization and Poverty: The Evidence So Far”, Journal of Economic Literature, vol. XLII, pp. 72-115.

Wood, Adrian (1994). North-South Trade, Employment and Inequality: Changing Fortunes in a Skill-Driven World, Oxford.

Wood, Adrian (1999). “Openness and Wage Inequality in Developing Countries: The Latin American Challenge to East Asian Conventional Wisdom”, in: Baldwin, Cohen, Sapir and Venables, eds.: Market Integration, Regionalism and the Global Economy, Cambridge.

World Bank (2000). World Development Report 2000/1: Attacking Poverty, Washington D.C.

World Bank (2001). Global Economic Prospects 2002: Making Trade Work for the World's Poor, Washington D.C.

DEBT AND CURRENCY CRISES IN EMERGING MARKETS

Bernhard Herz

Abstract

A government's decisions to default and to devalue are interlinked via the government's budget constraint. A government which can not increase tax revenues or reduce public expenditures can alternatively finance its deficit via a tax on bondholders (debt crisis), the inflation tax (currency crisis) or a combined debt and currency crisis. Building on a sample of 51 middle income emerging market economies we assess the risk of currency and / or debt crises. The risk of a currency crisis rises with the money to reserves ratio, while an increasing external debt to GDP ratio causes a higher risk of a debt crisis. Emerging market economies are especially vulnerable to debt crises as their debt is typically foreign currency denominated. The empirical results also indicate strong positive interactions between the monetary and fiscal fundamentals. Deteriorating monetary fundamentals are especially damaging in a situation of a weak fiscal situation while improving monetary and fiscal fundamentals imply a double dividend of reducing the risk of currency as well as debt crises.

A. Introduction

The episodes of financial turmoil and distress in the 1990s led researchers to not only look at currency crises as isolated events but also to take into consideration problems in the banking sector. Following Kaminsky and Reinhart (1999) this twin crisis approach has induced an extensive theoretical and empirical research on the links between banking and currency crises. In contrast, the literature has so far neglected a second type of twin crisis, the simultaneous occurrence of currency and debt crises. Many countries which have faced balance of payments problems have been confronted with severe debt problems at the same time, with recent examples including Argentina, Ecuador and Russia.

As the literature has typically treated currency and debt crises as independent incidents, the decisions to default and/or to devalue have not been analyzed as part of a wider menu of policy choices. Defaults and devaluations are similar as in both cases the government reneges on its commitments, the promise to honor its debt and to defend the fixed exchange rate, respectively.

Table 1: *Default and devaluation*

	No devaluation	**Devaluation**
No default	No crisis	Currency crisis
Default	Sovereign debt crisis	Twin crisis

Empirically, twin debt and currency crises occur more frequently than twin banking and currency crises. Reinhart (2002) finds that 84 percent of the defaults in her emerging markets sample are connected with currency crises and almost half of the currency crises in the sample are related to defaults. She also supposes that other countries, that recently experienced balance of payments problems such as Mexico, South Korea, Thailand, and Turkey, would most likely have suffered from debt service difficulties as well if they had not received massive international financial help. Herz and Tong (2004) analyze a developing countries sample and find that 32 percent of all debt crises are linked to currency crises, while 20 percent of the currency crises are associated with debt crises.

Though twin debt and currency crises occur more frequently than twin currency and banking crises, they have been given less attention in research so far.[1] Recently, a few theoretical papers have explicitly integrated aspects of debt and currency crises in the framework of an intertemporal budget constraint [Calvo (1998); Aizenman et al. (2002); Benigno and Missale (2001); Bauer et al. (2003); and Jahjah and Montiel (2003)]. On the empirical side, Goldstein et al. (2000), Reinhart (2002), Sy (2003) as well as Herz and Tong (2004) provide first steps

to an empirical analysis of twin debt and currency crises. Taken together, the nature of twin currency and debt crises is still an open question.

We discuss how a welfare maximizing government decides on its monetary and fiscal policy by balancing the costs of alternative means of financing its expenditures, in particular the costs of an inflation/devaluation and the costs of a default. The government cannot commit itself to honor its debt and to keep its exchange rate peg. On the one side the government has an incentive to finance its expenditures by printing money to avoid the costs of a default. One the other hand it has an incentive to default on its debt in order to avoid the welfare costs of inflation and devaluation. As is typical for escape clause models, this can give rise to multiple equilibria with self-fulfilling twin debt and currency crises. There also exists the possibility of internal contagion from one policy field to another policy area within the same country. The expectation of a debt crisis can increase the debt service due to the higher interest rates thereby inducing a government to inflate and also making a currency crisis more likely.

Our empirical analysis is based on a sample of 51 emerging market economies from 1974 to 2002. We find strong evidence that debt and currency crises have common fundamental causes. The empirical results also indicate that it is helpful to distinguish debt, currency and twin crises as separate types of financial crisis. Such a distinction has become standard in the literature on currency and banking crises, while it is missing in the literature on debt and currency crises. It might help to improve among others the forecasts of early warning systems.

The paper is organized as follows. Section B discusses possible interrelations between debt and currency crises. Section C presents some stylized facts on debt, currency and twin crises for a sample of emerging market economies while section D presents estimates on the crises probability of the different financial crises. Section E concludes.

B. Determinants of currency crises and sovereign debt crises

Currency crises and sovereign debt defaults are common and recurring phenomenons which are typically accompanied by a collapse in real economic activity [Rose (2002); Dooley (2000); IMF (1998); Huang, Marin and Xu, (2004)]. Based on the experiences of the Latin American emerging market crises in the 1960s and 1970s the so-called first-generation currency crisis models [e.g. Krugman (1979); Flood and Garber (1984)] focused on fundamental economic weaknesses such as excessive fiscal and monetary policies as major causes for the failure of fixed exchange rate regimes. The second-generation models [e.g. Obstfeld (1994 and 1996a); Ozkan and Sutherland (1998)] analyzed the role of private devaluation

---

[1] The exception is the policy literature in which the interactions between debt and currency crises have been dis-

expectations, which affect a government's policy decisions and thus can turn out to be self-fulfilling. These market sentiments can not drive a financial crisis by themselves, however. In situations with sufficiently good fundamentals the government is able and willing to defend the exchange rate peg irrespective of the investors' expectations. In situations with very bad fundamentals it is the welfare maximizing option for the government to abandon the peg regardless of the private expectations. Only in between these two extreme cases there is a zone with multiple equilibria, a "gray area" in terms of Obstfeld (1996b), in which changes in private beliefs can lead to self-fulfilling currency crises.

The literature on sovereign debt defaults has similar features. The level and the maturity structure of the debt are among the most important fundamental factors for a government's decision to default on its maturing debt service payments. In some situations default expectations of private investors may also trigger debt repudiation. If investors expect a (partial) default they demand higher effective interest rates to compensate for the default risk when they buy bonds. This increases the government's debt service obligations and thus its incentive to default. If, instead, investors do not expect a default and thus do not demand an extra default risk premium, the government is able and willing to service its debt as promised. Again, multiple equilibria with self-fulfilling private default expectations become possible only if the economic fundamentals are sufficiently bad, e.g. if the debt exceeds a crucial level. If the debt level is lower, the government repays its debts even if default expectations cause higher interest payments. Cole and Kehoe (1998) show that lengthening the maturity increases this crucial debt level, i.e. with a longer maturity structure a higher debt level can be maintained without risking a financial crisis.

While there exists a vast literature on sovereign debt and currency crises there are only few theoretical studies on the simultaneous occurrence of sovereign debt and currency crises. On theoretical grounds, there exist several links between currency and debt crises (figure 1). Defaults and devaluations can be either substitutes or complements.

Devaluations and (partial) defaults are substitutes if they are considered to be instruments to finance a given volume of public expenditures. If a government is constrained in its fiscal policy and cannot provide a large enough primary surplus to service its debt coming due, e.g. because of institutional problems or political pressure, it is left with the following alternatives to "finance" its expenditures (table 1):

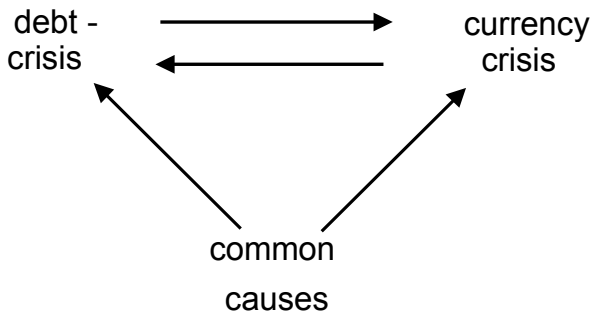
- a (partial) default on its debt, i.e. an implicit tax on bond holders (debt crisis),
- an increase in the money stock, i.e. an inflation tax on money holdings implying a devaluation of the currency (currency crisis), or

cussed extensively, e.g. Chiodo and Owyang 2002, and Mussa 2002.

- a combination of devaluation and default (twin crisis).

According to this view a currency crisis should reduce the finance requirements of the government, thereby making a debt crisis less likely. Correspondingly, a debt crisis should lower the likelihood of a currency crisis.

Figure 1: *Links between debt and currency crises*



In contrast, debt and currency crises are positively correlated if common causes and / or contagion effects between both types of crises increase the financial requirements of the government. For example a negative shock on GDP growth can erode the government's tax base which weakens public finances and makes default more likely. At the same time, a slowdown in GDP growth also raises the government's incentive to devalue in order to stimulate economic activity. Similarly the volume, denomination, and maturity structure of sovereign debt affect the sustainability of the public debt burden as well as the balance of payments position.

There also exist direct contagion effects between both kinds of crises. This "internal" contagion between policy fields within a country contrasts with "external" contagion in which a crisis in one country triggers a similar crisis in another country. A devaluation can for example directly spark off a debt crisis due to original sin as it increases the real value of external debt [Eichengreen, Hausmann and Panizza (2003); Jeanne (2003)] or as it leads to credit rating downgrades, which increase the interest rate risk premium [Calvo and Reinhart (2000a and 2000b)]. The opposite causality, which runs from debt to currency crises, has already been stressed e.g. by the first-generation currency crisis models, which imply that excessive fiscal and debt policies can trigger speculative attacks.

Bauer, Herz, and Karb (2003) provide a simple escape clause framework to analyze the optimal policy of a government that weighs the costs and benefits of abandoning a fixed exchange rate peg and / or defaulting on its maturing debt in order to finance its net public expenditures. The sovereign policy maker maximizes its welfare function W_t which includes the real GDP and corrects for the real costs of the alternative means of government finance, i.e. tax collection, default, and devaluation.

$$W_t = Y_t - \lambda E_t - \eta F_t - cT_t \tag{1}$$

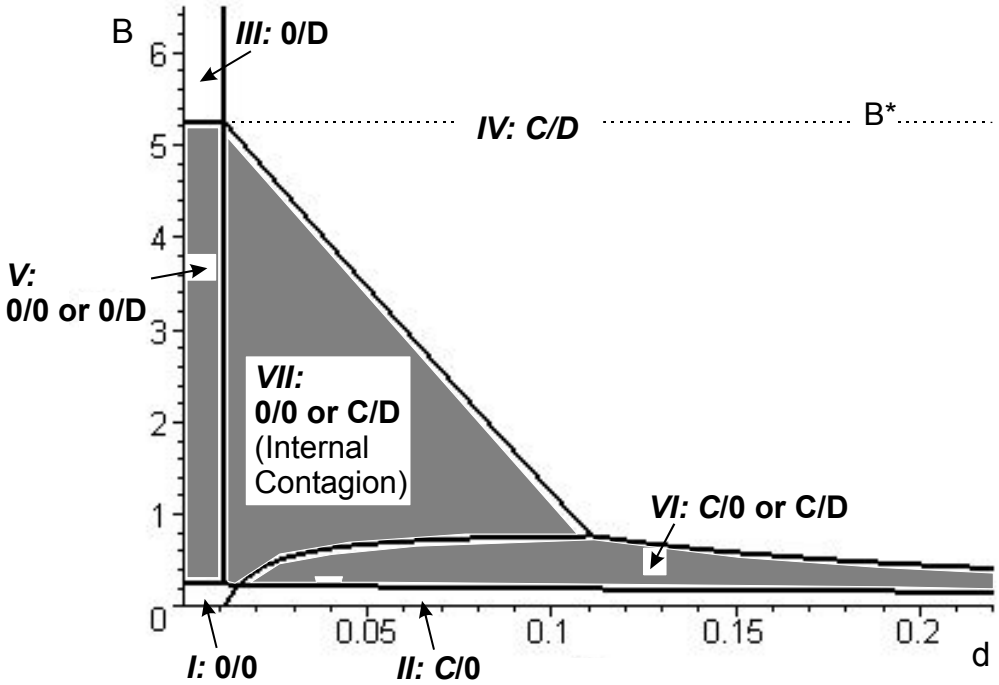
Y_t is the real GDP. λ and η are dummy variables, which indicate the government's decision to devalue ($\lambda = 1$) or not to devalue ($\lambda = 0$) and to default ($\eta = 1$) or not to default ($\eta = 0$) on its debt service obligations. Et are the real costs of a devaluation, e.g. a loss of reputation. These costs depend in part on the devaluation rate, which reflects that interest rate risk premiums typically rise in the aftermath of currency crises [Reinhart (2002)]. Devaluations, however, also yield some benefits, e.g. surprise devaluation (and the associated unexpected inflation) can increase Y_t in terms of the expectations augmented Phillips curve. F_t are the real costs of a default, e.g. losses of reputation and GDP. The term $-cT_t$ denotes the costs of taxation, which are assumed to be a linear function of the government's real tax revenue T_t.

In maximizing public welfare, the government is bound by its budget constraint. As long as the government decides to honor its debt service obligations, government consumption and repayment of debt coming due must be equal to tax revenues, new debt, and seigniorage. Under purchasing power parity the government's decision to devalue is related to the expansion of the monetary base and the subsequent inflation. The default expectations of private investors determine, at what price the government can finance its expenditures by selling new debt.

Bauer, Herz, and Karb (2003) show that the decision to default and / or to devalue depends on both the level of public debt B and the optimal rate of devaluation d which is influenced by the fundamental state of the economy and the government's loss function. Higher values of B and d indicate deteriorating fundamentals. There exist situations, in which the decision to devalue depends on the decision to default and vice versa. Then private default expectations can not only cause self-fulfilling debt crises but also currency crises. Figure 2 illustrates the government's optimal policies. The policy choice is denoted as a vector (λ / η), i.e. 0/0 indicates no crisis, 0/D a debt crisis, C/0 a currency crisis, and C/D a twin crisis.

The (white) sectors labeled I, II, III, and IV in figure 2 indicate the combinations of debt level B and optimal rate of devaluation d in which the welfare maximizing policy does not depend on private expectations. In sector I with a low debt level and good fundamentals (d is low), the optimal policy decision is to neither devalue nor to default (no crisis). In sector II, where the monetary fundamentals are bad but the debt level is low, it is optimal to devalue only (currency crisis). In sector III with a high debt level but good other fundamentals a default is the optimal policy decision (debt crisis). Finally, in sector IV with high debt levels and bad fundamentals it is optimal both to devalue and to default (twin crisis).

Figure 2: *Optimal policies depending on the investors' default expectations*



Source: Bauer, Herz, and Karb (2004, p. 260)

In accordance with the insights of the second-generation currency crisis literature, in between these situations of unique equilibria there is a gray area of multiple equilibria, which is two-dimensional. In the (gray) sectors V, VI, and VII the investors' default expectations are self-fulfilling, i.e. it is optimal for the government to default on its debt service obligations only if investors expect a default, and it is optimal not to default otherwise. In sector V, the fundamental economic situation is sufficiently good so that the government keeps the peg regardless of its debt policy and private expectations. In contrast, the fundamentals are sufficiently bad in sector VI, so that it is optimal for the government to devalue regardless of the debt policy. In sector VII "internal" contagion might arise. In this situation the policymaker's debt policy also determines the monetary and exchange rate policy. If private investors expect a default, it is not only optimal for the government to default, but also to devalue. If, in contrast, the investors do not expect a default, the government decides to honor both its debt and its exchange rate peg.

As is evident from figure 2 countries are vulnerable to self-fulfilling financial crises in situations of intermediate debt levels and fundamentals. The situation is stable as long as there is no reversal in market sentiments. However, as soon as an external shock causes creditors to raise their default expectations, increasing interest rate risk premiums and inflation expectations make it more costly for the government to service its debt and / or to keep a peg. If these expectations-driven costs become prohibitively high, the government chooses to default and / or to devalue. In this situation it is central for the government to stabilize private expectations.

From figure 2 it also becomes evident that the vulnerability of an economy to debt and currency crises depends on the interplay between debt and other fundamentals, i.e. there exists a substitution effect between these factors. Put differently, the crisis aggravating effects of a high debt level can be at least partially compensated by improvements in other fundamentals. Given a debt level B = 3 together with bad fundamentals induces the government to default and devalue independently of the private default expectations (sector IV). An improvement in the fundamentals leads to situation VII in which it depends on the default expectations whether there will be a self-fulfilling debt crisis. In the case that investors expect a default the government is not only going to default but also to devalue. Finally, a further improvement in the fundamentals to situation V can stabilize the exchange rate. While the government still validates default expectations it honors the exchange peg.

Countries which are in situation VII but close to situation IV have a particularly strong incentive to improve their fundamental situation. A small deterioration in their fundamentals and / or the debt level can change their situation from one in which a twin crisis can only be triggered by default expectations to one in which it is optimal for the government to choose the twin crisis.

C. Some stylized facts

In the following we present some stylized facts of currency, debt and twin crises. We also discuss how they relate to our simple theoretical model of financial crises. An important aspect of this discussion is whether twin crises are a distinct type of crisis or whether they should be simply considered to be a combination of currency and debt crises. Treating twin currency and debt crises as a discrete type of crisis can possibly help to interpret some conflicting empirical results in previous studies of financial crises.

Our benchmark sample includes 51 middle-income countries (countries with an annual GDP per capita of more than 766 and less than 9360 US Dollars).[2] The sample covers the period from 1974 to 2002. A debt crisis is defined as an episode, in which a debtor country does not service its debt, i.e. its foreign currency bank and bond debt, and its local currency bond debt [Beers and Chambers (2002)]. The classification of a currency crisis is related to Frankel and Rose (1996). Currency crises are defined as a drop in the yearly mean of the official exchange rate to the US Dollar of more than 25 percent. Finally, a twin crisis is a simultaneous currency and debt crisis in a year. With these definitions our sample contains 1272 data points of which roughly three quarters indicate no crisis, about 1/5 a pure debt crisis, 1/10 a pure currency crisis and 1/12 a twin crises.

---

[2] The sample is restricted to countries with a population of at least 1 million inhabitants.

As is evident from table 2, a debt crisis is typically twice as likely to occur when there is a contemporary currency crisis and vice versa. A debt crisis occurred in 22.3 percent of the cases when there was no currency crisis and in 41.3 percent of the cases when there was a currency crisis. Accordingly, the likelihood of a currency crisis was 15.4 percent if there was no debt crisis and 30.8 percent in case of a debt crisis.

In a first step we follow Bauer, Herz, and Karb (2004a) and illustrate the fiscal and monetary situation of countries, which have experienced debt crises, currency crises, or twin crises. A rising debt level indicates deteriorating economic fundamentals in terms of the debt crisis literature. As a proxy for the fiscal situation we use the total external debt to income ratio. An increasing M2 to reserves ratio indicates excess liquidity in the financial system, a smaller capability to fend off speculative attacks, and thus deteriorating economic fundamentals in terms of the currency crisis literature. Data is taken from the World Bank World Development Indicators (WDI), in particular the “external debt, total (DOD, % of GDP)” and “Money and quasi money (M2) to gross international reserves ratio” series.

Table 2: *Number of debt, currency and twin crises*

	Currency crises		
Debt crises	0	1	Total
0	796	145	941
	84.6	15.4	100.0
	77.7	58.7	74.08
1	229	102	331
	69.2	30.8	100.0
	22.3	41.3	26.0
Total	1025	247	1272
	80.6	19.4	100.0
	100.0	100.0	100.0

Figure 3: *No crises, currency, debt, and twin crises: M2/reserves and external debt/GDP (middle income countries, 1974-2002)*

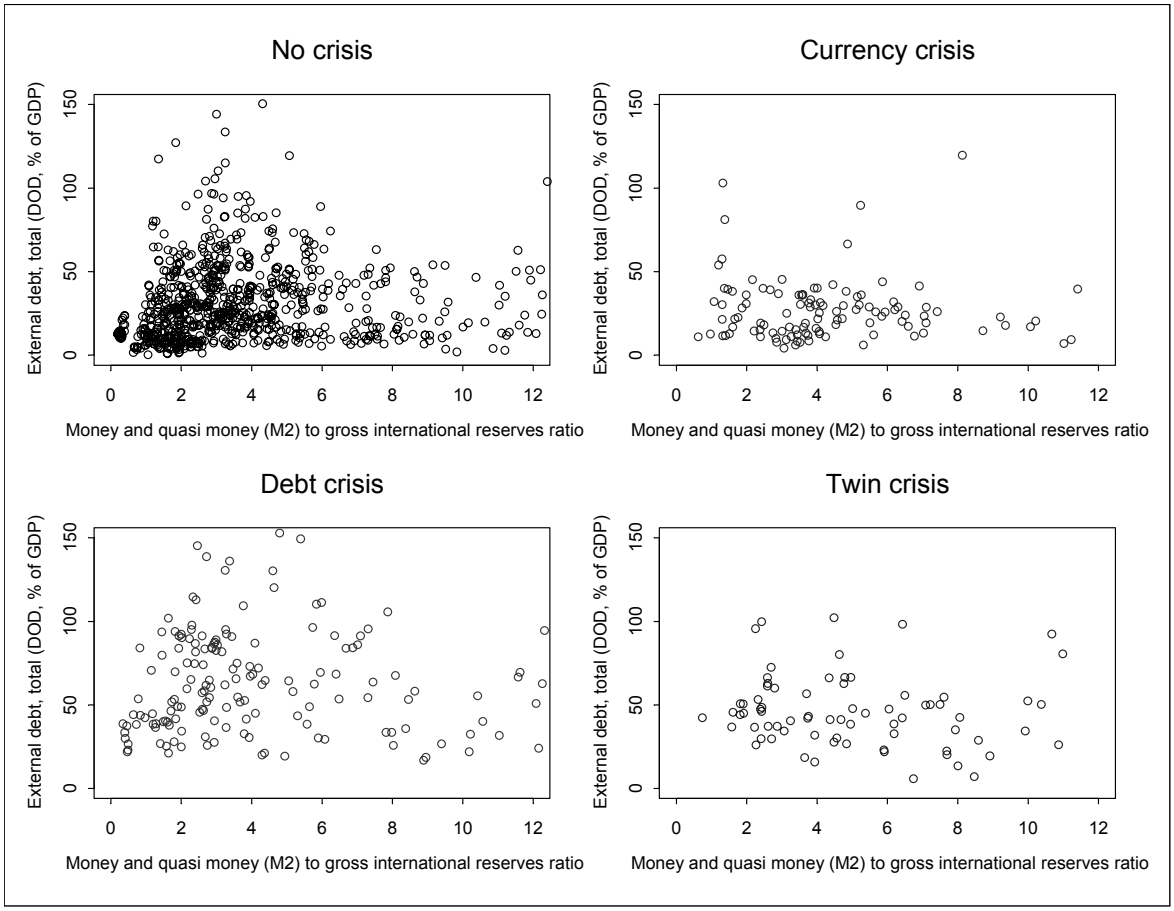
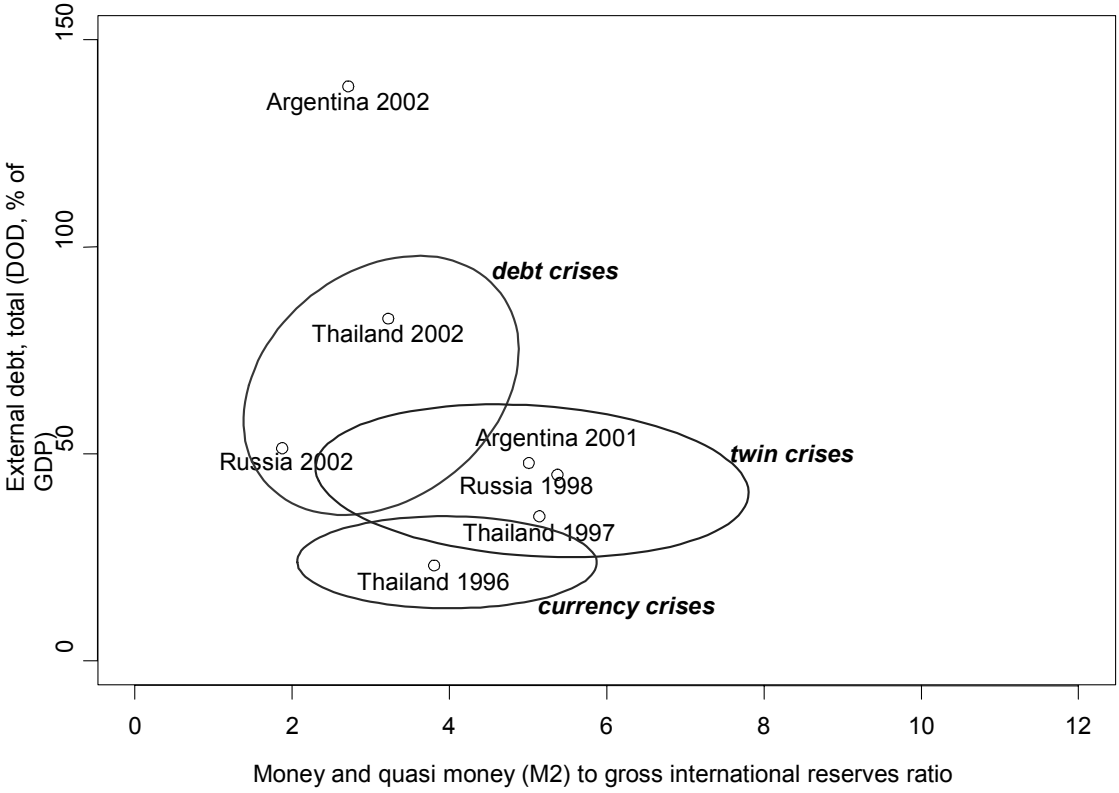


Figure 3 gives a first indication of the fiscal and monetary fundamentals in situations of no crises as well as debt, currency, and twin crises for the groups of middle income countries between 1974 and 2002. The findings are as intuitively expected. In situations of good fundamentals the financial situation is typically stable. Currency crises occur mainly with bad monetary but relatively good fiscal fundamentals while the reverse is true for debt crises. Finally, twin crises are more likely with weak monetary and fiscal fundamentals. It might be surprising that on the one hand a number of countries avoid crises even in fundamentally weak economies, while on the other hand several countries face debt or currency crises with relatively strong fundamentals.

Figure 4 gives an indication of the mean and the dispersion of the monetary and fiscal indicators in the data sample. The ellipses are minimal volume ellipsoid (MVE) estimates of the occurrences of the different crisis types. The centers of the ellipsoids are a robust estimate of the bivariate average of the monetary and the debt variable of the countries that suffered from these financial crises. The edges of the ellipses indicate a distance of one multivariate standard deviation from the center in the respective groups.

Figure 4: *Mean and dispersion of the monetary and the fiscal indicator during crisis episodes*



Based on the ellipsoids we can differentiate the three types of crises. Pure debt crisis episodes frequently occur at high debt levels while the monetary fundamentals are in good condition. The debt crisis ellipse indicates that the critical debt level is roughly 35 percent of GDP, which at first glance does not seem to be very high e.g. relative to the debt levels of industrial countries. Many emerging market countries that did not service their debt would have easily complied with the Maastricht debt criterion for EMU membership. This result is consistent with the recent literature on emerging market debt crises [Reinhart, Rogoff and Savastano (2003); Reinhart and Rogoff (2004)].

Pure currency crisis episodes typically occur at even lower debt levels, if the monetary fundamentals are bad. Finally, twin debt and currency crises are typically characterized by still weaker fundamentals, i.e. when a country's debt level is high and the monetary fundamentals are bad. From this perspective it seems to be appropriate to distinguish two types of currency crises: pure currency crisis which occur at relatively low debt levels and twin currency and debt crises which are more likely at higher debt levels. The empirical literature on currency crises for example reports mixed results concerning the statistical significance of a country's debt level for the likelihood of currency crashes. A number of authors [e.g. Frankel and Rose (1996); Klein and Marion (1997); Berg and Pattillo (1998); Bussiere and Fratzscher (2002)] find that debt variables are not a significant determinant of currency crises. However, other authors [e.g. Kaminsky, Lizondo and Reinhart (1997); Dreher, Herz and Karb (2004)]

do find significant relations between the debt level and currency crises. In addition to differences in crisis definitions and specifications these conflicting results may well be due to the fact, that studies focusing on currency crises in fact also include a number of twin currency and debt crises. It may be the case but is still a question of future research whether regarding twin crises as a separate class of crisis can improve the quality of crisis indicators and early warning systems. In a first step Bauer, Herz, and Karb (2004b) find no significant interrelation between the debt level and currency crashes, if twin debt and currency crises are excluded and the analysis is restricted to pure currency crisis episodes. In a similar way it might be helpful to distinguish pure debt crises from twin debt and currency crises.

Figure 4 also illustrates the economic fundamentals of Thailand, Russia, and Argentina before and after their respective financial crises. Thailand was already in its pre-crisis year 1996 in a economic situation which is likely to provoke a currency crisis. The fundamentals deteriorated further in 1997 to a situation typically associated with a twin crisis. While the currency crisis materialized, the debt crisis was possibly avoided with the help of international financial assistance. In 1998, Russia was a likely candidate for a twin crisis. In the following four years it was able to stabilize its monetary situation. Argentina was already in the twin crisis zone before the crisis evolved in 2001. In the following year the fiscal situation deteriorated dramatically as the devaluation increased the real value of the foreign currency debt and the debt service was suspended.

The data in figure 3 and 4 also point to the so-called “gray” areas as discussed in the escape clause literature where the optimal policy depends crucially on market expectations (see also the discussion in section 2 and figure 2). Several of the “no crisis” episodes in figure 3 overlap with the debt and currency crisis ellipses in figure 4. This finding can be interpreted as an indication, that it is not the fundamental situation of a country alone that determines whether a financial crisis is triggered or not but that shifts in private expectations play an important role as well.

D. Empirical Analysis

In a first step we estimate the influence of the two main explanatory variables used in the previous section, namely debt over GDP and M2 over reserves, on the probability of the different types of crises using a generalized linear model (glm). We also include GDP growth and inflation as macroeconomic controls as these variables are frequently reported to be significant predictors of financial crises [e.g. Herz and Tong (2004); Beckmann, Menkhoff and Sawischlewski (2004)].[3] Table 3 summarizes the estimations for the three crisis types.

---

[3] The relevant WDI time series are “GDP growth (annual %)” and “Log of inflation, GDP deflator (annual %)”.

Table 3: *Glm logit estimates*

Type of crises		Currency crisis	Debt crisis	Twin crisis
Explanatory Variables	Intercept	**-2.04** (-4.84)	**-9.06** (-12.61)	**-9.37** (-11.04)
	M2/reserves	**.20** (2.12)	-.10 (-0.96)	**.75** (5.53)
	Debt/GDP	**- .52** (-4.78)	**2.00** (11.70)	**.67** (3.88)
	GDP growth	- .03 (-1.76)	.02 (0.93)	- .01 (-0.38)
	Inflation	**.56** (8.03)	.05 (0.73)	**1.10** (10.62)
Ratio of explained deviance		12%	20%	34%

Note: t - values are in brackets. Bold characters indicate significant estimates at the 5% level.

The estimation results are in accordance with the theoretical discussion. In the case of currency crises the coefficient of the money variable is positive and highly significant. The debt variable has a significant negative impact which points to a possible substitution effect as a currency crisis with the underlying monetary expansion reduces the public finance requirements. Another interpretation emphasizes the incentive effects of high external debt as the government tries to avoid the increase of real foreign currency denominated debt implied by a devaluation. The role of these variables is in principle reversed in the case of debt crises. The coefficient of the debt variable is positive and highly significant, while the money variable has a (negative) non-significant coefficient. Twin crises are explained by both variables. An increase in the M2 to reserves ratio as well as an increase of the debt to GDP ratio raise the probability of twin crises. Inflation has a significant positive effect on both currency and twin crises.

Serial defaulters might have limited access to capital markets and are likely to be more vulnerable to financial crises [Reinhard and Rogoff (2004)]. In an analogous way serial devaluators might be faced with similar problems. Controlling for serial defaults and serial devaluations reduces defiance by around five percentage points in the case of currency and twin crises.

In the next step we control for fixed country specific effects and contemporaneous interregional contagion effects, i.e. we use dummy variables for the 51 countries and 28 years in the sample. Table 4 gives the results of the glm logit estimates for the macroeconomic variables. In this expanded model the explained deviance is increased to 33 percent in the currency crisis model, 52 percent in the debt crisis model, and 64 percent in the twin crises model.

Table 4: *Glm logit estimates with control variables and fixed country and contagion effects.*

Type of crises		Currency crises	Debt crises	Twin crises
Explanatory Variables	Intercept	**-2.26** (-1.96)	**-13.4** (-7.99)	**-27.8** (-2.71)
	M2/reserves	.23 (1.81)	-.26 (-1.74)	**2.54** (9.17)
	Debt/GDP	.03 (0.10)	**2.88** (8.07)	**2.20** (5.01)
	GDP growth	-.03 (-1.78)	.01 (0.20)	**-.06** (-2.42)
	Inflation	.11 (1.14)	**-.41** (-4.17)	**.81** (5.85)
Ratio of explained deviance		33%	52%	64%

Note: t - values are in brackets. Bold characters indicate significant estimates at the 5% level.

In the case of currency crises the two monetary variables M2 over reserves and inflation have unchanged signs while the significance level is somewhat reduced. In the debt crisis model the debt variable is still highly significant while the inflation term also becomes significant with an negative sign. In the twin crisis model now all macroeconomic variables are significant with the theoretically expected signs. The increased explained deviance in the expanded model indicates the important role of country and time fixed effects. The time fixed effects points to the importance of external contagion with financial crises in one country increasing the likelihood of crises in other countries. The relatively important country fixed effects indicate that country specific effects can be central for financial crises. For economic policy this could implied that aside of conventional macroeconomic policies other policy areas and institutions are crucial for avoiding financial crises. As it can be more difficult and time-consuming to change policies in these areas this could imply that reforms have either to be taken in times of financial stability or otherwise there is only limited scope of avoiding a crisis if macroeconomic fundamentals deteriorate.

From our estimations we derive measures of the estimated probabilities for each type of financial crisis. Figures 5a, 5b, and 5c display the results based on the model with the macroeconomic variables. The x- and y-axes are debt over GDP and money over reserves, the two main explanatory variables. The z-axis displays the estimated probabilities given the respective values on the x- and y- axis. The crisis probabilities are given for average values of the control variables GDP growth and inflation.

In the case of currency crises the probability of a crisis increases with a higher ratio of money to reserves. At first sight it might seem somewhat counterintuitive that the crisis probability drops with an increase in debt. This is mainly due to the financing effect as with higher debt twin crises become more likely. In the case of debt crises the crisis probability is above all affected by the debt over GDP ratio, while changes in the money to reserves ratio hardly affect the crisis probability. The estimates also indicate how changes in the economic situation

affect crises probabilities. If the debt to GDP ratio doubles from 30 to 60 percent, e.g. because the currency depreciates, then the crisis probability triples from 10 to 30 percent. Finally figure 5c shows how fiscal and monetary fundamentals interact in the case of a twin crisis. The probability of a twin crisis increases if debt raises and / or reserves fall. The deteriorating fundamentals reinforce each other and increase the vulnerability to twin crises.

Figure 5a: *Estimated probability of a currency crises*

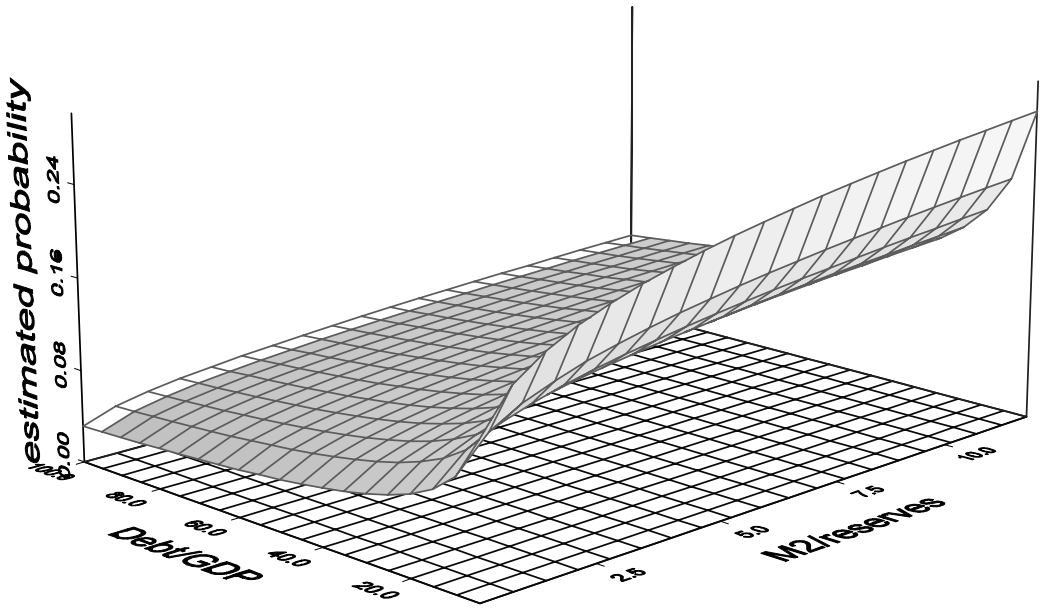


Figure 5b: *Estimated probability of a debt crises*

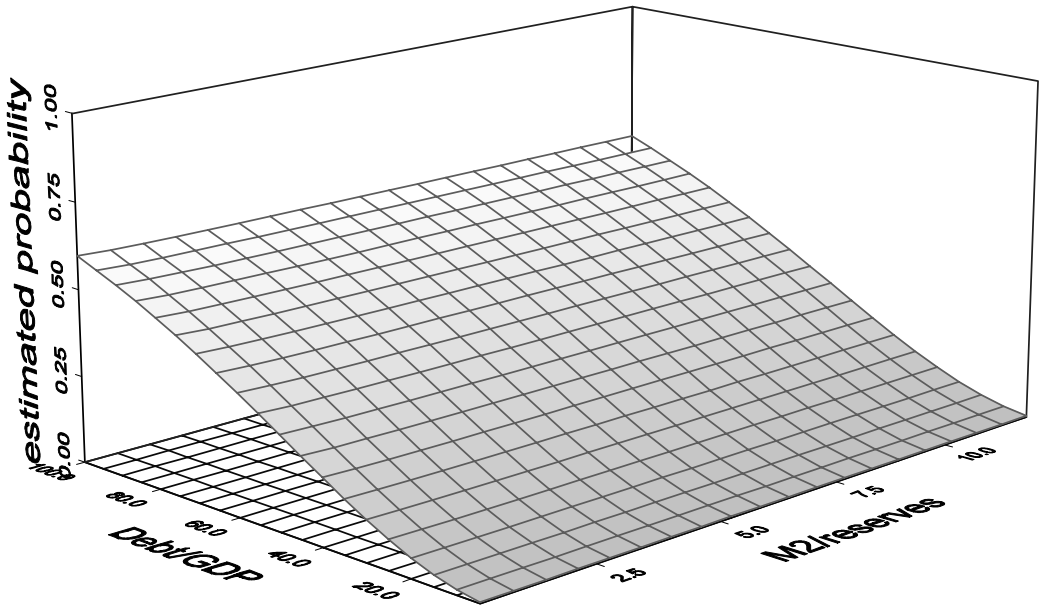
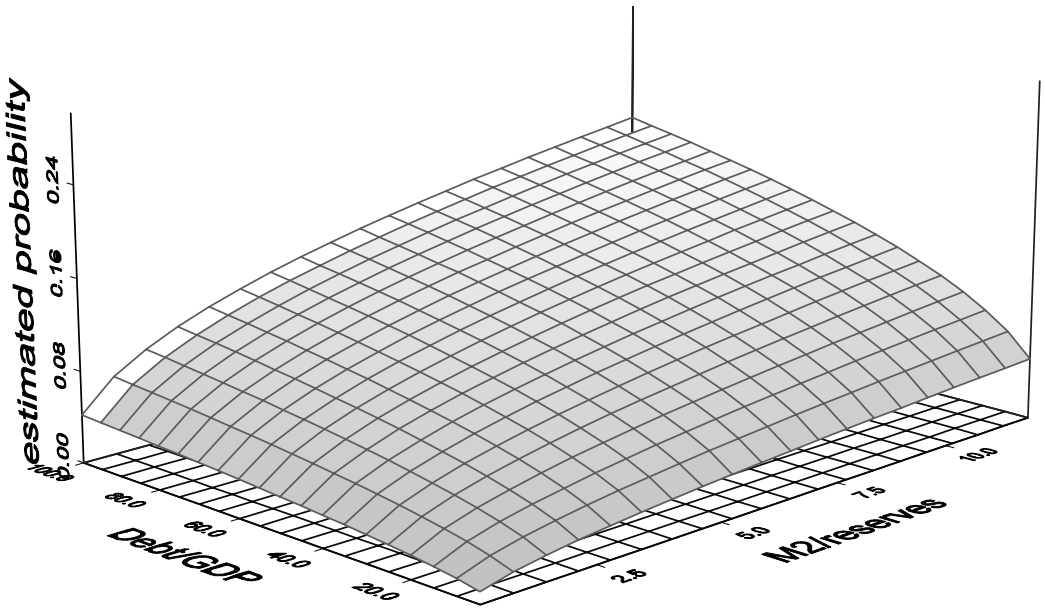


Figure 5c: *Estimated probability of a twin currency and debt crises*



E. Conclusion

Financial crises can cause serious setbacks in the economic development of emerging market economies. The stylized facts as well as the glm estimations indicate that it is reasonable to treat pure debt crises, pure currency crises, and twin currency and debt crises as separate types of financial crises. Debt crisis are mainly caused by bad fiscal fundamentals while weak monetary fundamentals bring about currency crises. In the case of twin crises it is the interaction of these factors which determines the crisis vulnerability. According to this view weak monetary fundamentals do not increase the probability of a debt crisis directly. Rather there is an indirect transmission channel. Weak monetary fundamentals make an economy more vulnerable to a currency crisis and via internal contagion increase the probability of a twin crisis. When attempting to predict crises, the forecasts should improve if the three types of crises are differentiated. According to this view, debt variables are significant for predicting currency crises only in that they help to explain twin debt and currency crises. The empirical results also indicate that debt and currency crisis are complements rather than substitutes.

This broader view on both debt and currency crises strengthens the role of sound macroeconomic policies. By pursuing stability orientated policies governments can earn a double dividend of lowering the likelihood of debt, currency as well as twin crises. Theoretical considerations and the empirical results also indicate that expectations play an important role in triggering financial crises.

References

Aizenman, Joshua, Kenneth M. Kletzer and Brian Pinto (2002), Sargent-Wallace Meets Krugman-Flood-Garber, or: Why Sovereign Debt Swaps Don't Avert Macroeconomic Crises, NBER Working Paper No. 9190.

Bauer, Christian, Bernhard Herz and Volker Karb (2003), The Other Twins: Currency and Debt Crises“, Review of Economics, 54 (3): 248-267.

Bauer, Christian, Bernhard Herz and Volker Karb (2004a), Are Twin Currency and Debt Crises Special?, University of Bayreuth, Working Paper.

Bauer, Christian, Bernhard Herz and Volker Karb (2004b), How Likely are Financial Crises in the CIS?, University of Bayreuth, Working Paper.

Beckmann, Daniela, Menkhoff, Lukas and Katja Sawischlewski (2004), Robust Lessons about Practical Early Warning Systems University of Hannover, Working Paper.

Beers, David T. and John Chambers (2002): “Sovereign Defaults - Moving Higher Again in 2002” Standard & Poor’s Research Paper.

Benigno, Pierpablo and Alessandro Missale (2001), High Public Debt in Currency Crises: Fundamentals versus Signaling Effects, CEPR Discussion Paper No. 2862.

Berg, Andrew and Catherine Pattillo (1998), Are Currency Crises Predictable: A Test, IMF Working Paper No. 98/154.

Bordo, Michael D. and Barry Eichengreen (2003), Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization? in: Mizen, Paul (ed.), Monetary History, Exchange Rates and Financial Markets. Essays in Honour of Charles Goodhart, Cheltenham and Northampton, 52-91.

Bussiere, Matthieu and Marcel Fratzscher (2002), Towards a New Early Warning System of Financial Crises, European Central Bank, Working Paper No. 145.

Calvo, Guillermo A. (1998), Varieties of Capital-Market Crises, in: Calvo, Guillermo A. and King, Mervyn (eds.), The Debt Burden and Its Consequences for Monetary Policy, Basingstoke, 181-202.

Calvo, Guillermo A. and Carmen M. Reinhart (2000a), When Capital Inflows Suddenly Stop: Consequences and Policy Options", in: Kenen, Peter B. and Alexander K. Swoboda, Reforming the International Monetary and Financial System, 175-201, International Monetary Fund, Washington DC.

Calvo, Guillermo A. and Carmen M. Reinhart (2000b), Fixing for Your Life, NBER Working Paper No. 8006.

Cole, Harold L. and Timothy J. Kehoe (1998), Self-Fulfilling Debt Crises, Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Staff Report 211.

De Nicolo, Gianni, Sami Geadah and Dimitry Rozhkov (2003), Financial Development in the CIS-7 Countries: Bridging the Great Divide, IMF Working Paper No. 03-205.

Dooley, Michael P. (2000), Can Output Losses Following International Financial Crises be Avoided?, NBER Working Paper No. 7531.

Dreher, Axel, Bernhard Herz, and Volker Karb (2004), Is There a Causal Link between Currency and Debt Crises?, University of Bayreuth, Discussion Papers in Economics No. 03-04.

Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann and Ugo Panizza (2003), The Pain of Original Sin, http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/research/ospainaug21-03.pdf.

Flood, Robert P. and Peter M. Garber, Peter M. (1984), Collapsing Exchange-Rate Regimes. Some Linear Examples, Journal of International Economics, 17: 1-13.

Frankel, Jeffrey A. and Rose, Andrew K.(1996), Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment, Journal of International Economics, 41 (3-4): 351-366.

Glick, Reuven and Michael Hutchison (1999), Banking and Currency Crises: How Common Are Twins?, Federal Reserve Bank of San Francisco, Center for Pacific Basin Monetary and Economic Studies, Working Paper No. PB 99-07.

Gros, Daniel (2003), Who Needs Foreign Banks?, Center for Economic Studies & Ifo Institute for Economic Research (CESifo), Working Paper No. 998.

Goldstein, Morris (1998), The Asian Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications, Washington DC., Institute for International Economics (IIE), Policy Analyses in International Economics No. 55.

Goldstein, Morris, Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart (2000), Assessing Financial Vulnerability: An Early Warninhg System for Emerging Markets, Washington DC, Institute for International Economics.

Gupta, Poonam, Deepak Mishra and Ratna Sahay (2003), Output Response to Currency Crisis, IMF Working Paper No. 03/230.

Herz, Bernhard and Hui Tong (2004), The Interactions between Debt and Currency Crises - Common Causes or Contagion?, University of Bayreuth, Discussion Papers in Economics No. 17-03.

Huang, Haizhou, Dalia Marin and Chenggang Xu (2004), Financial Crisis, Economic Recovery, and Banking Development in Russia, Ukraine and Other FSU Countries, IMF Working Paper No. 04-105.

Hutchinson, Michael M. and Ilan Noy (2002), Output Costs of Currency and Balance of Payments Crises in Emerging Markets, Comparative Economic Studies, 44 (2/3): 27-44.

IMF - International Monetary Fund (1998), Financial Crises: Causes and Indicators, World Economic and Financial Surveys, World Economic Outlook, May.

Jahjah, Samir and Peter Montiel (2003), Exchange Rate Policy and Debt Crises in Emerging Economies, IMF Working Paper No. 03/60.

Jeanne, Olivier (2003), Why Do Emerging Market Economies Borrow in Foreign Currency, IMF Working Paper No. 03/177.

Lai, Alexandra (2002), Modelling Financial Instability: A Survey of the Literature, Bank of Canada, Working Paper No. 2002-12.

Kaminsky, Graciela L., Saul Lizondo, and Carmen M.,Reinhart (1997), Leading Indicators of Currency Crises, IMF Working Paper No. 79/97.

Kaminsky, Graciela and Carmen Reinhart (1999), The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments-Crises, in: American Economic Review, 89(3): 568-592.

Klein, Michael W. and Nancy P. Marion (1997), Explaining the Duration of Exchange-Rate Pegs, Journal of Development Economics, 54(2): 387-40.

Krugman, Paul R. (1979), A Model of Balance-of-Payments Crises, Journal of Money, Credit and Banking, 11 (3): 311-325.

Obstfeld, Maurice (1994), The Logic of Currency Crisis, Banque de France, Cahiers economiques et monetaires, 43 :189-213.

Obstfeld, Maurice (1996a), Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features, European Economic Review, 40: 1037-1047.

Obstfeld, Maurice (1996b), Comment, in: Bernanke, Ben S. and Rotemberg, Julio J., NBER Macroeconomics Annual 1996, Cambridge und London, 393-403.

Ozkan, Gulzin F. and Alan Sutherland (1994), A Model of the ERM Crisis, CEPR Discussion Paper No. 879.

Reinhart, Carmen M. (2002), Default, Currency Crises and Sovereign Credit Ratings, NBER Working Paper No. 8738.

Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2004), Serial Default and the “Paradox” of Rich to Poor Capital Flows, NBER Working Paper No. 10296.

Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff, and Miguel A. Savastano (2003), Debt Intolerance, Brookings Papers on Economic Activity, 2003(1): 1-74.

Rose, Andrew K. (2002), One Reason Countries Pay Their Debts: Renegotiation and International Trade, NBER Working Paper No. 8853.

Rose, Andrew K. and Mark M. ,Spiegel (2002), A Gravity Model of Sovereign Lending: Trade, Default and Credit, NBER Working Paper No. 9285.

Sy, Amadou N. R. (2003), Rating the Rating Agencies: Anticipating Currency or Debt Crises?, IMF Working Paper No. 03/122.

World Bank, http://www.worldbank.org/data/wdi2004/ index.htm.

KRISENRESISTENZ VON MIKROFINANZINSTITUTIONEN (MFI): DAS BEISPIEL BOLIVIEN

Hans Martin Hagen

Krisenresistenz von Mikrofinanzinstitutionen (MFI):
Das Beispiel Bolivien

Korreferat von Hanns Martin Hagen, KfW Entwicklungsbank
8. Entwicklungspolitisches Seminar des EFF
Weimar, 19.-22. Januar 2005

Krisenresistenz von MFI

(1) Wirkungen von Krisen auf Finanzinstitutionen: Theorie und Rating-Praxis

- Finanz- und Wirtschaftskrisen als Umfeldrisiken
- Umfeldfaktoren in Ratingmodellen für Geschäftsbanken
- Geschäftsbanken und MFI im Vergleich

(2) Der Fall Bolivien

- Der bolivianische Bankensektor als Beispiel
- Die Krise
- Die Wirkungen der Krise auf Geschäftsbanken und MFI

(3) Schlußfolgerungen für die Krisenresistenz von MFI

2

Finanz- und sonstige Krisen als Umfeldrisiken für Banken

Ursache 1
Ursache 2
Ursache 3
•
•
•
Ursache n-1
Ursache n

Finanzkrisen
- Währungskrisen
- Verschuldungs-krisen
- Kombinierte Krisen
- Bankenkrisen

Sonstige Krisen, z.B.:
- Soziale Unruhen
- Politische Krisen

Bonität von Finanz-institutionen
- Kapitaladäquanz
- Kreditportfolio-qualität
- Effizienz
- Rentabilität
- Geschäfts-volumen / Kunden

3

Umfeldfaktoren in Rating-Modellen für Geschäftsbanken

Beurteilung des Finanzsystems
(a) quantitativ
(b) qualitativ

Länderrating

Faktoren	Kreditrisiko	Kapital-adäquanz	Größe	Rentabilität / Profitabilität	Information und Kontrolle	Politische u. makroökonomische Stabilität
Gewichtungsbandbreite (Moody's, S&P, Fitch IBCA)	14 – 19,5 %	8 – 10 %	8 – 12 %	5,5 – 6,5 %	20 – 24 %	38 – 43 %

Ausfallerwartungswert für Bank als Emittent

Globale Ratingskala

Nationale Bonitätsvergleichs-ratingskala (z.B. Moody's)

4

Geschäftsbanken und MFI im Vergleich (1)

	Geschäftsbanken	Regulierte MFI
Unternehmensziel:	– Gewinn, „Shareholder Value“	– finanzielle Nachhaltigkeit – Versorgung benachteiligter Kundengruppen
Kunden:	– i.d.R. mittelgroße und große Unternehmen – vermögende Privatkunden	– KKMU, oft aus dem informellen Sektor – Niedrigeinkommenshaushalte

5

Geschäftsbanken und MFI im Vergleich (2)

	Geschäftsbanken	Regulierte MFI
Produkte:	– alle Produkte mit Ertragspotential (Universalbanken)	– an der KKMU-Nachfrage orientiert
Kredittechnologie:	– formale Kreditanalyse – i.d.R. Sicherheiten orientiert	– Cash-Flow orientierte Kreditanalyse, enge Kundenbeziehung – Nutzung von Sicherheitensubstituten

→ Hypothese: MFI krisenanfälliger als Geschäftsbanken

6

Der Fall Bolivien
Der bolivianische Finanzsektor als Bsp. (1)

Warum gerade Bolivien ?

(1) Ökonomische und soziale Krise seit Ende 1998

- **Vergleichsweise transparenter Geschäftsbankensektor**
  - Gute Bankenaufsicht (Moody's)
  - eines von weltweit 7 Ländern mit nationalem Bonitätsvergleichsrating
  - aber geringe Entwicklung, Finanzsektor (Bankaktiva/BIP: 49 %)

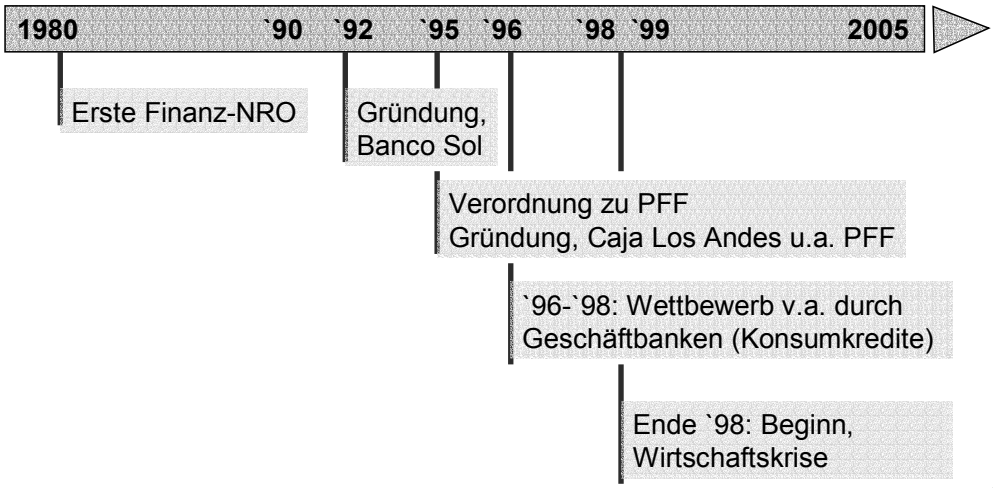
(3) Entwickelter Mikrofinanzsektor

- mehrere, große, regulierte MFI (2 Banken,4 PFF, 2 größere Kreditgenossensch.)
- MFI bedeutsam für den Finanzsektor
- Existenz von MFI über den gesamten Krisenzyklus

7

Der Fall Bolivien
Der bolivianische Finanzsektor als Bsp. (2)

Entwicklung der Mikrofinanzierung in Bolivien

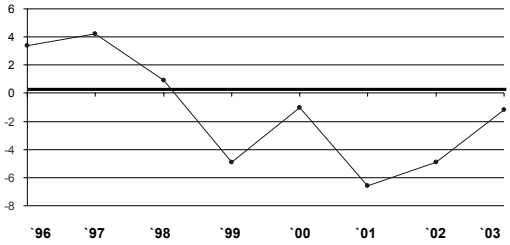


8

Der Fall Bolivien
Die (sozioökonomische) Krise seit 1998 (1)

Stark sinkendes BIP / Kopf

(Wachstumsraten reales BIP gg. Vj., in USD)*



(A) Externe Ansteckung durch Finanzkrise in Brasilien

- **Ende `98 Wachstumseinbruch, in Brasilien**
- **Januar `99 Abwertung des Real**
- **anschließend mehrmalige Abwertung des Boliviano**
- **Einbruch der Exporte nach Brasilien und in andere Nachbarländer**

9

Der Fall Bolivien
Die (sozioökonomische) Krise seit 1998 (2)

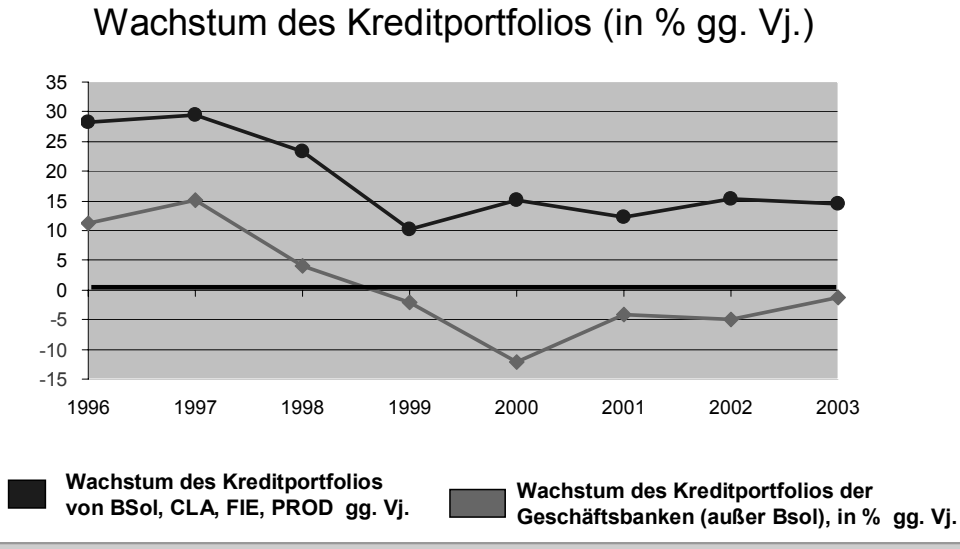
Proteste gegen die geplanten Gasexporte in die USA über Chile
Bild: BBC News World Edition, 13.10.2003

(B) Interne Krisenursachen

- **verstärkte Bekämpfung des Coca-Anbaus seit `97**
- **soziale Konflikte**
- **Wetter bedingte Missernten in Landesteilen (2000, 2001)**

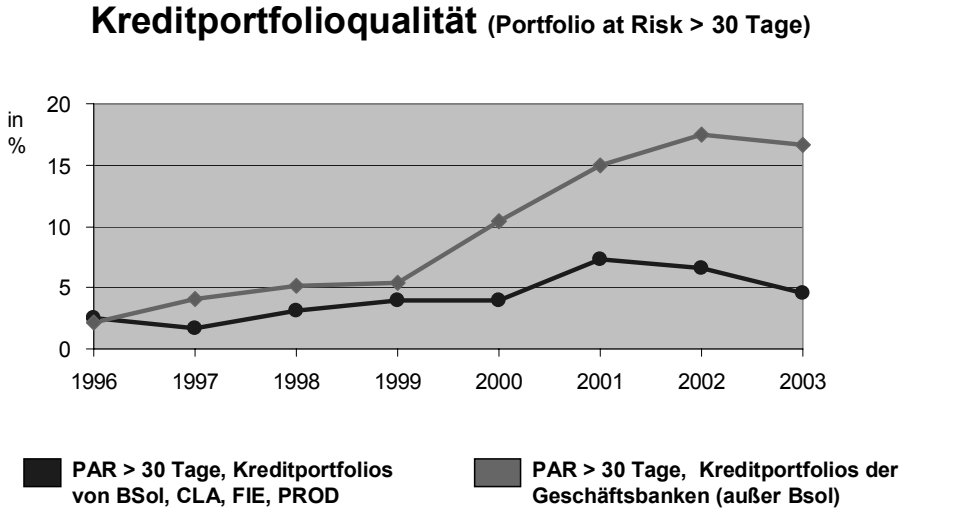
10

Der Fall Bolivien
Wirkungen der Krise auf Geschäftsbanken und MFI (1)



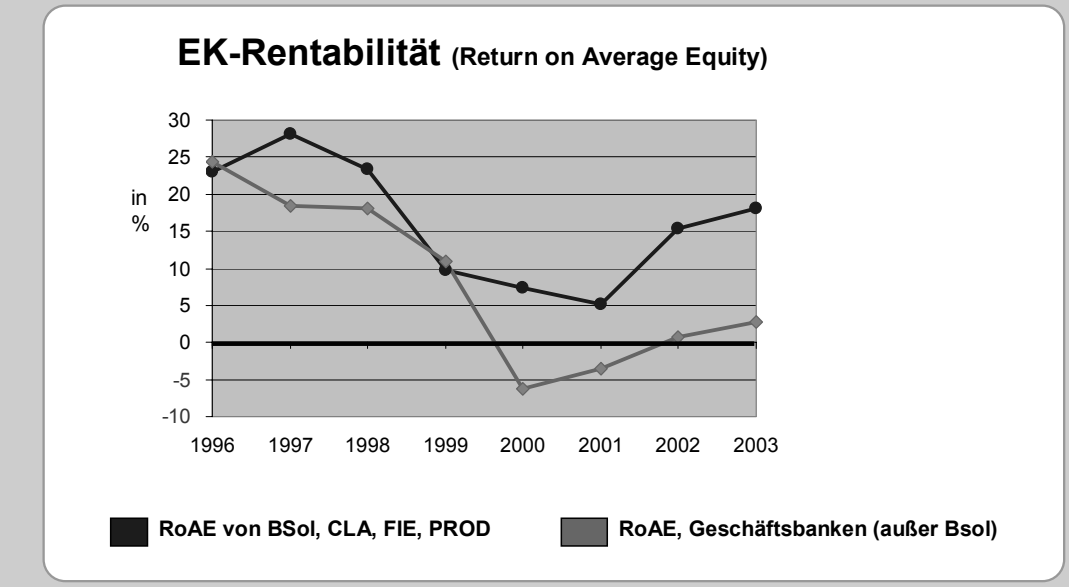
11

Der Fall Bolivien
Wirkungen der Krise auf Geschäftsbanken und MFI (2)



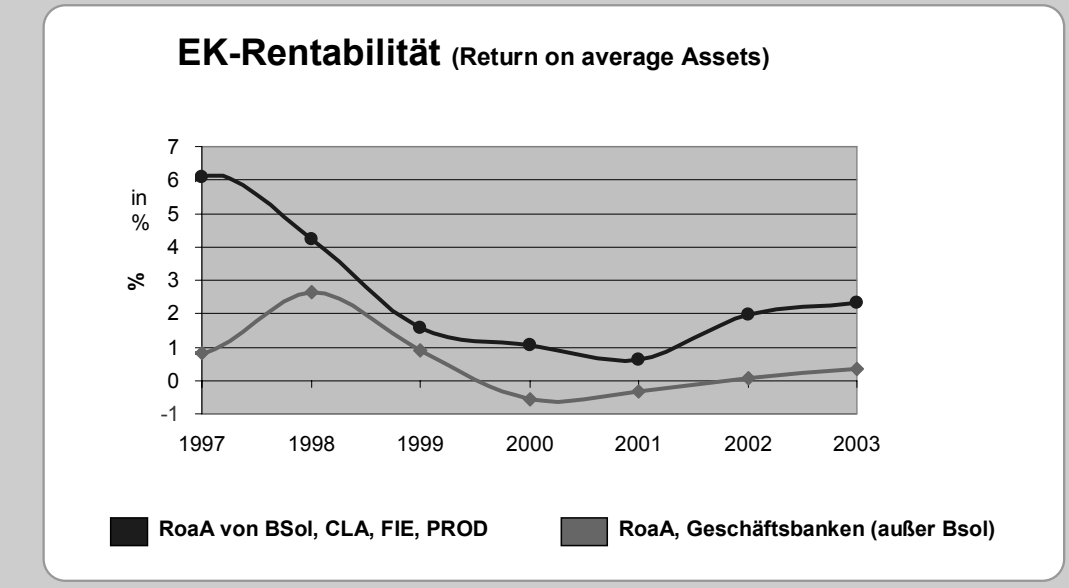
12

Der Fall Bolivien
Wirkungen der Krise auf Geschäftsbanken und MFI (3)



13

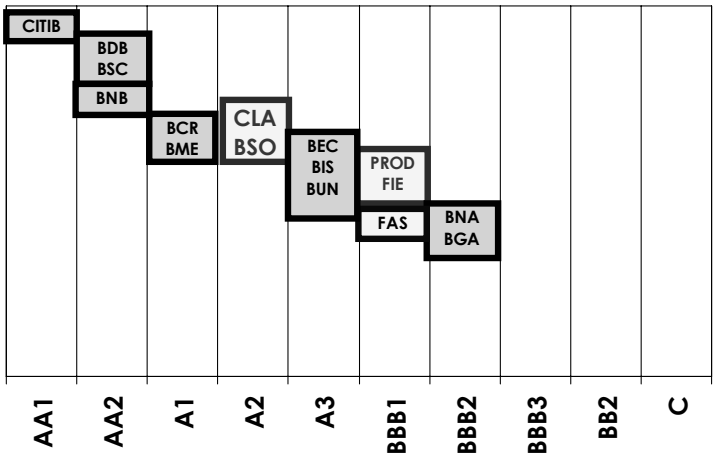
Der Fall Bolivien
Wirkungen der Krise auf Geschäftsbanken und MFI (4)



14

Der Fall Bolivien
Wirkungen der Krise auf Geschäftsbanken und MFI (5)

Nationales Bonitätsvergleichsrating*, 31.12.1997

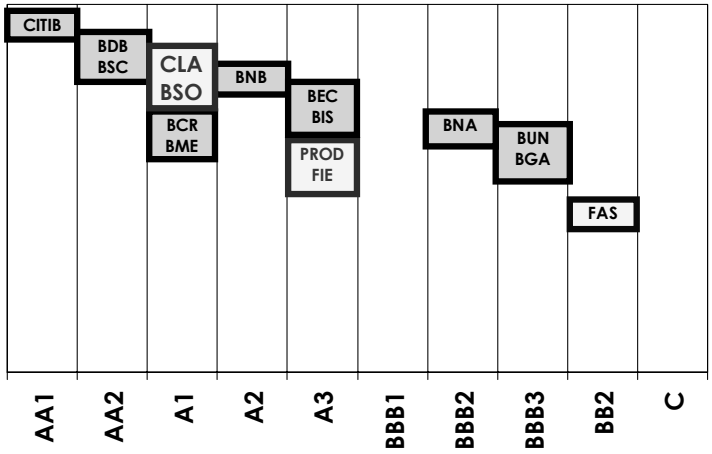


*Ratings, Bankenaufsicht

15

Der Fall Bolivien
Wirkungen der Krise auf Geschäftsbanken und MFI (6)

Nationales Bonitätsvergleichsrating, 30.06.2004



*Ratings, Bankenaufsicht

16

Schlußfolgerungen für die Krisenresistenz von MFI

- Bolivien **1998 – 2003:**
  MFI krisenresistenter als Geschäftsbanken,
  mögliche Gründe:
  – höhere Zahlungsmoral der MFI-Kunden
  – finanzstarke Eigentümer, die Management von MFI aktiv beaufsichtigen
  – informeller Sektor krisenresistenter

- Caveats:
  – bolivianische Geschäftsbanken im intl. Vergleich schwach
  – Zusammentreffen von Konsumkreditblase und sozio-ökon. Krise

=> mehr Länderstudien notwendig

BANKEN ODER KAPITALMÄRKTE: WELCHE STRUKTUR DES FINANZSYSTEMS IST GEEIGNET FÜR ENTWICKLUNGSLÄNDER?

Eva Terberger

Zusammenfassung:

Neuere ökonometrische Länderstudien zeigen, dass zwar die Entwicklung des Finanzsystems, nicht aber die Struktur seiner Gestaltung, d.h. bank- oder kapitalmarktbasiert, einen Einfluss auf die langfristigen Wachstumsraten eines Landes ausübt. Die Weltbank nimmt u.a. diese neueren Forschungsergebnisse zum Anlass, die Förderung einer ausgewogenen Entwicklung von Bankensystem und Wertpapiermärkten zu empfehlen. Hier soll ein einordnender Überblick über das breite Spektrum nicht nur neuerer ökonometrischer Forschung zum Finanzmarkt gegeben und argumentiert werden, dass trotz dieser neuen Erkenntnisse die Diskussion „bank-basiert oder markt-basiert“ nicht abgeschlossen ist und unter Berücksichtigung aller neueren Erkenntnisse zum Finanzmarkt für Entwicklungsländer tendenziell eher ein bank-basiertes Finanzsystem bevorzugt werden sollte.

A. Einführung und Fragestellung

„One of the most important problems in the field of finance, if not the single most important one, almost everybody would agree, is the effect that financial structure and development have on economic growth." [Goldsmith (1969), S. 390)

Dass zwischen dem Entwicklungsstand eines nationalen Finanzsystems und der wirtschaftlichen Entwicklung des entsprechenden Landes eine positive Korrelation besteht, ist spätestens seit der Veröffentlichung ‚Financial Structure and Development' von Goldsmith aus dem Jahre 1969, aus der das einleitende Zitat entnommen ist, bekannt. Lange Zeit bestand jedoch Unklarheit über die Richtung des kausalen Zusammenhangs: Bringt die fortschreitende wirtschaftliche Entwicklung erhöhte Anforderungen an das Finanzsystem mit sich und zieht somit die Entwicklung des Finanzsystems nach sich, oder besteht (auch) die umgekehrte Kausalität, d.h. Fortschritte in der Entwicklung des Finanzsystems üben einen positiven Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung aus? Erst vor relativ kurzer Zeit erlaubten ökonometrische Untersuchungen[1], die Kausalitätsfrage zu klären. In breit angelegten Länderquerschnittsstudien bewiesen Indikatoren, die den Entwicklungsstand der jeweiligen nationalen Finanzsysteme messen, zuverlässige Prognosekraft für die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung; das langfristige Wachstum eines Landes wird durch die Tiefe des Finanzsystems statistisch signifikant positiv beeinflusst. Somit ist der Zustand des Finanzsystems keine reine Folge der wirtschaftlichen Entwicklung, sondern eine ihrer treibenden Kräfte.

Diese Erkenntnis liefert die wissenschaftliche Grundlage für neue bzw. eine Bestätigung für bereits praktizierte entwicklungspolitische Strategien: Die Förderung der Finanzsystementwicklung kann als ein Instrument zur Förderung der wirtschaftlichen Entwicklung eingesetzt werden. Kurz und prägnant kommt dies in dem Titel „Finance for Growth" zum Ausdruck, den ein im Jahr 2001 erschienener Policy Strategy Report der Weltbank trägt [Worldbank (2001)].

Tatsächlich erfreut sich die Förderung der Finanzsystementwicklung seit mehr als einem Jahrzehnt nicht nur in der Entwicklungspolitik, sondern auch in der Wirtschaftspolitik reicher Industrieländer großer Beliebtheit:

- Projekte in Entwicklungs- und Transformationsländern, die von der Unterstützung des Aufbaus einer funktionsfähigen Bankenaufsicht über die Hilfe bei der Gründung von Börsen bis hin zur Eröffnung des Finanzierungszugangs für ärmere Bevölkerungsschichten reichen, werden dem Sektor ‚Förderung der Finanzsystementwicklung' zugerechnet. Stellvertretend für den hohen Stellenwert dieses Förderschwerpunkts sei zum einen auf das oben erwähnte Strategiepapier der Weltbank verwiesen, zum anderen auf das Programm der deutschen Bundesregierung zur Armutsbekämpfung 2015 [BMZ

[1] Vgl. King und Levine (1993a und 1993b); Beck, Levine und Loayza (2000) sowie Levine (2002).

(2001)] sowie auf das Finanzsektorkonzept des Bundesministeriums für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung [BMZ (2003)].

- Die deutsche Politik kann ebenfalls als Beleg dafür dienen, dass die Finanzsystementwicklung keineswegs nur ein aktuelles entwicklungspolitisches Thema ist. Mit dem Beginn der 1990er Jahre setzte eine nahezu beispiellose Aktivität zur Änderung der (gesetzlichen) Rahmenbedingungen des deutschen Finanzmarktes ein. Allein vier sogenannte Finanzmarktförderungsgesetze traten in Kraft, deren Name für sich spricht: Die Gesetzesänderungen hatten und haben zum Ziel, die Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Finanzsystems und damit der deutschen Wirtschaft zu stärken. Die Charakteristika des traditionell bank-basierten deutschen Finanzsystems sollen stärker dem kapitalmarkt-basierten System der U.S.A. angeglichen werden, das überlegen zu sein scheint, um den Finanzierungsbedürfnissen der Wirtschaft insbesondere nach risikotragendem Kapital gerecht zu werden [Terberger (2003)].

Verglichen mit dem entwicklungs- und wirtschaftspolitischen Engagement im und für den Finanzsektor ist jedoch das Wissen darüber, in welche Richtung die Entwicklung eines Finanzsystems vorangetrieben werden sollte, relativ gering. Dies gilt auch für die Frage, ob eher ein bank-basiertes oder aber eher ein kapitalmarkt-basiertes Finanzsystem der wirtschaftlichen Entwicklung förderlich ist, obwohl die augenscheinliche Präferenz für das kapitalmarkt-basierte System, die sich u.a. in der derzeitigen deutschen Finanzmarktpolitik offenbart, das Gegenteil vermuten ließe. Bei genauerem Hinsehen zeigt sich jedoch politisch eine gewisse Unbeständigkeit bezüglich der verfolgten Zielrichtung, die auf das lückenhafte Wissensfundament schließen lässt:

- Noch in den 1980er Jahren wurde Deutschland von den U.S.A., dessen Finanzsystem von Bankenkrisen geschüttelt wurde, um sein starkes bank-basiertes Finanzsystem „beneidet“. Wirtschaftspolitische Schritte, die das u.s.-amerikanische Bankensystem dem deutschen ähnlicher machten, wurden eingeleitet. Anfang bis Mitte der 1990er Jahre wandelte sich das Bild dahingehend, dass Deutschland seine Wachstumsschwächen u.a. an seinen im Vergleich zu den U.S.A. unterentwickelten Kapitalmärkten festmachte und die Möglichkeiten zur Wertpapierfinanzierung zu stärken suchte [Terberger (2003)]. Ausgelöst durch das Scheitern von manchen Förderinitiativen, die zunächst – wie etwa der „Neue Markt“ – als Erfolgsstory gepriesen wurden[2], aber auch durch bankaufsichtsrechtliche Neuerungen und die Intensivierung des Wettbewerbs werden zu Beginn des neuen Jahrtausends wiederum Korrekturen am wirtschaftspolitisch angestrebten Ideal eines Finanzsystems spürbar. Zwar wird an dem Ziel der Stär-

[2] Sogar das Weltbank-Strategiepapier aus dem Jahr 2001 führt den Neuen Markt noch als ein Beispiel für Erfolge in der Finanzmarktgestaltung an, das als Vorbild für Entwicklungsländer dienen sollte [Worldbank (2001), S.60].

kung von Wertpapiermärkten festgehalten. Gleichzeitig werden jedoch Befürchtungen laut, das deutsche Bankensystem könne durch die Veränderungen seiner Aufgabe, den Mittelstand als das Rückgrat der deutschen Wirtschaft zu finanzieren, nicht mehr ausreichend nachkommen. Nicht nur das Hausbankprinzip, das als besondere Stärke des deutschen Bankensystems bei der Versorgung dieser Kunden galt, werde durch den Wandel im Umfeld der Banken gefährdet, sondern gleichzeitig würde die Gruppe der öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute durch den Abbau von Wettbewerbsprivilegien geschwächt, die mit ihrem Angebot besonders auf den mittelständischen Kundenkreis ausgerichtet sei [Terberger (2002)].

- Mit vergleichbaren Richtungswechseln in ihren Zielen und Ansätzen scheint die entwicklungspolitische Finanzsektorförderung behaftet. Wurden in den siebziger und achtziger Jahren noch direkt lenkende Eingriffe in den Finanzmarkt zur Förderung der Kreditvergabe an bestimmte Zielgruppen präferiert, so setzte sich Ende der achtziger Jahre der Glaube an die Finanzmarktkräfte durch. Radikale Liberalisierungsbestrebungen, die sowohl in Entwicklungs- wie auch in Transformationsländern in Finanzmarktkrisen mündeten [Diaz-Alejandro (1985); Bonin und Wachtel (2003)], verhalfen der Position einer vorsichtigen Liberalisierung, flankiert durch den staatlichen Aufbau marktstützender Regulierung bei gleichzeitigem Rückzug des Staates aus Geschäftsbankfunktionen, zum Durchbruch. Die Finanzierung über Wertpapiermärkte, die angesichts der Markteuphorie am Anfang der neunziger Jahre als erfolgversprechende innovative Strategie auch für Entwicklungsländer galt und zur Unterstützung der Gründung zahlreicher Börsen führte, machte angesichts ausbleibender Erfolge einer wiederum stärkeren Konzentration auf den Bankensektor Platz. Neben der Unterstützung der Bankenaufsicht und der Professionalisierung von Geschäftsbanken gehört gar die Gründung von neuen Banken, deren Anteile ganz oder teilweise in der Hand von öffentlichen Institutionen sind, zu den entwicklungspolitischen Erfolgsmodellen zur Finanzierung von klein(st)en und mittleren Unternehmen – ein Ansatz, der Parallelen zu dem Modell des deutschen Bankenmarktes mit seinem starken öffentlich-rechtlichen Bankensektor und dem Hausbankprinzip erkennen lässt, dessen Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem stärker kapitalmarkt-basierten Modell heute angezweifelt und dessen Veränderung u.a. forciert wird, weil im Rahmen der EU Wettbewerbsprivilegien öffentlich-rechtlicher Geschäftsbanken abgeschafft werden müssen.

Eingriffe in das Finanzsystem, die bei mangelndem Erfolg oder gar negativen Folgen korrigiert werden, das scheint der entwicklungs- und wirtschaftspolitische Alltag zu sein, auch im Hinblick auf die Frage nach der bank- oder kapitalmarkt-basierten Ausgestaltung. Dies kann man den Politikern kaum verdenken, wenn sich zum einen das Finanzsystem als wirtschaftspolitischer Hebel geradezu anbietet – dem Finanz- und Bankensektor gar eine volks-

wirtschaftliche Verantwortung zugeschrieben wird [vgl. kritisch Hellwig (2000)] -, sich andererseits aber die Kenntnisse der Wirtschaftswissenschaften und insbesondere auch der Entwicklungsökonomie über die Frage nach der optimalen Ausgestaltung eines Finanzsystems in engen Grenzen halten.

Vielleicht gerade weil die Frage „bank-basiert oder kapitalmarkt-basiert“ wirtschaftspolitisch auch in Industrieländern so aktuell ist und gleichzeitig als „key question in development economics“ [Demirgüc-Kunt und Maksimovic (2002), S.337] gewertet wird, haben sich ihr in den letzten Jahren Forscher vermehrt angenommen, mit verblüffendem Ergebnis: Die für so bedeutsam erachtete Frage, welche Ausgestaltung des Finanzsystems die überlegene ist, scheint gar keine wichtige Frage zu sein. Mit neuem Datenmaterial und vergleichbaren ökonometrischen Techniken, die zur Klärung der Frage des Finanzsystems als Folge oder Motor wirtschaftlicher Entwicklung beitrugen, wurde erstmals von Levine im Jahr 2000 [veröffentlicht als Levine (2002)] nachgewiesen und danach mehrfach bestätigt [z.B. Demircüc-Kunt und Maksimovic (2002)], dass der Entwicklungsgrad eines Finanzsystems zwar einen signifikant positiven Einfluss auf die langfristigen Wachstumsraten eines Landes hat, dass sich aber kein Unterschied in den langfristigen Wachstumsraten ausmachen lässt, der statistisch signifikant auf die bank- oder kapitalmarkt-basierte Ausgestaltung des Finanzsystems zurückgeführt werden könnte. Für die Entfaltung der wirtschaftlichen Antriebskräfte, die vom Finanzsystem ausgehen, scheint das Design weniger oder gar nicht bedeutsam zu sein, sehr wohl dagegen die Qualität, mit der das Design ausgeführt wird, denn für die Güte, mit der das Finanzierungsbeziehungen regelnde Rechtssystem implementiert und durchgesetzt wird, konnte, unabhängig von dem zugrunde liegenden Finanzmarktdesign, ein signifikant positiver Einfluss nachgewiesen werden.

Hat sich die Frage „Bank-basiert oder kapitalmarkt-basiert – welches Finanzsystem ist besser geeignet für Entwicklungs- (und Industrie-)länder?“ damit erledigt? Man könnte es fast glauben, wenn man den Policy Research Report der Weltbank zu Rate zieht, für dessen Entstehung nicht zuletzt die eben zitierten Forschungsergebnisse den Anlass boten, ließen sie es doch geraten erscheinen, die entwicklungspolitische „Finance for Growth“-Strategie zu überdenken. In diesem Strategiepapier wird empfohlen, weder dem bank- noch dem kapitalmarkt-basierten Finanzsystem den Vorzug zu geben, sondern auf eine gleichmäßige Entwicklung der Finanzierung über Banken und über Wertpapiermärkte zu setzen:

> *„Banks, securities markets, and a range of other types of intermediary and ancillary financial firms all contribute to balanced financial development. A radical preference in favor either of markets or of banks cannot be justified by the extensive evidence now available. Instead, development of different segments of the financial system challenges the other segments to innovate, to improve quality and efficiency, and to lower*

prices. They also evolve symbiotically, with expansion of one segment frequently calling for an upgrade in others." [Worldbank (2001), S.3].

Auf den ersten Blick scheint diese Empfehlung eine elegante Verarbeitung der neuesten Erkenntnisse zu sein, auf den zweiten Blick allerdings ist sie ohne zusätzliche Annahmen kaum zu rechtfertigen. Denn aus einer mangelnden Überlegenheit des einen oder des anderen Finanzsystems folgt noch lange nicht, dass ein „sowohl als auch" der zu bevorzugende Weg ist. In der mangelnden Entscheidung für das eine oder das andere könnte vielmehr genau ein Fehler liegen, es sei denn, Wertpapiermärkte und Banken würden sich gegenseitig ergänzen. Auf eben dieser Vermutung, die in dem Papier auch explizit geäußert wird, beruht die Empfehlung der ausgewogenen Entwicklung. Diese Ergänzungsthese basiert jedoch nicht auf gesicherten empirischen Erkenntnissen, sondern vor allem auf Interpretationen der Ergebnisse von Levine [Worldbank (2001), S.47] sowie der modelltheoretischen Finance-Literatur, die zu einem mehr oder weniger plausiblen Argumentationsgebäude zusammengesetzt werden. Hieraus werden über das geäußerte und keineswegs zwingend begründete Votum für eine ausgewogene Entwicklung hinaus wenig konkrete entwicklungspolitische Wegweiser abgeleitet.

Die neuesten empirischen Erkenntnisse zum Finanzmarkt sowie deren Auswertung durch die Weltbank scheinen insofern keine eindeutige Klärung zu bringen, sondern vor allem zu verdeutlichen: Die Frage bank- oder kapitalmarkt-basiert ist nicht erledigt, sondern sie stellt sich in neuem und teilweise unerforschtem Facettenreichtum. Vielleicht bank-basiert, vielleicht kapitalmark-tbasiert, vielleicht beides gleichzeitig oder aber nacheinander? Im Folgenden soll versucht werden, den Wissensstand zu skizzieren, einige Schlussfolgerungen für Entwicklungsländer abzuleiten und einige entwicklungspolitische Thesen zu formulieren, die die Weltbankposition von der ausgewogenen Entwicklung hinterfragen und Diskussionsstoff liefern sollen.

B. Diskussion über bank- oder markt-basierte Finanzsysteme – Wo stehen wir?

1. Wirtschaftshistorische Analysen

Eingeleitet wurde die neuere Diskussion über die Frage, wie mit Hilfe des Finanzsystems wirtschaftliches Wachstum am besten gefördert werden kann, durch wirtschaftshistorische Fallstudien, auf die sich nahezu alle neueren Veröffentlichungen, seien sie theoretischer oder aber empirischer Natur, beziehen. Diese wirtschaftshistorischen Analysen legten nahe, dass mit unterschiedlichen Finanzsystemen unterschiedliche Wachstumspfade verbunden sein könnten.

An erster Stelle ist hier die einflussreiche Veröffentlichung von Gerschenkron aus dem Jahre 1962 zu nennen, der die wirtschaftliche Entwicklung vor dem I. Weltkrieg von Großbritannien einerseits und den kontinentaleuropäischen Ländern Deutschland und Frankreich andererseits beleuchtete und zu dem Schluss kam: Die Rolle der deutschen Banken mit ihren engen Verflechtungen zur Industrie machte es in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts möglich, dass Deutschland als eine „backward economy“ und „being a relatively late arrival in the field of industrial development“ gegenüber England aufholen konnte [Gerschenkron (1962), S.11-16].

Raymond Goldsmith, der eingangs zitierte Ökonom, der sich als erster systematisch mit dem Zusammenhang zwischen wirtschaftlichem Wachstum und der Struktur des Finanzsystems beschäftigte, legte in seinem Buch von 1969 ebenfalls eine wirtschaftshistorische Fallstudie von Großbritannien und Deutschland für die Periode vor dem I. Weltkrieg vor und stellte neben der Rolle der deutschen Banken gleichzeitig die positive Rolle heraus, die der Wertpapiermarkt für die wirtschaftliche Entwicklung von Großbritannien in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts spielte. Goldsmith präsentiert bereits, wenn auch auf dieser vergleichenden Fallstudie basierend, das Ergebnis, das heute - auf der Basis von breiten Länderstudien bestätigt - die Diskussion um das geeignete Finanzierungssystem erschüttert: „One cannot well claim that a superiority in the German financial structure was responsible for, or even contributed to, a more rapid growth of the German economy as a whole compared to the British economy in the half-century before World War I, since there was not significant difference in the rate of growth of the two economies.” [Goldsmith (1969), S.407]. Dass das deutsche Bankensystem zu langfristig überlegenen Wachstumsraten führte, hatte Gerschenkron, obwohl er gerne als ein Vater des „bank-based view“ zitiert wird, aber auch gar nicht behauptet. Vielmehr schreibt er: „...as a result, German industrial economy, because of specific methods used in the catching up process, developed along lines not insignificantly different from those in England.“ [Gerschenkron (1962), S.16]

Der Nobelpreisträger und Wirtschaftshistoriker North schließlich betonte den Stellenwert gesicherter Property Rights, die u.a. eine Verwendung von Vermögen als Kreditsicherung ermöglichen, sowie von effizienten Märkten, die u.a. den Handel von Wertpapieren ermöglichen, für „The Rise of the Western World“ [North und Thomas (1972)]. Diese Argumente werden von Hernando de Soto in seinem jüngsten Buch „The Mystery of Capital“ entwicklungspolitisch aufgegriffen, um eine Strategie der Armutsbekämpfung zu propagieren, die auf die Legalisierung und Formalisierung des Vermögens der Armen als Voraussetzung für den Zugang zu Kredit und auf die Verbriefung, die den (Sekundär-)Handel von Vermögensanteilen ermöglicht, setzt [de Soto (2001)].

Im Grunde liefern die wirtschaftshistorisch geprägten Analysen bereits alle Positionen, die heute in der theoretischen Diskussion über die optimale Ausgestaltung eines Finanzsystems

unterschieden werden und im Folgenden beleuchtet werden sollen. Der „bank-based view“ ist genauso vertreten wie der „market-based“ und der „legal system-based view“. Sogar das Argument, dass es auf „bank-based“ oder „market-based“ vielleicht gar nicht ankomme, wird bereits 1969 vorgebracht – relativierend sei jedoch hinzugefügt - von demjenigen Ökonomen, der die Frage des Einflusses von „financial structure and development on growth“ gleichzeitig für die vielleicht wichtigste im Bereich Finanzierung erachtet.

2. Modelltheoretische Analysen

In der theoretischen Diskussion über die optimale Form der Ausgestaltung von Finanzsystemen von unterschiedlichen im Sinne von gegensätzlichen Positionen zu reden, nämlich bank-basiert versus markt-basiert, ist irreführend, auch wenn diese Positionen, nicht zuletzt im ökonometrischen Test, gerne als einander ausschließend dargestellt werden. Die modelltheoretisch fundierte Literatur zu Finanzsystemen lebt vielmehr davon, dass in Modellwelten, die wesentliche Charakteristika von Finanzierungsbeziehungen einzufangen suchen, Argumente für das eine oder das andere Finanzsystem idealisierend herausgearbeitet werden.

Die in den neueren Veröffentlichungen jeweils kreierten Modellwelten sind insofern eng verwandt, als sie sich auf das identische theoretische Fundament beziehen, das die neue Mikrotheorie bereitstellt: Finanzierungsbeziehungen sind durch Koordinationsprobleme aufgrund asymmetrischer Informationsverteilung und hieraus resultierender Anreizprobleme geprägt, die Marktmechanismen nicht reibungslos funktionieren lassen und die Entstehung von Märkten gar verhindern können . Nur innerhalb eines solchen Argumentationsrahmens macht es überhaupt Sinn, die Frage Bank oder Wertpapiermarkt zu diskutieren, denn auf reibungslos funktionierenden Märkten haben Finanzintermediäre wie Banken, die Ressourcen verzehren, um kapitalgebende und kapitalnehmende Wirtschaftssubjekte zu koordinieren, keine Existenzgrundlage.

In einer solchen durch Koordinationsprobleme geprägten (Modell-)Welt sind Banken und Wertpapiermärkte zwei unterschiedliche Institutionen, die potentiell gleiche Funktionen erfüllen: die Losgrößen-, die Fristen- und die Risikotransformation, die es ermöglichen, Kapitalgeber, die tendenziell kleine Beträge kurzfristig kündbar mit geringem Risiko anlegen wollen, und Kapitalnehmer zusammenzubringen, die für die Finanzierung ihrer Investitionen tendenziell größere Kapitalbeträge über längere Fristen mit der Bereitschaft des Financiers zur Risikoübernahme suchen. Wenn eine verbesserte Koordination von Kapitalnehmern und Kapitalgebern über Banken oder Wertpapiermärkte gelingt, so vertiefen sich die Finanzmärkte; die Allokation des Kapitals verbessert sich. Genau dies entspricht der theoretischen Position des sogenannten „financial service view“, der vertritt, es komme nicht darauf an, mit wel-

chem Finanzsystemdesign Finanzdienstleistungen erbracht werden, sondern darauf, dass sie gut erbracht werden [Merton und Bodie (1995); Levine (1997)].

Die üblicherweise dem „bank-based view“ oder dem „market-based view“ zugeordneten Autoren und Papiere unterscheiden sich jetzt weniger dadurch, dass sie sich eindeutig für oder gegen das eine oder andere Design eines Finanzsystems aussprechen, sondern vielmehr dadurch, dass sie Argumente darlegen, die – unter den jeweils angenommenen Bedingungen - für die eine oder andere Form der Organisation von Finanzierung sprechen.

Im „bank-based view“ wird herausgearbeitet, dass Banken dann besondere Vorteile gegenüber der Kapitalmarktfinanzierung besitzen, wenn die Beziehung von Kapitalgebern zu den Kreditnehmern durch eine ausgeprägte asymmetrische Informationsverteilung mit der Folge von hoher adverser Selektions- und Moral Hazard-Gefahr gekennzeichnet ist. In einem solchen Umfeld ist die Informationsbeschaffung für den Einzelnen teuer, und die Rolle einer Bank als „delegated monitor“ [Diamond (1984)], der die Prüfung und Überwachung der Kreditnehmer im Auftrag vieler kleiner Einleger übernimmt, kommt besonders vorteilhaft zum Tragen. Darüber hinaus kann der Aufbau einer langfristigen Beziehung zwischen Kreditnehmer und Bank via „relationship lending“ [Rajan (1992)] zum Abbau von Problemen asymmetrischer Informationsverteilung beitragen, da Banken in ihrer Preisgestaltung zum einen „gute“ Kreditnehmer in späteren Perioden belohnen können, wodurch eine Möglichkeit zur Disziplinierung von Kreditnehmern mit langfristigem Kapitalbedarf unabhängig von jedem Rechtssystem entsteht [Hoff und Stiglitz (1998)]. Zum anderen eröffnet die Konditionengestaltung über lange Fristen eine Art Versicherung für den Kreditnehmer, dessen Finanzierungskosten so unabhängiger von seiner aktuellen wirtschaftlichen Situation gestaltet werden können.

Damit eine Bank im Aktivgeschäft ihrer Rolle als „delegated monitor“ und „relationship lender“, also als Hausbank, gerecht werden kann, müssen auch diejenigen Informations- und Anreizprobleme gemildert oder gelöst werden, die der Gläubiger-Schuldner-Beziehung zwischen Einlegern und Bank innewohnen. Der Insolvenzmechanismus, der die Bank als Schuldner bei Nicht-Erfüllung der Verbindlichkeiten gegenüber allen Einlegern sanktioniert [Gale und Hellwig (1985); Diamond (1984)], und/oder die Bankenaufsicht in Kombination mit Einlagensicherungssystemen bieten sich hier als institutionelle Mechanismen an, um das Vertrauen der Einleger in das Banksystem zu stärken. Aber auch dem Einlagenvertrag als solchem mit seiner first-come-first-served rule wird eine bedeutende Rolle als Disziplinierungsmechanismus zugeschrieben [Diamond und Rajan (2001)], da er eine Möglichkeit der Einleger beinhaltet, den delegated monitor über die Drohung eines bank-run zu disziplinieren – ein Drohpotential, das seine Schattenseiten hat, beinhaltet es doch auch die Gefahr eines runs ohne realen Grund [Diamond und Dybvig (1983)].

Diese Schattenseiten der Bank liefern dem „market-based view“ Argumente. Ein Liquiditätsschock würde auf Wertpapiermärkten lediglich einen Kursverfall auslösen, der für das Finanzsystem weniger gefährlich erscheint als ein allgemeiner bank-run. Wertpapiermärkte erlauben es den Financiers aufgrund der Anonymität und fehlenden langfristigen Bindung zwischen Kapitalnehmer und -geber ebenfalls nicht, Monopolmacht auszuüben. Ein monopolistischer Spielraum von Banken geht jedoch mit den Vorzügen des relationship banking immer Hand in Hand, denn es beruht auf privaten Informationen der finanzierenden Bank, die eben auch die Abschöpfung von Renten erlaubt. Dies könnte Investoren, die an ihre Hausbank gebunden sind, von der Realisation vorteilhafter Investitionen abhalten [Rajan (1992)]. Wertpapiermärkte haben den Vorzug, Informationen schneller zu aggregieren und zu verbreiten, eröffnen den Anlegern breite Möglichkeiten zu Diversifikation und Versicherung, die individuell gestaltet werden können [Allen und Gale (2000)]. Wertpapiermärkte stehen aber tendenziell nur denjenigen Wertpapieremittenten offen, die ihre Qualität - sei es durch bereits erworbene Reputation oder sei es durch einen niedrigen Verschuldungsgrad etc. – glaubhaft signalisieren können [Boot und Thakor (1997)]. Sollen nicht nur Gläubigertitel, sondern auch Beteiligungstitel emittiert werden, muss sich diese Information auf das ganze Spektrum möglicher Zukunftsentwicklungen beziehen, und nicht nur auf die Möglichkeiten zur ordnungsgemäßen Bedienung von Verbindlichkeiten. Informationen über die zukünftigen Erfolgsaussichten eines Unternehmens sind unzweifelhaft schwerer zu interpretieren als Informationen über die Kreditwürdigkeit. Auch nach der Emission von Wertpapieren muss eine Kontrolle der Emittenten gewährleistet sein, wofür sich der Insolvenzmechanismus nur bei der Ausgabe von Bonds, nicht aber bei der Ausgabe von Beteiligungstiteln eignet. Dem Schutz von Aktionären sind entsprechende Informations- und Einflussrechte sowie ein funktionsfähiger Take Over-Markt eher dienlich, der Manager durch die Drohung einer feindlichen Übernahme bei schlechter Performance diszipliniert [Jensen (1986)]. Und nicht zuletzt muss für die Funktionsfähigkeit von Wertpapiermärkten gewährleistet sein, dass das Vertrauen der Anleger nicht durch Insiderhandel oder die Ausbeutung von Minderheitsaktionären geschwächt wird.

Damit wären wir bei einer weiteren, dem financial service view ähnlichen und weder dem bank-based oder dem market-based view widersprechenden, sondern sie um Facetten bereichernden Position angelangt, die als „legal-based view“ bezeichnet wird. Für die Funktionsfähigkeit eines Finanzsystems, so die Argumentation von La Porta et al (1998), ist die Funktionsfähigkeit des Rechts- und Corporate Governance-Systems entscheidend. Dabei gehen die Autoren weit über die Feststellung hinaus, dass Gesetze, die die Rechte externer Investoren schützen, implementiert sein und durchgesetzt werden müssen, wenn das Finanzsystem funktionieren soll. Sie differenzieren nach unterschiedlichen Rechts- und Corporate Governance-Systemen, die entweder tendenziell ein bank-basiertes Finanzsystem stüt-

zen oder aber der Entwicklung von Wertpapiermärkten förderlich sein können. Ein Rechts- und Corporate Governance-System wie das Deutschlands stärkt die Stellung von Gläubigern und damit die Stellung der Banken, die als Kreditgeber und Eigentümer von Beteiligungen an Nicht-Banken sowie gestützt durch Aufsichtsratsmandate und Depotstimmrechte die Stellung von Insidern erlangen und maßgeblichen Einfluss auf Unternehmen ausüben können. Deutschland als Prototyp eines bank-basierten Systems ist gleichzeitig auch der Prototyp für ein insiderkontrolliertes System [Hackethal, Schmidt und Tyrell (2003)], in dem nicht nur Banken, sondern auch andere Insider wie Manager, Arbeitnehmer und Eigentümer von Aktienpaketen die entscheidende Kontrolle über Unternehmen ausüben. Kapitalmarkt-basierte Systeme dagegen wie dasjenige der U.S.A. werden gleichzeitig als outsider-kontrolliert [Franks und Mayer (1994)] bezeichnet, weil hier das Rechts- und Corporate Governance-System den außenstehenden Investor stützt, indem das Accounting-System nicht eine vorsichtige, sondern möglichst zutreffende, faire Bewertung fordert, das Insolvenzrecht die Fortführung von Unternehmen fördert, weil der Schuldner vor dem Zugriff der Gläubiger geschützt wird, das Kapitalmarktrecht Insiderhandel schon sehr frühzeitig verbot und disziplinierende Unternehmensübernahmen ermöglichte.

Wo stehen wir nach dieser Skizze eines Überblicks über die theoretische Diskussion der optimalen Ausgestaltung von Finanzmärkten?Einigkeit besteht darüber,

- dass eine Vertiefung von Finanzmärkten, sei es durch Banken oder Kapitalmärkte, wünschenswert ist und
- dass ein funktionsfähiges Rechts- und Corporate Governance-System der Vertiefung von Finanzmärkten förderlich ist.

Es gibt ebenfalls einige Argumente, die für die Position einer ausgewogenen Entwicklung des Bankensystems und der Wertpapiermärkte sprechen, insbesondere

- dass jeweils unterschiedliche Typen von Unternehmen für die Inanspruchnahme von Bankfinanzierung auf der einen und Wertpapierfinanzierung zum anderen geeignet erscheinen und
- dass Banken Fremdkapital bereitstellen, während Wertpapiermärkte nicht nur für die Emission und den Handel von Bonds taugen, sondern auch risikotragendes Eigenkapital von breiten, anonymen Kapitalgeberschichten bereitstellen können.

Gleichzeitig werden aber auch Zweifel an dem harmonischen Miteinander von Banken und Wertpapiermärkten genährt:

- Damit Banken die Vorzüge als relationship lender entfalten können, müssen sie über eine gewisse Monopolstellung verfügen, die immer auch die Möglichkeit zur Ausbeutung von Renten bietet. Die schnelle Verbreitung von Informationen, die als Vorzug von

Märkten gepriesen wird, gefährdet das relationship banking [Boot und Thakor (2000); Petersen und Rajan (1995)]. Zunehmender Wettbewerb zwischen Banken, aber auch der Wettbewerb zwischen Banken und Wertpapiermärkten könnte dazu führen, dass die Position von Banken als relationship lender untergraben wird, eine anfängliche Mischkalkulation zur Finanzierung eines heterogenen Pools von Kreditnehmern nicht mehr funktioniert, u.a. auch, weil die Einleger auf ertragreichere Anlagen am Wertpapiermarkt wechseln könnten [von Thadden (1998)].

- Auch im Argumentationsmuster des „legal-based view“ deutet sich Konfliktpotential zwischen Banken und Wertpapiermärkten an. Es ist nicht so eindeutig, ob ein Rechts- und Corporate Governance-System die Stellung von Banken stärken und gleichzeitig die Entwicklung von Wertpapiermärkten, insbesondere der Aktienmärkte, fördern kann. Denn eine zunehmende shareholder value Orientierung, sei es im Insolvenz- oder im Bilanz- oder im Übernahmerecht, scheint gleichzeitig mit einer Schwächung der Gläubigerposition einherzugehen.

Zumindest gewisse und sehr komplexe Trade-offs zwischen der Förderung eines bank-basierten (und insider-kontrollierten) und eines markt-basierten (und outsider-kontrollierten) Finanzsystems scheinen sich abzuzeichnen.

Kommen wir zu der Ausgangsfrage „Welches Finanzsystem ist besser für Entwicklungsländer?“ zurück, so stützen theoretische Argumente eine Position, die die spezifischen Umstände eines Landes berücksichtigen. In einem Land mit schwachem Rechtssystem und mit einer Vielzahl von kleinen, häufig informellen Unternehmen, die Finanzierung suchen und über die schwerlich öffentliche Informationen zu beschaffen sind, scheint der Aufbau von relationship banking am Vielversprechendsten. Je weiter die wirtschaftliche Entwicklung und die Entwicklung des Rechtssystems voranschreiten und somit auch ein anderer Unternehmenstyp vorherrschend ist, je höher der Wettbewerb im Bankensektor wird, der das relationship banking schwächt, um so wichtiger wird die Etablierung von Wertpapiermärkten. Genau dieses vorläufige Fazit, das aus der theoretischen Argumentation gewonnen wurde, wird auch explizit vertreten [Boot und Thakor (1997)]:

- Je geringer der wirtschaftliche Entwicklungsgrad eines Landes, desto vorteilhafter erscheint ein bankbasiertes Finanzsystem [Boyd und Smith (1998)]. Dies gilt u.a. deshalb, weil bank-basierte Finanzsysteme eher als markt-basierte Systeme dazu beitragen, informellen Unternehmen und solchen aus dem traditionellen Sektor den Sprung in den formellen, modernen Sektor zu finanzieren [Chakaborty und Ray (2001)].

- Je geringer entwickelt das Rechtssystem eines Landes ist, desto aussichtsreicher ist die Entwicklung des Finanzsystems durch die Förderung von relationship banking [Rajan und Zingales (1998)].

Jedoch auch dieser kontextgebundene „bank-based view“, der für Entwicklungsländer die Förderung eines bank-basierten Finanzsystems empfiehlt, wurde dem empirischen Test durch Levine [Levine (2002)] unterzogen – und ließ sich zumindest nicht bestätigen. Kommen wir demnach zur genaueren Betrachtung dessen, was die Empirie zu der Diskussion bank- oder kapitalmarkt-basiert beizutragen hat.

3. Empirische Evidenz

Empirische Evidenz in Form von Fallstudien, nicht nur einzelner Finanzsysteme, sondern vor allem auch vergleichender Art, ist recht umfangreich vorhandenen. Als Prototypen bank-basierter Finanzsysteme wird dabei vor allem auf Deutschland und Japan zurückgegriffen, als Musterbeispiele markt-basierter Systeme gelten die USA. und Großbritannien. Anhand dieser Fallstudien wird deutlich, dass die Charakterisierung bank-basiert und insiderkontrolliert oder aber markt-basiert und outsider-kontrolliert auf einer Vielzahl von facettenreichen Details basiert, die nicht isoliert voneinander betrachtet werden können, sondern sich gegenseitig ergänzen und verstärken, so dass manche Autoren von Komplementarität sprechen [Schmidt und Spindler (2000)]. Fallstudien zu Entwicklungsländern verdeutlichen, dass bei generell unterentwickelten Finanzmärkten das Bankensystem in der Regel stärker entwickelt ist als die Wertpapiermärkte. Falls überhaupt eine Börse vorhanden ist, werden hier vor allem Government-Bonds gehandelt. In der Regel sind nur wenige Aktien notiert, deren Märkte wenig liquide sind [Worldbank (2001)].

Ökonometrische Untersuchungen über den Einfluss einzelner Elemente eines Finanzsystems sind ebenfalls inzwischen sehr zahlreich vorhanden. Stellvertretend sei hier etwa auf die Untersuchung über den Einfluss des Insiderhandelsverbots auf die Kapitalkosten von Unternehmen [Bhattacharya und Daouk (2002)] oder aber den Einfluss des relationship lending im Bankenmarkt auf die Finanzierung von Unternehmen verwiesen [Berger und Udell (1995); Edwards und Fischer (1994); Elsas (2001)].

Ökonometrische Untersuchungen über den Zusammenhang zwischen der Ausgestaltung des Finanzsystems und der wirtschaftlichen Entwicklung, die auf einem breiten Querschnitt von Ländern beruhen, existieren, auch aufgrund bis dahin fehlender Daten, erst seit jüngerer Zeit. Die erste und bisher einflussreichste ist die bereits mehrfach erwähnte Studie von Levine aus dem Jahr 2000: „In conducting the first, broad cross-country study of financial structure and economic growth, this paper provides empirical evidence on competing theories of financial structure.” [Levine (2002), S.399]

Das zentrale Ergebnis dieser Studie wurde bereits genannt: Es lässt sich kein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen der bank- oder markt-basierten Ausgestaltung eines

Finanzsystems und den langfristigen Wachstumsraten nachweisen.[3] Ein deutlicher Einfluss auf das langfristige wirtschaftliche Wachstum ist allerdings für die Tiefe des Finanzmarktes sowie die Güte des Rechtssystems nachzuweisen, woraus Levine folgert: „The results provide strong support for the financial services view: overall financial development is strongly associated with growth...Furthermore, the data support a special case for the financial services view of financial structure: the law and finance view."

Das letztgenannte Ergebnis ist insofern von Interesse, insbesondere auch für die Entwicklungszusammenarbeit, als die Indikatoren, die Levine für die Erfassung des Rechtssystems heranzieht, in der Lage sind, nicht nur die Variation in der finanziellen Entwicklung zwischen den verschiedenen Ländern, sondern auch einen Großteil des Unterschiedes in den langfristigen Wachstumsraten zu erklären [Levine (2002), S.423]. Die Förderung der Etablierung eines die Finanzierung stützenden Rechtssystems scheint insofern entwicklungspolitisch ein besonders erfolgversprechender Ansatz zur Förderung der finanziellen Entwicklung und des wirtschaftlichen Wachstums zu sein.

Aufmerksamkeit verdienen aber auch die drei Indikatoren, mit denen Levine den „legal based view" erfasst, im Detail. Es ist zum einen ein Index für die Ausprägung der Aktionärsrechte, zum zweiten ein Index für die Ausprägung der Gläubigerrechte und zum dritten ein Index für das Maß von „law and order", der stellvertretend für die Durchsetzung von Gesetzen steht.

Zunächst zum dritten Index: Dass Gesetze, die nicht durchgesetzt werden, kaum Einfluss zeigen können, liegt auf der Hand. Dies ist empirisch detaillierter in anderen Studien belegt, etwa in der Studie von Bhattacharya und Daouk (2002) zum Einfluss des Insiderhandelsverbots auf die Kapitalkosten. Erst als in dieser Studie nicht nur erfasst wurde, ob ein Gesetz gegen Insiderhandel existiert, sondern auch, ob dieses auch durchgesetzt wird, konnte ein signifikant senkender Einfluss auf die Kapitalkosten von Unternehmen festgestellt werden.

Für die Diskussion bank- oder marktbasiert sind die ersten zwei Indices interessanter, denn die Untersuchung von Levine zeigt auch, dass der Index zur Messung der Aktionärsrechte besonders tauglich war, um die Unterschiede in der Entwicklung der Wertpapiermärkte zu messen, während der Index zur Messung des Gläubigerschutzes besonders tauglich war, um Unterschiede in der Entwicklung des Bankenmarktes abzubilden, zur Entwicklung von Aktienmärkten aber kaum einen Zusammenhang aufwies. Offensichtlich wird die Struktur des Finanzsystems durch die Ausgestaltung des Rechts- und Corporate Governance-Systems beeinflusst, so dass sich die Frage „bank- oder kapitalmarkt-basiert" bei der Entscheidung für eine konkrete Förderstrategie durchaus stellt.

---

[3] Dieses Ergebnis wird durch zahlreiche mikro-ökonometrische Studien auf Länderbasis gestützt, die einen positiven Zusammenhang zwischen dem Wachstum und der finanziellen Situation von Firmen und dem Zugang zu

Kommen wir nun zu dem ökonometrischen Test der Position: Bankbasierte Systeme sind für wirtschaftlich wenig entwickelte Länder sowie Länder mit einem schwachen Rechtssystem besser geeignet als markt-basierte Systeme. Der Test von Levine ist so aufgebaut, dass er für den Test dieser Hypothesen zusätzliche erklärende Interaktionsvariablen einbaut, die die erklärenden Variablen der Finanzstruktur mit einem Maß für Pro-Kopf-Einkommen bzw. mit einem Maß zum einen für Aktionärsrechte, zum anderen für „law and order“ verknüpfen. Doch weder in diesen Spezifikationen, noch bei der Aufspaltung seines Datensamples in OECD und Nicht-OECD-Länder ließ sich ein signifikanter Einfluss der Struktur des Finanzsystems auf die langfristigen Wachstumsraten nachweisen. Doch dies heißt nicht, wie Levine in der Diskussion seiner Ergebnisse selbst feststellt, dass die Hypothese, ein bank-basiertes Rechtssystem sei besser für Entwicklungsländer, damit widerlegt ist: „These results do not reject the theories outlined by Boyd and Smith (1998) and Rajan and Zingales (1998). These findings do, however, suggest that the absence of a link between growth and the level of bank-basedness or market-basedness is not due to countries selecting the optimal level of financial structure.“ [Levine (2002), S.417f.].

Mit anderen Worten: Die Ergebnisse von Levine, d.h. der fehlende Zusammenhang zwischen Finanzstruktur und dem Grad wirtschaftlicher Entwicklung, könnten gerade darauf zurückzuführen sein, dass die Länder im Datensample ihre Finanzstruktur suboptimal gestaltet haben, ihr Finanzsystem den vorliegenden Umständen nicht optimal anpassen.

Eingriffe in das Finanzsystem, die es mehr oder weniger banken- oder aber kapitalmarktfreundlich gestalten, sind, nicht zuletzt über das Rechtssystem, offensichtlich möglich. Weiterführende ökonometrische Studien über den Zusammenhang von Wachstum und Finanzstruktur bestätigen zwar einerseits die grundsätzlichen Ergebnisse von Levine über den fehlenden Zusammenhang zwischen langfristigem Wachstum und Finanzstruktur sowie die Bedeutung des Rechtssystems für die Finanzsystemtiefe, zeigen aber gleichzeitig, dass Wertpapiermärkte und das Bankensystem sehr wohl einen unterschiedlichen Einfluss auf den Zugang von Unternehmen zu Finanzierung ausüben, und zwar vor allem, wenn der Finanzmarkt noch wenig entwickelt ist [Demirgüc-Kunt und Maksimov (2002)]. Sowohl die Entwicklung von Wertpapiermärkten wie auch von Banken „improves access to external financing“, doch „the development of securities markets is more related to long term financing, whereas the development of the banking sector is more related to the availability of short term financing. Thus, for these countries differences in contracting environments that affect the relative development of the stock market and the banking system may have implications for which firms and which projects obtain financing.” [Demirgüc-Kunt und Maksimov (2002), S.360].

Finanzierung nachweisen, jedoch keinen Einfluss der Struktur der Finanzierung feststellen. Vgl. die Quellen bei *Levine* (2002), S. 419.

C. Einige entwicklungspolitische Schlussfolgerungen

Die Diskussion über die optimale Gestaltung des Finanzsystems ist, insbesondere für Länder mit einem schwach entwickelten Finanzsystem, und hierzu gehören Entwicklungs- und Transformationsländer, offensichtlich noch nicht abgeschlossen. Im Gegenteil, sie könnte speziell für die Entwicklungszusammenarbeit gerade durch die neueren Erkenntnisse noch größere Bedeutung erlangen, denn:

- Zum einen gibt es nicht nur Vermutungen, sondern recht harte empirische Evidenz, dass Finanzsystementwicklung für die langfristige wirtschaftliche Entwicklung von immenser Bedeutung ist.
- Zum anderen geben wirtschaftshistorische Analysen wie auch Fallstudien und ökonometrische Untersuchungen klare Hinweise darauf, dass das Finanzsystem exogen gestaltbar ist, vor allem über das Rechtssystem. „Law and Order“ ist eine Grundlage für die Entwicklung von tieferen Finanzsystemen. Die Stärkung von Gläubigerrechten fördert die Entwicklung des Banksystems, die Stärkung von Aktionärsrechten ist für die Entwicklung von Wertpapiermärkten, speziell von Aktienmärkten, wichtig.
- Eine Abhängigkeit von langfristigem Wachstum von der Struktur eines Finanzsystems lässt sich zwar nicht empirisch nachweisen, wohl aber, dass die Struktur der Finanzierung, die den Firmen zur Verfügung gestellt wird, von dem Finanzsystem abhängig ist. Je nachdem, ob man auf die Entwicklung eines bank-basierten oder markt-basierten Finanzsystems setzt, werden die externen Finanzierungsbedürfnisse unterschiedlicher Typen von Firmen eher befriedigt.
- Dies wiederum legt, genauso wie zahlreiche modelltheoretische Argumentationen nahe, dass die Struktur eines Finanzsystem dem Entwicklungsstand eines Landes, dem Typ von Firmen, die hier vorherrschen, angepasst werden sollte. Bisher lässt sich im empirischen Test zwar nicht nachweisen, dass das wirtschaftliche Wachstum positiv beeinflusst wird, wenn bei niedrigem Entwicklungsstand ein eher bank-basiertes System gefördert wird, während mit zunehmender Entwicklung des Rechtssystems, dadurch auch zunehmender Vertiefung des Finanzsystems die Entwicklung des Wertpapiermarktes in Angriff genommen werden sollte. Die fehlende empirische Evidenz könnte jedoch daran begründet liegen, dass bisher Finanzsysteme nicht optimal gestaltet wurden. Es gibt zumindest wichtige modelltheoretische Argumente wie auch gewisse empirische Hinweise dafür, dass bankbasierte Systeme für weniger entwickelte Länder geeigneter sind:

    (i) Nur relationship banking, d.h. das Hausbankprinzip mit einer langfristigen Bindung zwischen Kreditnehmer und Kreditgeber bietet eine Möglichkeit, Kredit-

nehmer auch in Abwesenheit eines funktionsfähigen Rechtssystems zu disziplinieren.

(ii) Nur relationship banking bietet die Möglichkeit zur Finanzierung eines aufgrund asymmetrischer Informationsverteilung und teurer Informationsbeschaffung sehr heterogenen Pools von Unternehmen mittels Quersubventionierung zwischen qualitativ besseren und schlechteren Unternehmen. Und nur relationship lending bietet die Möglichkeit zu einer Versicherung von Kreditnehmern gegen mit ihrer Bonität schwankende Konditionen der Kreditvergabe, da sich die Erträge der Bank durch den Ausgleich von Gewinnen und Verlusten über die Zeit glätten lassen.

(iii) Kreditfinanzierung verlangt weniger Informationen als Eigenkapitalfinanzierung und hat, im Gegensatz zur Eigenkapitalfinanzierung, die Eigenschaft, dass es sich für einen Kreditnehmer nicht lohnt, Zahlungsunfähigkeit aufgrund eines schlechten Geschäftsverlaufs vorzutäuschen, solange er für die Nicht-Begleichung seiner Verbindlichkeiten sanktioniert wird, sei es durch die Verweigerung zukünftiger Kredite im relationship-banking oder aber durch ein gläubigerfreundliches und gleichzeitig zum Schuldner hartes Insolvenzrecht.

(iv) Ein funktionsfähiges Insolvenzrecht und eine funktionsfähige Bankenaufsicht scheinen sich einfacher etablieren zu lassen als ein funktionsfähiges, die Rechte von außenstehenden Aktionären sicherndes Corporate Governance-System, das sich auf alle Bereiche, von der Rechnungslegung bis hin zu einer funktionsfähigen Managementkontrolle durch Unternehmensübernahmen erstreckt.

Ein bank-basiertes Finanzsystem scheint also der Struktur von Entwicklungsländern mit Rechtssystemen, die Funktionsschwächen aufweisen, und einer Vielzahl von kleinen, informellen Unternehmen, die nicht auf eine lange, ordnungsgemäß dokumentierte Firmengeschichte zurückgreifen können, angemessener zu sein. Natürlich birgt ein bank-basiertes Finanzsystem auch Nachteile, die nicht zuletzt auch im Zustand des heutigen deutschen Finanzsystems deutlich werden: Banken stellen kein Eigenkapital bereit, das aufgrund seiner Charakteristika nicht nur mehr Risiko trägt als Fremdkapital, sondern auch langfristig bzw. unbefristet zur Verfügung steht.

Doch Eigenkapital von einem anonymen Kapitalgeberkreis über die Börse einzuwerben, ist ein schwieriges Unterfangen, denn es setzt nicht nur eine ganz andere Informationsbasis als die Beschaffung von Fremdkapital voraus, sondern auch ganz andere, wesentlich komplexere Überwachungsmechanismen. Nicht umsonst wird auch in hoch entwickelten Industrieländern die Mehrheit des Eigenkapitals nicht über Wertpapiermärkte, sondern durch Gewinnthesaurierung und Einlagen von privaten Investoren gestellt, die enge Beziehungen zum

Unternehmen unterhalten. Anonyme Wertpapiermärkte, insbesondere Aktienmärkte, entwickeln sich nach der Kreditfinanzierung, die bereits durch den Sprung vom informellen Geldverleiher zum Finanzintermediär Bank einen gewaltigen Entwicklungssprung macht. Mag es auch heute, aufgrund der zur Verfügung stehenden Informationstechnologie, leichter möglich sein, den Aktienhandel selbst zu überwachen, so ist es doch immer noch sehr schwierig, ein Corporate Governance-System zu etablieren, dass eine Überwachung des Managements durch außenstehende (Klein-)Aktionäre ermöglicht. Für die Funktionsfähigkeit von Aktienmärkten haben nicht umsonst große institutionelle Investoren wie Pensions- und Investmentfonds, die ihrerseits wiederum Intermediärsfunktionen ausüben, herausragende Bedeutung.

Insofern ist dieser Beitrag als ein Plädoyer zur Stützung bank-basierter Finanzsysteme in Entwicklungsländern zu verstehen, der nicht schließen soll, ohne auf die Gefahren oder auch weißen Flecken im Sinne von Wissenslücken, die mit einer solchen Empfehlung einhergehen, hinzudeuten:

- Zum einen muss darauf hingewiesen werden, dass ein bank-basiertes Finanzsystem nicht mit relationship lending gleichbedeutend ist. Banken könnten auch „arm´s length debt“, also Kredite ohne langfristige Kundenbindung, vergeben. Einiges deutet darauf hin, dass relationship banking durch zunehmenden Wettbewerb im Bankenmarkt und zwischen Banken und Wertpapiermärkten ohnehin ausgehöhlt bzw. verdrängt wird. Wie weit zunehmender Wettbewerb für die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems gut oder schlecht ist, ist ein eigenes Thema, dass hier nicht beleuchtet werden kann, auch wenn es für die Diskussion bank- oder kapitalmarktbasiert nicht ohne Bedeutung ist.

- Aufgrund der Komplementarität, die einzelne Elemente von bank-basierten und markt-basierten Systemen aufzuweisen scheinen – ein Insolvenzrecht etwa kann nicht gleichzeitig gläubiger- und schuldnerfreundlich sein – ist es unklar, inwieweit es tatsächlich möglich ist, ein bank-basiertes Finanzsystem, wenn es der Entwicklungsstand des Landes nahe legt, zu einem stärker markt-basierten System zu wandeln. Die Schwierigkeiten Deutschlands, die Wertpapierfinanzierung zu entwickeln, sprechen hier ihre eigene Sprache. Aber auch die empirischen Untersuchungen deuten auf Probleme beim Wandel indirekt hin: Über 50% des gesamten Weltfinanzierungsvolumens gehen auf die Finanzsysteme Japans, Deutschlands, der U.S.A. und Großbritanniens zurück, also genau der Finanzsysteme, die als Prototypen gelten. Diese Länder weisen zwar langfristig sehr ähnliche Wachstumsraten auf, in einzelnen Perioden jedoch sehr unterschiedliche. Die Struktur eines Finanzsystems hat langfristigen Charakter und kann sich – zumindest kurzfristig – nicht einem neuen Umfeld anpassen. Durch die Förderung von bank-basierten Systemen heute könnte das Problem einer path-dependency [Schmidt und Spindler (2000)] entstehen, die den Wechsel zu einem spä-

ter überlegenen, stärker markt-basierten Finanzsystem vereiteln oder zumindest erschweren könnten.

Insofern könnte die Förderung einer ausgewogenen Entwicklung von Banken und Wertpapiermärkten könnte für solche Länder zu empfehlen sein, bei denen in kurzen Zeiträumen große Entwicklungssprünge erwartet werden – ein weiterer Aspekt, der darauf hinweist, wieviele Detailfragen über den Zusammenhang zwischen der Struktur des Finanzsystems und der wirtschaftlichen Entwicklung eines Landes noch nicht beantwortet sind.

Literatur

Allen, F. ; Gale, D. (2000): Comparing Financial Systems, MIT Press, Cambridge, MA.

Bhattarcharya, U. ; Daouk, H. (2002): The World Price of Insider Trading, Journal of Finance 57, 75-108.

Beck, T. ; Levine, R. ;Loayza, N. (2000): Finance and the Sources of Growth, Journal of Financial Economics 58, 261-300.

Berger, A. N. ; Udell, G. F. (1995): Relationship Lending and Lines of Credit for Small Firm Finance, Journal of Business 68, 351-381.

BMZ (2003): Finanzsektorkonzept, Bonn.

BMZ (2001): Aktionsplan 2015 zur Armutsbekämpfung, Bonn.

Bonin, J. ; Wachtel, P. (2003): Financial Sector Development in Transition Economies: Lessons from the First Decade, in: Financial Markets, Institutions, and Instruments, Vol. 12, S. 1 –66.

Boot, A. W. ; Thakor, A.V. (1997): Financial Systems Architecture, Review of Financial Studies 10, 693-733.

Boot, A. W. ; Thakor, A.V. (2000): Can Relationship Banking Survive Competition? Journal of Finance 55, 679-713.

Boyd, J. H. ;Smith, B. D. (1998): The Evolution of Debt and Equity Markets in Economic Development, Economic Theory 12, 519-560.

Calomiris, C. W. ; Kahn, C. M. (1991): The Role of Demanable Debt in Structuring Optimal Banking Arrangements, American Economic Review 81, 497-513.

Chakaborty, S. ; Ray, T. (2001): Bank-based versus Market-based Financial Systems: A Growth Theoretic Analysis, Working Paper, University of Oregon, OR.

Demirgüc-Kunt, A. ; Maksimovic, V. (2002): Funding growth in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm-level data, Journal of Financial Economics 65, 337-363.

De Soto, H. (2001): The Mystery of Capital, Black Swan Books, London.

Diamond, D. W. (1984): Financial Intermediation and Delegated Monitoring, Review of Economic Studies 51, 393-414.

Diamond, D. W. ; Dybvig, P. (1983): Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, Journal of Political Economy 91, 401-419.

Diamond, D. W. ; Rajan, R. G. (2001): Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking, Journal of Political Economy 109, 287-327.

Diaz-Alejandro, C. (1985): Good-bye Financial repression, Hello Financial Crash, in: Journal of Development Economics, vol. 19, S. 1 – 24.

Edwards, J. ; Fischer, K. (1994): Banks, finance and investment in Germany, Oxford.

Elsas, R. (2001): Die Bedeutung der Hausbankbeziehung, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.

Franks, J. ; Mayer, C. (1994): Corporate Control: A Comparison of Insider and Outsider Systems, Working Paper, London Business School.

Gerschenkron, A. (1962): Economic Backwardness in Historical Perspective – A Book of Essays, Harvard University Press, Cambridge, MA.

Goldsmith, R. W. (1969): Financial Structure and Development, Yale University Press, New Haven, CT.

Gale, D. ; Hellwig, M. (1985): Incentive Compatible Debt Contracts: The One Period Problem, Review of Economic Studies 52, 647-663.

Hellwig, M. F. (2000): Banken zwischen Politik und Markt: Worin besteht die volkswirtschaftliche Verantwortung der Banken? Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Band 1, 337-356.

Hoff, K. ; Stiglitz, J. E. (1998): Moneylenders and bankers: price-increasing subsidies in a monopolistically competitive market, Journal of Development Economics 55, 485-518.

Jensen, M.C. (1988): Takeovers: Their Causes and Consequences, Journal of Economic Perspectives 2, No.1, 21-48.

King, R.G. ; Levine, R. (1993a): Finance and Growth: Schumpeter might be Right, Quarterly Journal of Economics 108, 717-738.

King, R. G. ; Levine, R. (1993b): Finance, entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence, Journal of Monetary Economics 32, 513-542.

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

Levine, R. (1997): Financial development and Economic Growth: Views and Agenda, Journal of Economic Literature 35, 688-726.

Levine, R. (2002): Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is better?, Journal of Financial Intermediation 11, 398-428.

Merton, R.C. ; Bodie, Z. (1995): A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment, in: Crane, D.B./Froot, K.A./Mason, S.P./Perold, R.C./Merton, E.R./Sirri, E.R./Tufano, P. (eds.): The Global Financial System: A Functional Perspective, Harvard Business School Press, Boston, MA.

North, D. C. ; Thomas R. P. (1972): The Rise of the Western World: A New Economic History, Cambridge University Press.

Petersen, M. L. ; Rajan, R. G. (1995): The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships, Quarterly Journal of Economics 110, 407-443.

Rajan, R. G. (1992): Insiders and Outsiders. The Choice betweenInformed and Arm's Length Debt, Journal of Finance 47, 1367-1400.

Rajan, R. G. ; Zingales, L. (1998): Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis, Journal of Applied Corporate Finance 11, 40-48.

Schmidt, R. H. ; Hackethal, A. ; Tyrell, M. (2003): Corporate Governance in Germany: Transition to a Modern Capital-Market-Based System? Journal of Institutional and Theoretical Economics 159, 664-674.

Schmidt, R. H. ; Spindler, G. (2000): Path Dependence, Corporate Governance and Complementarity, Working Paper No. 27, University of Frankfurt.

Terberger, E. (2002): Basel II – Keine direkte Benachteiligung des Mittelstands, in: Betriebs-Berater, Beilage 3 zu Heft 14, 12–19.

Terberger, E. (2003): The German Financial System: Great Institutional Change and Little Effect? Journal of Institutional and Theoretical Economics 159, 707-716.

Von Thadden, E.-L. (1998): Intermediated versus Direct Investment: Optimal Liquidity Provision and Dynamic Incentive Compatibility, Journal of Financial Intermediation 7, 177-197.

World Bank Policy Research Report (2001): Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World, Oxford University Press.

STAND UND PERSPEKTIVEN DER FINANZSEKTORENTWICKLUNG IN TRANSFORMATIONSÖKONOMIEN

Adalbert Winkler[1]

A. Einleitung

Dieser Beitrag analysiert anhand einiger ausgewählter Kriterien Stand und Perspektiven der Finanzsystementwicklung in Mittel- und Osteuropa vor dem Hintergrund informationsökonomischer Überlegungen. Dabei werden – nach einer kurzen Darstellung der gemeinsamen Ausgangslage, in der sich alle Volkswirtschaften der Region zu Beginn des Reformprozesses befunden haben (Abschnitt 2) – zunächst die Unterschiede in Größe und Qualität der Finanzsystementwicklung in den vergangenen 15 Jahren beschrieben (Abschnitt 3). Es folgt eine Analyse der Charakteristiken, die sich trotz aller Unterschiede in nahezu allen Transformationsökonomien[2] beobachten lassen. Die dafür verantwortlichen Bestimmungsfaktoren sind Gegenstand von Abschnitt 5. Eine Zusammenfassung, die auch auf die Perspektiven für die weitere Finanzsektorentwicklung in Mittel- und Osteuropa eingeht, schließt den Beitrag ab.

B. Der gemeinsame Ausgangspunkt: Finanzsektorpolitische Überlegungen zu Beginn des Transformationsprozesses

Zu Beginn des Reformprozesses bestanden die Finanzsysteme aller Transformationsökonomien lediglich aus staatlichen Geschäftsbanken, die aus dem Versuch heraus entstanden waren, ein zweistufiges Bankensystem aufzubauen. Diese Banken waren jedoch allein damit beauftragt, die Zahlungsströme zwischen den staatlichen Unternehmen zu erfassen und dem güterwirtschaftlichen Plan entsprechend abzuwickeln [Dembinski (1988)]. Als Anfang der neunziger Jahre die Staaten Mittel- und Osteuropas begannen, ihre Ökonomien von der Plan- in eine Marktwirtschaft zu überführen, wurde daher der Transformation des Finanz- und Bankensystems eine besondere Bedeutung zugeschrieben [Van Wijnbergen (1993), S. 27 sowie EBRD (1995), S. 92]. Ziel war es, die staatlich organisierte, „passive“ Kreditallokation durch eine privatwirtschaftlich organisierte, „aktive“ Kreditallokation zu ersetzen. Als zentrale Schritte dafür wurden die Restrukturierung, Rekapitalisierung und Privatisierung der

---

[1] Stellvertretender Abteilungsleiter der EU-Neighbouring Regions Division in der DG-International and European Relations der Europäischen Zentralbank sowie Privatdozent an der Universität Würzburg. Der Verfasser dankt Roland Beck und Gunther Schnabl für wertvolle Hinweise und Kommentare, ohne sie für die verbliebenen Fehler verantwortlich zu machen. Der Beitrag reflektiert zudem allein die Auffassung des Verfassers und nicht notwendigerweise die der Europäischen Zentralbank.

staatlichen Geschäftsbanken, ergänzt durch eine weitgehende Liberalisierung des Zugangs zum Bankenmarkt, angesehen [Fries und Lane (1994) sowie Borish, Long und Noel (1995)].

Eine Reihe von Banken- und Finanzsektorkrisen, denen nahezu alle Transformationsökonomien in den 90er Jahren ausgesetzt waren [Tang, Zoli und Klytchnikova (2000) sowie Árvai und Vincze (2000)], zeigte, dass der Aufbau marktwirtschaftlich organisierter Finanzsysteme nicht allein durch einen Wechsel von staatlichen zu privaten Eigentümern zu bewerkstelligen war. Vielmehr bedarf es dazu Institutionen, die bereit und in der Lage sind, Anreizkompatibilität zwischen Gläubigern und Schuldnern herzustellen, bzw. Anreizkompatibilität über die Durchsetzung bankaufsichtsrechtlicher Normen zu erzwingen.[3] Vor diesem Hintergrund haben die Verantwortlichen in Mittel- und Osteuropa vor allem auf zwei Instrumente zurückgegriffen, um ihre Finanzsysteme auf marktwirtschaftlicher Grundlage zu entwickeln:

- Den Eintritt von Banken aus entwickelten Marktwirtschaften, insbesondere der EU, sei es über die Privatisierung der verbleibenden Staatsbanken, sei es über „greenfield investments“, in die jeweiligen Bankensysteme;
- Den Aufbau und die Reform von Bankenaufsicht und –regulierung.

C. Stand der Finanzsystementwicklung in Mittel- und Osteuropa - Unterschiede

Der Eintritt westlicher Banken und die Stärkung von Bankenaufsicht und Bankenregulierung fanden jedoch nicht in allen Ländern zum gleichen Zeitpunkt und in gleichem Ausmaß statt [Bokros (2000) sowie Bergloef und Bolton (2002); Abbildungen 1 und 2].[4] Vielmehr lassen sich Unterschiede nach geographischer Lage und institutioneller Nähe zur EU feststellen:

- In den acht mitteleuropäischen und baltischen Staaten, die am 1. Mai 2004 der Europäischen Union beitraten, war dieser Prozess zum Ende der neunziger Jahre schon weit vorangeschritten [Winkler (2001) sowie Thimann (2002)].

---

[2] Unter „Transformationsökonomien“ werden im Folgenden die 27 Einsatzländer der Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBRD) verstanden.

[3] Dies entspricht der Kernthese der informationsökonomisch geprägten Finanzierungstheorie [Jaffe und Russel (1976); Stiglitz und Weiss (1981); Gertler und Rose (1994) sowie Dewatripont und Tirole (1996)].

[4] Wenn nicht anders vermerkt, werden in den Abbildungen ungewichtete Durchschnitte der jeweiligen Variablen für die einzelnen Ländergruppen dargestellt. Diese sind wie folgt definiert: Neue EU-Mitgliedsstaaten: Estland, Litauen, Lettland, Polen, Slowakische Republik, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn; EU-Kandidatenländer: Bulgarien, Rumänien, Kroatien; Potentielle EU Beitrittsländer: Albanien, Bosnien-Herzegowina, Mazedonien (ehemalige jugoslawische Republik), Serbien und Montenegro. GUS: Armenien, Azerbaijan, Georgien, Kasachstan, Kirgisien, Moldawien, Ukraine, Weiβrussland.

Exkurs: Der Eintritt westlicher Banken in die Bankenmärkte Mittel- und Osteuropas als Reputationskapitalimport

Die erfolgreiche Entwicklung eines Bankensystems setzt Institutionen voraus, die Instrumente zur Herstellung von Anreizkompatibilität zwischen Gläubigern und Schuldnern einsetzen. Dabei spielt Eigenkapital ein zentrale Rolle [Leland und Pyle (1977)]. So vergeben Banken Kredite an Unternehmen nur dann, wenn diese über Eigenkapital bzw. über entsprechende Kreditsicherheiten verfügen, um die Bedienung und Rückzahlung des Kredits in das Interesse des Schuldners zu stellen [vgl. z.B. Terberger (1987)].

Ein Blick in die Vergangenheit, als sich die Bankensysteme in Westeuropa und den USA im Laufe des 19. Jahrhunderts ebenfalls „aus dem Nichts heraus" [EBRD (1998), S. 92] entwickelten, zeigt, dass die gleiche Überlegung auch auf das Verhältnis zwischen Banken und Einlegern, den Kreditgebern der Banken, zutrifft. Denn während in entwickelten Marktwirtschaften Banken in der Regel eine sehr niedrige Eigenkapitalquote im Vergleich zu Unternehmen des realwirtschaftlichen Sektors aufweisen, dauerte es im 19. Jahrhundert Jahrzehnte, bis die Eigenkapitalquote des Bankensystems von Werten nahe 50% auf Werte unter 10% sank [Stützel (1964), S. 46, Feldenkirchen (1982) sowie The Department of the Treasury (1991)]. Erst dann waren die Banken in der Lage, auf Eigenkapital als Signal der Solidität zu verzichten, um statt dessen auf ihre Reputation als verlässliche Schuldner zu verweisen [Diamond (1984) sowie Breuer (1995)]: Eigenkapital wurde durch „reputational capital" [Bergloef (1995), S. 73 sowie Hellmann und Murdock (1995)] ersetzt.

Die Erträge, die sich aus diesem Kapital erzielen lassen, sind groß [vgl. dazu schon Bagehot (1873), S. 119ff.], so dass es im Selbstinteresse der Banken liegt, die über dieses Kapital verfügen, auf „moral hazard"-Verhalten zu verzichten, d.h. Finanzierung anreizkompatibel zu gestalten.

Die zu Beginn der neunziger Jahre in den Finanzsystemen Mittel- und Osteuropas tätigen Banken konnten über dieses Reputationskapital zu Beginn des Transformationsprozesses nicht verfügen. Im Gegenteil: die staatlichen Banken wurden vor allem dazu genutzt, die Liquiditäts- und Solvenzprobleme großer, beschäftigungsintensiver Unternehmen zu lösen, d.h. eine quasi-fiskalische Funktion zu übernehmen [Brixi, Ghanem und Islam (1999)],[5] während die mit einer oftmals verschwindend geringen Eigenkapitaldecke ausgestatteten neuen privaten Banken vor allem das Ziel verfolgten, für die an den Banken beteiligten Unternehmen Kredit zu organisieren.[6]

Nach den diversen Banken- und Finanzkrisen im ersten Jahrzehnt des Transformationsprozesses boten sich ausländische, westliche Investoren an, diese Anreizprobleme über den Import von Reputationskapital zu lösen [Keren und Ofer (2002) sowie Grigorian und Manole (2002)].

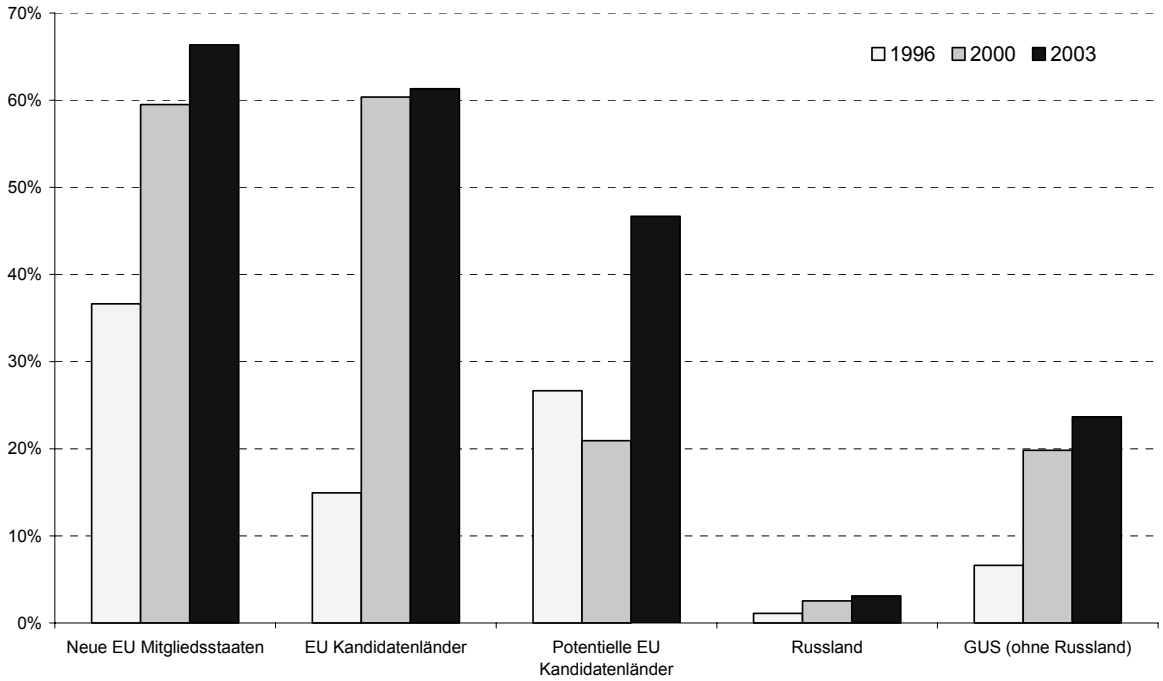
- In Bulgarien und Rumänien, die den Beitrittsvertrag zur EU im April 2005 unterzeichnet haben, sowie in Kroatien, dem Ende 2004 der Status eines EU-Beitrittskandidaten zu-

[5] Die Weltbank (1993) bezeichnete diese Banken daher auch als „channel banks".

erkannt wurde, setzte der oben beschriebene Prozess der Umgestaltung der Finanzsysteme dagegen erst Ende des vergangenen Jahrzehnts ein.

- In Albanien, Bosnien-Herzegowina, Mazedonien sowie Serbien und Montenegro wurden vergleichbare Schritte erst nach dem Jahr 2000 mit größerer Intensität vollzogen [Mehl und Winkler (2003)]. Diese Länder verfügen seit dem Gipfel von Feira im Jahr 2000 über eine von der EU zugesicherte Beitrittsperspektive.

Abbildung 1: *Banken mit mehrheitlich von ausländischen Kapitalgebern gehaltenem Eigenkapital (in Prozent der Gesamtzahl aller Banken)*



Quelle: EBRD, eigene Berechnungen

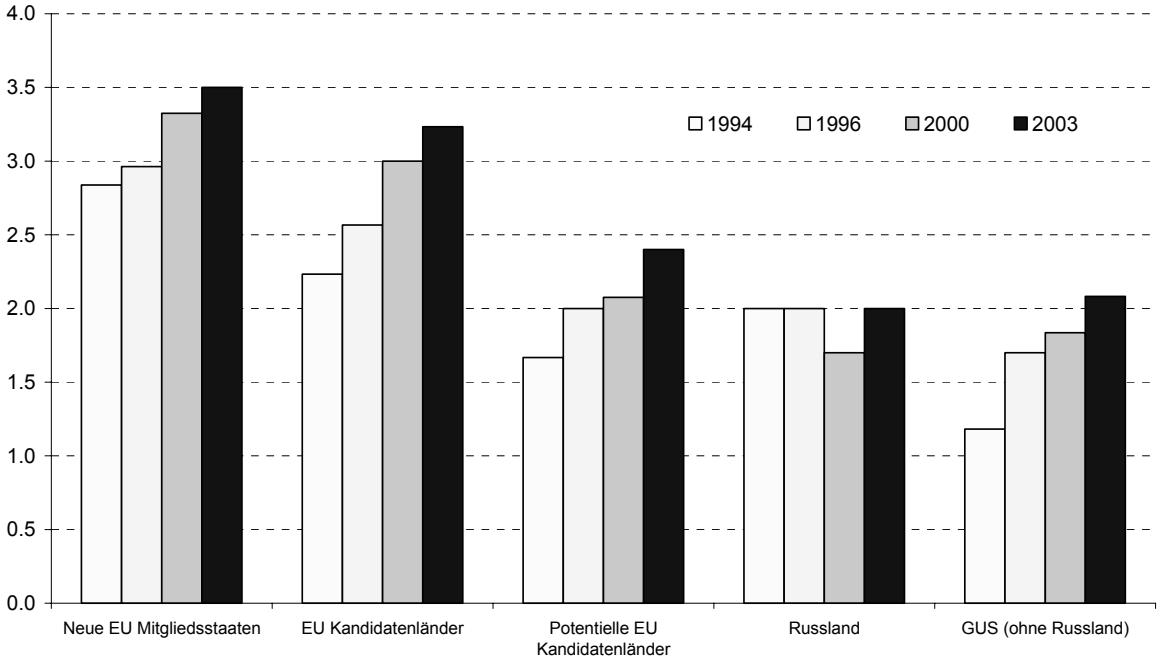
- In den GUS-Staaten, die über keine EU-Beitrittsperspektive verfügen[7], ist die Zahl der westlichen Banken, die in den jeweiligen lokalen Finanzsystemen präsent sind, immer noch gering. Sofern Banken mit ausländischem Kapital in den jeweiligen Finanzsektoren agieren, handelt es sich überwiegend um Kapitalgeber aus der Region, z.B. aus Kasachstan und Russland. Gleichzeitig ist der Anteil von Banken in Staatseigentum an den Gesamtaktiva des Bankensystems zwar gesunken (Abbildung 3), aber immer noch höher als in den anderen Ländergruppen. In Russland sind die beiden größten Banken in staatlicher Hand, und der Anteil aller Banken mit öffentlichen Eigentümern ist nach

[6]Entsprechend wurden diese Banken „agent banks“ bzw. „pocket banks“ genannt [Weltbank (1993) sowie OECD (1997), S. 80].

[7] Die europäischen Länder der GUS sind seit 2004 Gegenstand der neuen EU-Nachbarschaftspolitik.

der Finanzkrise im August 1998 sogar gestiegen.[8] Zudem sind die Reformbemühungen in den GUS-Staaten – trotz deutlicher Fortschritte in den vergangenen Jahren – immer noch weniger stark ausgeprägt als in den neuen EU-Mitgliedsstaaten Mitte der neunziger Jahre.

Abbildung 2: *EBRD Index Bankensektorreform*



4 = entwickelte Marktwirtschaft
Quelle: EBRD, eigene Berechnungen

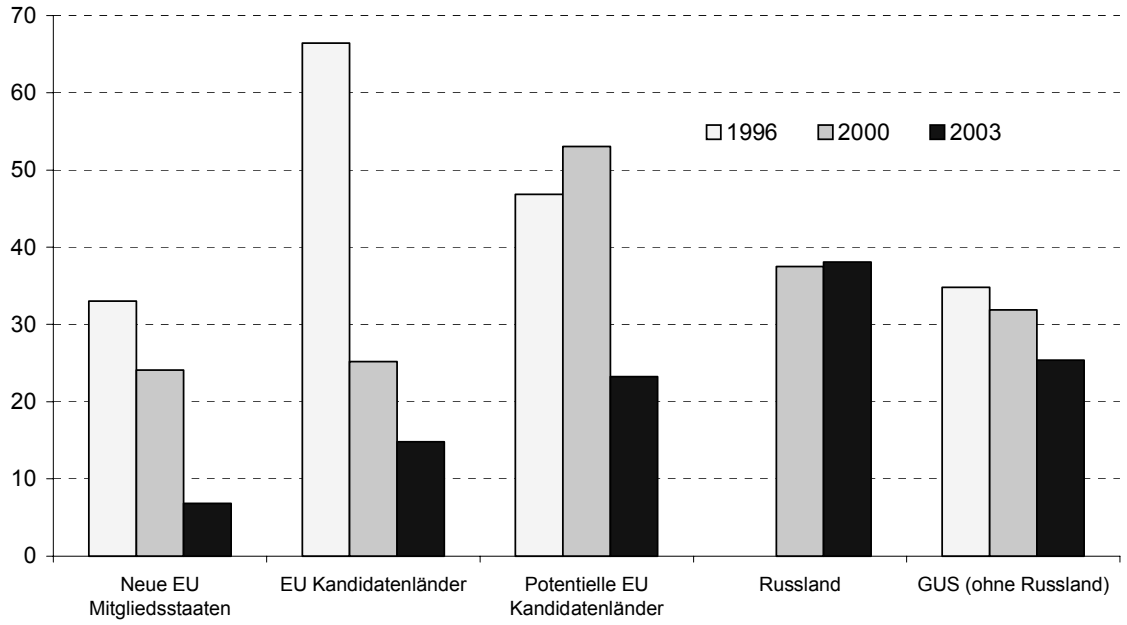
Insgesamt ergibt sich daher in Mittel- und Südosteuropa ein Finanzsystem, in dem private Banken mit lokalen Eigentümern eine nur noch untergeordnete Rolle spielen. Die Finanzsysteme werden vielmehr von Banken mit ausländischen Eigentümern, überwiegend aus der EU, dominiert. Dagegen wird die Finanzsystementwicklung in den GUS-Staaten von einer Mischung aus staatlichen Banken sowie privaten Banken mit heimischen und ausländischen Eigentümern getragen, wobei unter den ausländischen Eigentümern besonders Banken aus der Region dominieren.

Dieser „great divide“ [Bergloef und Bolton (2002)] hinsichtlich der Eigentümerstruktur der Bankensysteme drückt sich auch in der Entwicklung jener Indikatoren aus, die herangezogen werden, um Größe und Qualität der Finanzsystementwicklung erfassen. So sind der Monetisierungsgrad, gemessen anhand des Verhältnisses der ausstehenden Geldmenge M2 zum Bruttoinlandsprodukt (Abbildung 4), sowie das ausstehende Kreditvolumen an den privaten

[8] Auch die Turbulenzen im Jahr 2004 haben die öffentlichen Banken Russlands gestärkt.

Sektor, erneut im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (Abbildung 5),[9] in den mittel- und südosteuropäischen Ländern deutlich höher als in Russland und den anderen GUS-Staaten.[10]

Abbildung 3: *Anteil staatlicher Banken an den Gesamtaktiva des Bankensystems*



Quelle: EBRD (für Russland: CBR -Schätzungen), eigene Berechnungen

Aber nicht nur quantitativ, sondern auch qualitativ, scheinen die Fortschritte bei der Entwicklung des Finanzsystems in den neuen EU Mitgliedsstaaten und den EU-Kandidatenländern größer zu sein als in den Staaten des westlichen Balkans oder der GUS. Diese Schlussfolgerung lässt sich aus der Analyse von Stand und Entwicklung des Anteils säumiger Kredite am Gesamtvolumen aller ausstehenden Kredite ziehen (Abbildung 6), der 2003 in den Staaten des westlichen Balkans und der GUS immer noch bei über 15 Prozent lag.[11]

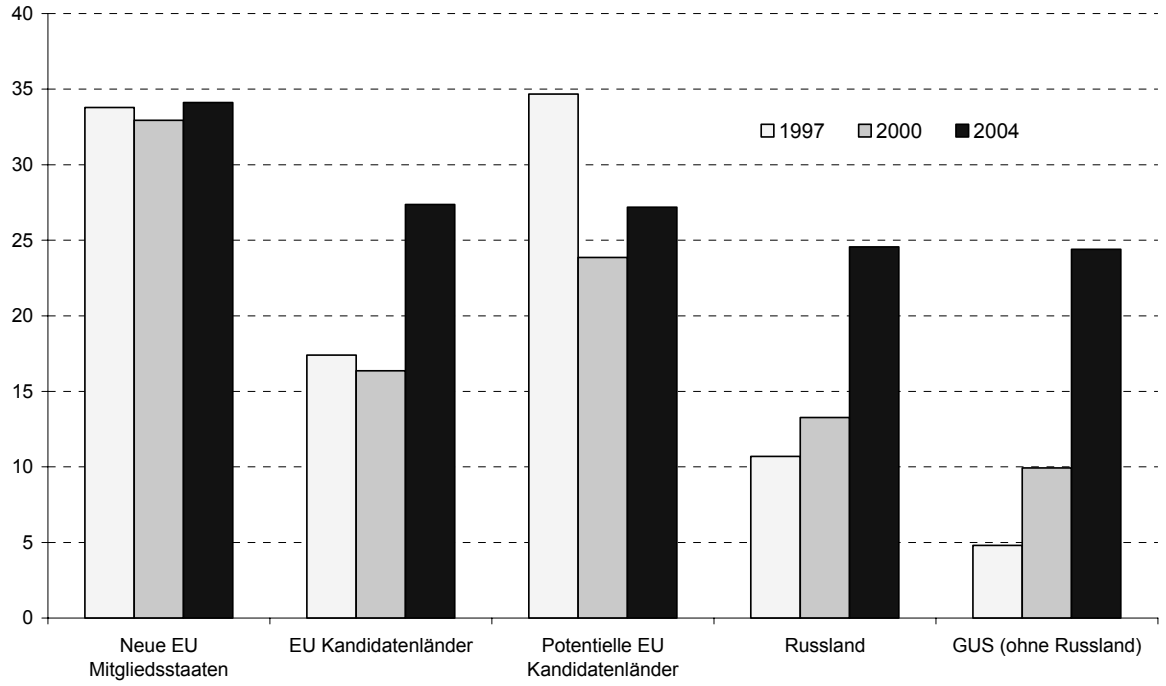
---

[9] Beide Variablen gelten seit McKinnon (1973) und Shaw (1973) als zentrale Indikatoren, Finanzsystementwicklung quantitativ zu erfassen.

[10] In nahezu allen Transformationsökonomien liegen die Werte für beide Indikatoren jedoch immer noch deutlich unter den Werten, die in entwickelten, markwirtschaftlich organisierten Volkswirtschaften, auch mit vergleichbaren Pro-Kopf-Einkommen, beobachtet werden können.

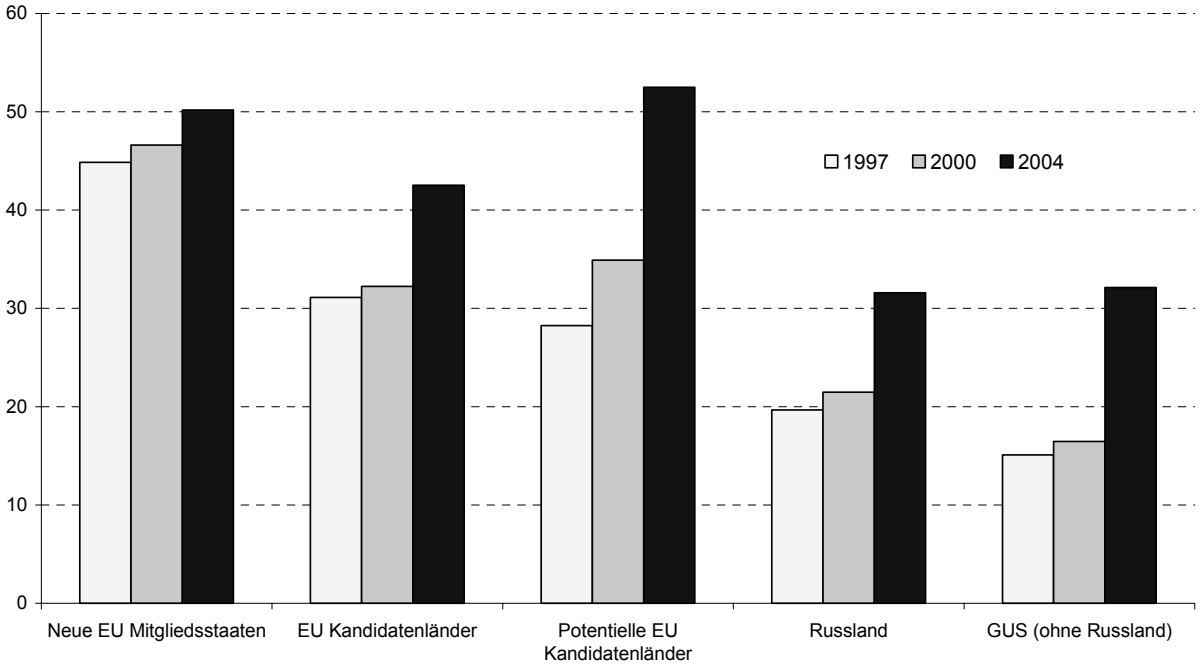
[11] Giannetti und Ongena (2005) finden Evidenz dafür, dass "foreign banks are more willing to take hard choices than domestic banks and thus mitigate connected lending problems."

Abbildung 4: *Monetisierungsgrad – Geldmenge/BIP Quotient*



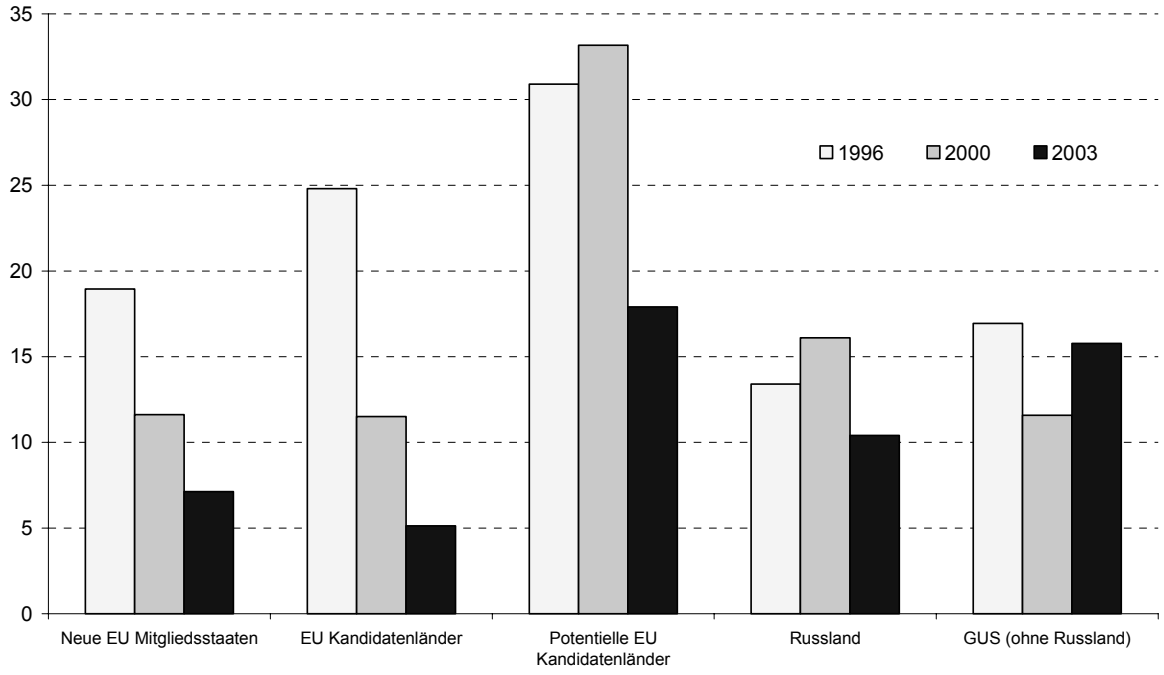
Potentielle EU Kandidatenl änder ohne Serbien und Montenegro
Quelle: IMF, eigene Berechnungen

Abbildung 5: *Finanzintermediation – Kredite an den privaten Sektor/BIP Quotient*



Potentielle Kandidatenl änder ohne Serbien und Montenegro
Quelle: IMF, eigene Berechnungen

Abbildung 6: *Anteil säumiger Kredite am Gesamtvolumen aller ausstehenden Kredite*



Quelle: EBRD, eigene Berechnungen

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass es in Mittel- und Osteuropa deutliche Unterschiede in der Entwicklung der Finanzsysteme in den vergangenen 15 Jahren gegeben hat. Diese Unterschiede, die sich sowohl an quantitativen als auch qualitativen Indikatoren festmachen lassen, korrelieren mit der Intensität der Bemühungen um eine Vertiefung der Finanzsektorreformen, insbesondere in den Bereichen Bankenaufsicht und –regulierung, sowie Zeitpunkt und Ausmaβ der Öffnung der lokalen Bankenmärkte für ausländische Investoren und Banken.

D. Stand der Finanzsystementwicklung in Mittel- und Osteuropa - Gemeinsamkeiten

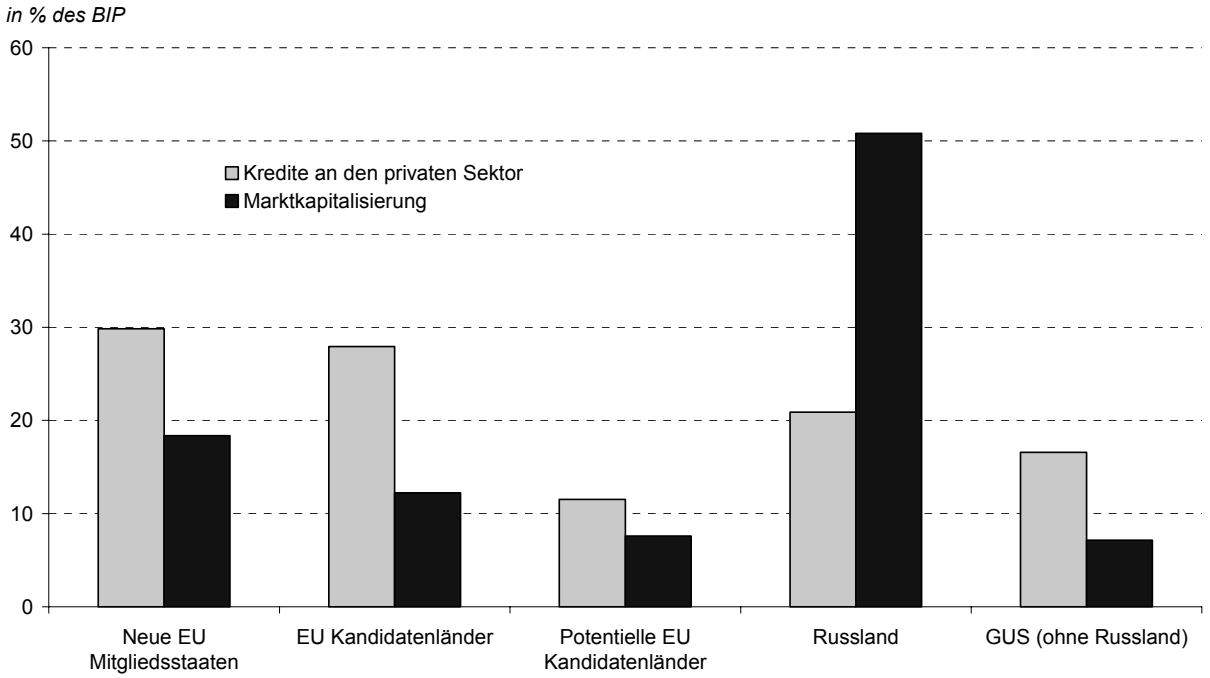
Die Finanzsystementwicklung in Mittel- und Osteuropa weist trotz aller Unterschiede auch eine Reihe von Gemeinsamkeiten auf. Drei dieser Gemeinsamkeiten sollen im folgenden näher betrachtet werden:

1. Die Dominanz des Bankensektors;
2. ein seit dem Jahr 2000 starkes Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor,
3. eine Hinwendung zum retail banking.

Die Frage, ob sich in Mittel- und Osteuropa ein eher bank-, oder ein eher kapitalmarktorientiertes Finanzsystem etablieren würde, wurde zu Beginn der neunziger Jahr intensiv diskutiert [Corbett und Mayer (1991)]. Sie lässt sich – mit der Ausnahme von Russland – eindeutig

beantworten: alle Finanzsysteme in der Region sind bankorientierte Systeme, wenngleich in den letzten Jahren auch die Kapitalmärkte – gemessen am Indikator Marktkapitalisierung/Bruttoinlandsprodukt – zum Teil deutlich gewachsen sind (Abbildung 7).

Abbildung 7: *Kredite des Bankensystems und Aktienmarktkapitalisierung, 2003*



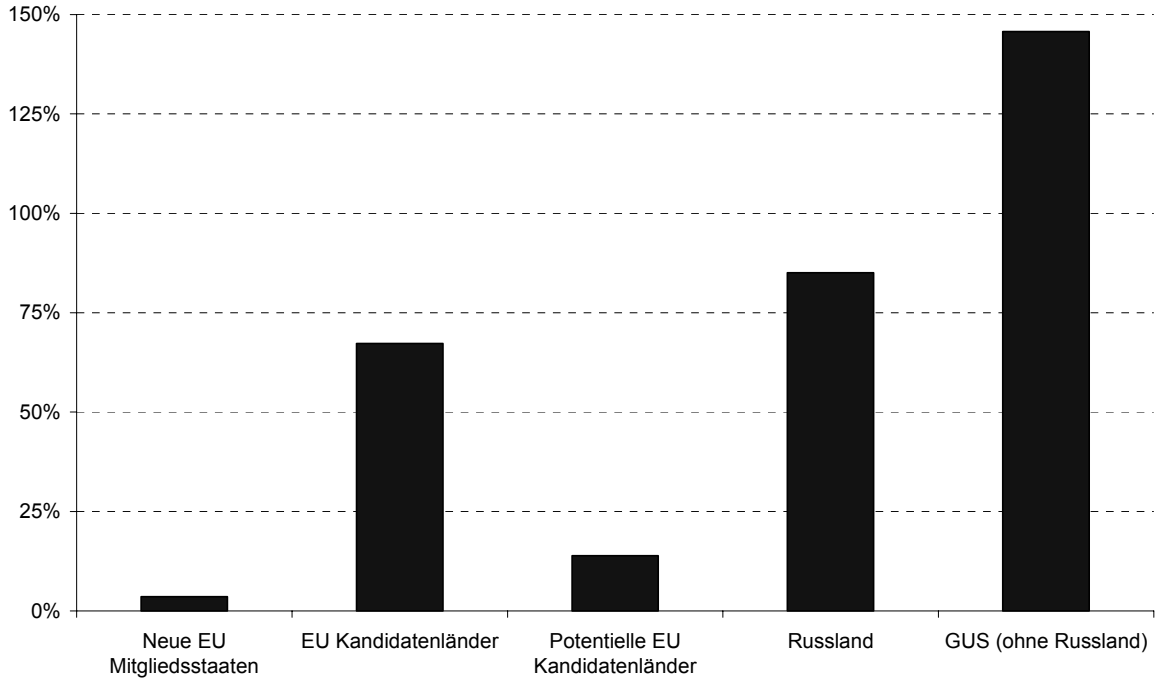
Quelle: EBRD, eigene Berechnungen

Die Gründe dieser Entwicklung lassen sich am Beispiel Russlands illustrieren. Finanzierung über Kapitalmärkte impliziert, dass Unternehmen in der Lage sind, die unter den Bedingungen asymmetrisch verteilter Informationen auftretenden Finanzierungsprobleme zu überwinden, ohne auf Banken als Finanzintermediäre angewiesen zu sein. Dies setzt voraus, dass die Anleger ein hohes Maß an Vertrauen, in die Fähigkeit und den Willen der Unternehmen besitzen, Gewinne zu erwirtschaften und Schuldtitel fristgerecht zu bedienen. Ein solches Vertrauen kann über eine hohe Eigenkapitalquote, Transparenz- und Offenheit, oder über eine über Jahre aufgebaute Reputation als solider Schuldner erzeugt werden. Zumindest in den ersten Jahren des Transformationsprozesses – kann dieses Vertrauen nicht vorhanden sein, weil Unternehmen, die gerade erst gegründet oder privatisiert wurden, nicht über diese Reputation verfügen können bzw. in vielen Transformationsländern die Anforderungen an Transparenz- und Offenlegungsvorschriften für Unternehmen weit hinter denen in westlichen Ländern zurücklagen.

Die in den letzten Jahren in Russland entstandene hohe Marktkapitalisierung ist daher auch nahezu ausschließlich auf einige wenige, an den russischen Börsen gehandelte Aktien von Unternehmen aus dem Öl- und Rohstoffsektor zurückzuführen. Bei ihnen ist – angesichts der

hohen Öl- und Rohstoffpreise sowie der vorhandenen Reserven – auch ohne Reputation und trotz verbesserungsfähiger Transparenz- und Offenlegungsvorschriften der Grad der asymmetrischen Informationsverteilung hinsichtlich ihrer Gewinnerzielungschancen gering, so dass Anleger in diese Unternehmen investierten und Kurssteigerungen die Folge waren.[12] Unternehmen aus anderen Sektoren, bei denen sich Gewinnerzielungschancen nicht so leicht aus der Beobachtung eines Marktpreises ablesen lassen, müssen dagegen auf den Aufbau von Reputation setzen und bereit sein, ein hohes Maß an Transparenz und Offenheit zu zeigen. Dies benötigt Zeit, so dass – nicht nur in Russland – die Unternehmensfinanzierung über Kapitalmärkte in der Region weniger stark ausgeprägt ist als die Finanzierung über den Bankensektor.

Abbildung 8: *Prozentuale Veränderung des Kredit-/BIP Quotienten, 2000 – 2004*



Quelle: IMF, eigene Berechnungen

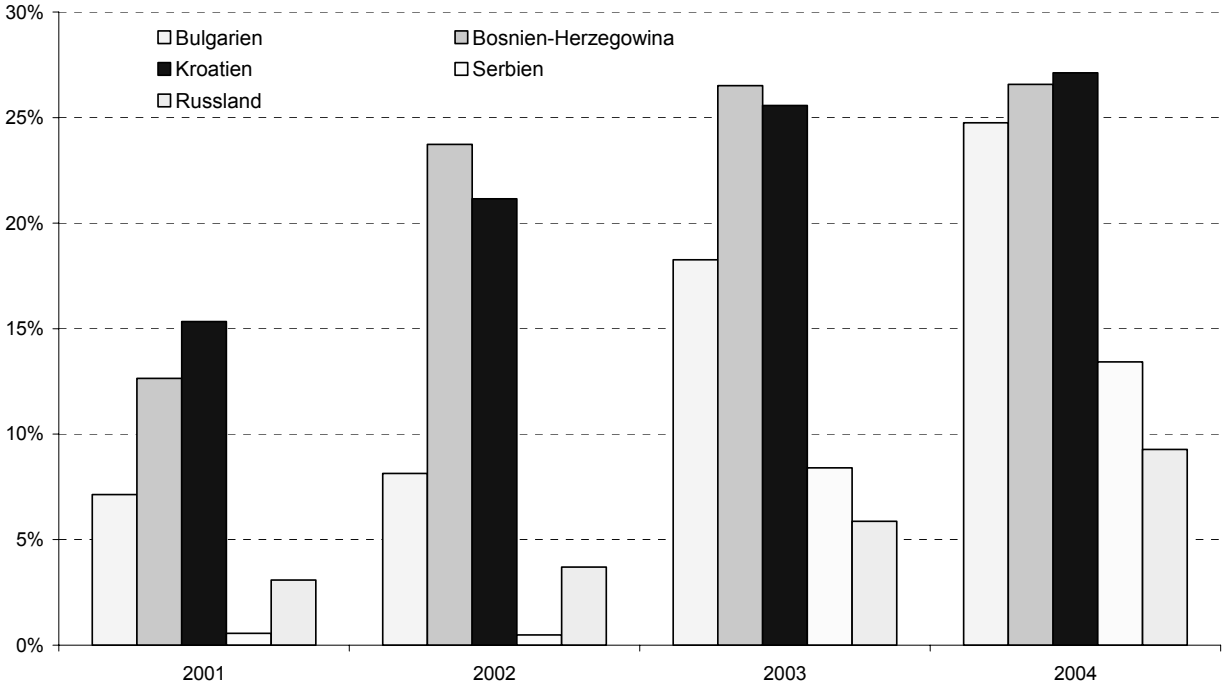
Eine zweite Gemeinsamkeit der Finanzsektorentwicklung besteht darin, dass in fast allen Transformationsökonomien seit dem Jahr 2000 ein starkes Wachstum der Kreditvergabe zu beobachten ist (Abbildung 8). Im Vergleich zum Jahr 2000 waren die Wachstumsraten des Kreditvolumens – ausgedrückt in Prozent des Bruttoinlandsprodukts – in Südosteuropa, Russland und der GUS sogar noch deutlich höher als in den neuen EU Mitgliedsstaaten.

[12] Dennoch ist die Marktkapitalisierung russischer Unternehmen pro Barell nachgewiesener Rohölreserven im internationalen Vergleich immer noch gering. Marktbeobachter werten dies u.a. als Abschlag für mangelnde Transparenz und Offenheit.

Allerdings verdecken die Durchschnittswerte, dass sich Beginn und Intensität des Kreditwachstums von Land zu Land durchaus stark voneinander unterscheiden.[13]

Im Zuge dieser Kreditexpansion ist schließlich in fast allen Bankensystemen Mittel- und Osteuropas eine starke Orientierung zum Retail-Geschäft zu beobachten, die sich insbesondere in einem starken Anstieg der Kreditvergabe an private Haushalte ausdrückt, sei es in Form von Hypothekendarlehen, vor allem aber in Form von Konsumentenkrediten (Abbildung 9).

Abbildung 9: *Anteil der Kredite an private Haushalte an den Gesamtaktiva des Bankensystems in ausgewählten Transformationsökonomien*



Quelle: Nationale Zentralbanken, eigene Berechnungen

Dies ist insbesondere für jene Länder bemerkenswert, deren Bankensektoren von Instituten mit ausländischem Eigenkapital dominiert werden. Denn die bisher vorliegende empirische Evidenz [Buch (1996), S. 22ff. sowie Borish und Noel (1996), S. 34] ließ vermuten, dass sich Institute mit ausländischem Eigenkapital - jedenfalls zu Beginn ihrer Tätigkeit – mit der Kreditvergabe an den privaten Sektor zurückhalten werden. Statt dessen würden sie sich – nicht zuletzt aufgrund ihrer anfangs geringen Marktkenntnisse – auf Geschäfte mit Unternehmen ihrer Heimatländer, auf die wenigen großem Unternehmen in den Transformationsökonomien[14] oder auf Transaktionen konzentrieren, bei denen sich Gebühren und Entgelte erzielen lassen, z.B. den internationalen Zahlungsverkehr bzw. den kurzfristigen Handels-

[13] Dies gilt auch für die Gruppe der neuen EU Mitgliedsstaaten. Während z.B. in der Tschechischen und Slowakischen Republik aufgrund von Restrukturierungsmaßnahmen die Kreditvergabe des gesamten Bankensektors nur geringfügig gestiegen ist, war die Dimension der Kreditexpansion in den baltischen Staaten durchaus mit jener in manchen Staaten Südosteuropas und der GUS vergleichbar.

[14] Grigorian und Manole (2002) sprechen in diesem Zusammenhang von „cherry-picking" der besten Kunden.

len lassen, z.B. den internationalen Zahlungsverkehr bzw. den kurzfristigen Handelskredit oder die Emission von Wertpapieren. Während es in der Region zunächst Anzeichen für eine solche Entwicklung gab [Mehl und Winkler (2004)], ist diese Befürchtung in den vergangenen Jahren widerlegt worden.[15]

E. Stand der Finanzsystementwicklung in Mittel- und Osteuropa - Bestimmungsfaktoren

Die beiden vorangegangenen Abschnitte haben gezeigt, dass die Finanzsektorentwicklung in den Transformationsökonomien Mittel- und Osteuropas sowohl von Unterschieden als auch Gemeinsamkeiten geprägt worden ist. Dabei stellt sich die Frage, warum es trotz unterschiedlicher Entwicklung in der Eigentümerstruktur der Bankensysteme die Gemeinsamkeit eines in den letzten Jahren stark steigenden Kreditwachstums gab. Drei Bestimmungsfaktoren lassen sich als Erklärung dieser Gemeinsamkeit nennen:

1. Makroökonomische Stabilisierung
2. Starkes BIP-Wachstum
3. Starke Kapitalzuflüsse in die Region

In den neunziger Jahren galten viele Transformationsökonomien nicht nur wegen der auftretenden Banken- und Finanzkrisen als ökonomisch instabil. Vielmehr war die wirtschaftliche Entwicklung in der Region, besonders in Südosteuropa und der GUS, bis zum Ende des vergangenen Jahrzehnts durch hohe Inflationsraten und Fiskaldefizite gekennzeichnet. Diese makroökonomische Instabilität ist in den letzten Jahren jedoch spürbar reduziert worden. So sind die Inflationsraten in nahezu allen Staaten deutlich gesunken. Gleichzeitig wurden die in den neunziger Jahre auftretenden Defizite der öffentlichen Haushalte, erneut insbesondere in Staaten Südosteuropas und der GUS, deutlich gesenkt oder haben sich in Haushaltsüberschüsse verwandelt.

Parallel mit Fortschritten in der makroökonomischen Stabilität sind Output, Einkommen und Beschäftigung in der Region spürbar gewachsen, in einigen Ländern – erneut sind darunter besonders südosteuropäische und GUS-Volkswirtschaften – sogar mit Raten, die 5% p.a. und darüber gelegen haben.

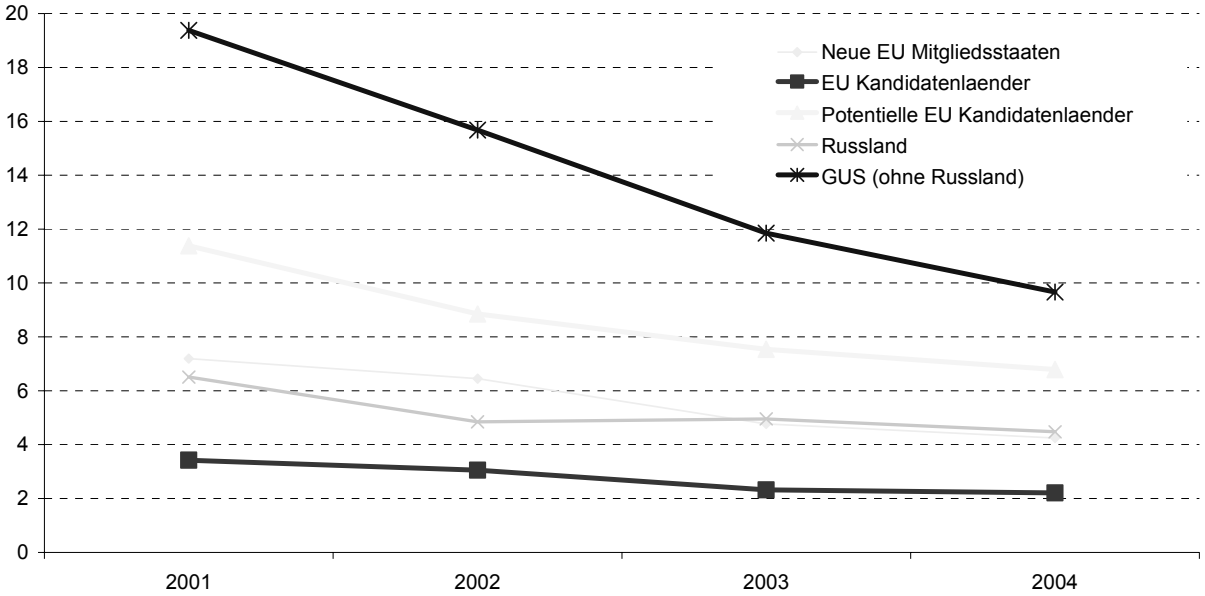
Schließlich hat die Region – vor dem Hintergrund sinkender bzw. historisch niedriger Zinssätze in entwickelten Marktwirtschaften – von hohen Kapitalzuflüssen profitiert, die die Finanzierungsbedingungen hinsichtlich Menge und Preis positiv beeinflussten. So sind sowohl

---

[15] Allerdings gibt es Evidenz dafür, dass der Wachstumsimpuls bei der Finanzierung von kleinen Unternehmen geringer als in anderen Marktsegmenten ausfällt [Giannetti und Ongena (2005)].

auf den heimischen (Abbildung 10) als auch auf den internationalen Finanz- und Bankenmärkten die Zinssätze auf Rekordtiefs gefallen.

Abbildung 10: *Nominale Zinssätze auf Bankeinlagen, 2001 – 2004*



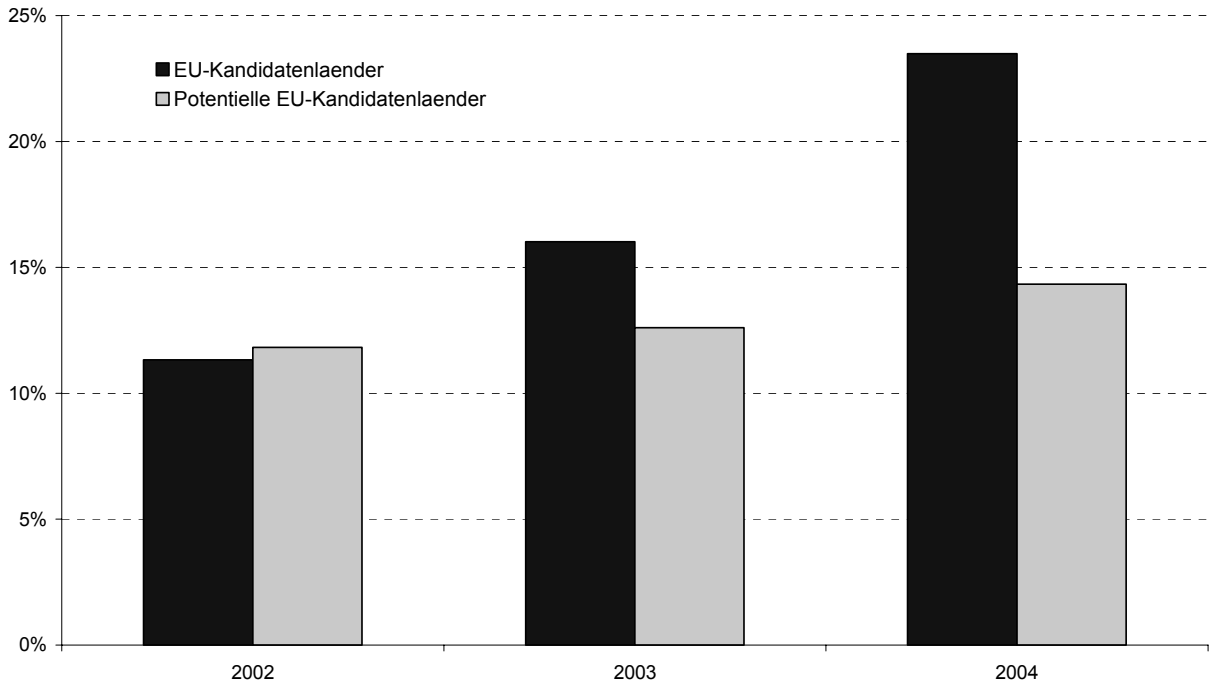
Neue EU Mitgliedsstaaten: 2004 ohne Polen; EU-Kandidatenländer: Ohne Rumänien
Potentielle EU-Kandidatenländer: Ohne Serbien

Quelle: IMF, eigene Berechnungen

Allerdings, und dies ist ein wichtiger Unterschied, spiegeln die hohen Wachstumsraten der Sozialprodukte sowie die Kapitalzuflüsse in die Region unterschiedliche makroökonomische Bedingungen wider: In den Ländern, die entweder der EU bereits beigetreten sind oder über eine feste Beitrittsperspektive verfügen, sind sie nicht zuletzt Ausdruck des (zu erwartenden) Eintritts in die EU selbst, d.h. der zunehmenden Integration der Güter- und Kapitalmärkte. So spiegeln die Kapitalzuflüsse – bei gleichzeitigen Leistungsbilanzdefiziten – vor allem Direktinvestitionen wider, überwiegend aus der EU(-15), denen besonders im Bankenbereich weitere Zuflüsse folgen. Wie in Abbildung 11 am Beispiel ausgewählter südosteuropäischer Länder gezeigt wird, haben jene Bankensysteme, die sich mehrheitlich aus Banken mit aus der EU stammendem Eigenkapital zusammensetzen, in den letzten Jahren ihre Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland spürbar ausgebaut.[16] Dabei handelt es sich vor allem um Kredite der jeweiligen Mutterhäuser an ihre Tochterbanken vor Ort, die unter anderem mit diesen Mitteln das starke Wachstum der Kreditvergabe finanzieren.

[16] Zum Zusammenhang zwischen Kapitalflüssen und der Präsenz von Banken mit ausländischem Eigenkapital vgl. auch Beck (2000).

Abbildung 11: *Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland (in % der konsolidierten Bilanz des Bankensystems)*



Quelle: Nationale Zentralbanken, eigene Berechnungen

Dagegen profitieren die GUS-Staaten in ihrer wirtschaftlichen Entwicklung von hohen Überschüssen in der Leistungsbilanz, die sie aufgrund der gestiegenen und hohen Preise für Rohöl sowie andere Rohstoffe auf den Weltmärkten erzielen, während Kapitalzuflüsse aufgrund von Direktinvestitionen oder Bank-zu-Bank Krediten bisher eine nur geringe Rolle spielen.[17]

Alle drei Faktoren erleichtern die Finanzierung unter der Bedingung asymmetrisch verteilter Informationen zwischen Gläubigern und Schuldnern:

- Makroökonomische Stabilität reduziert die Unsicherheit, ob es sich bei Preisbewegungen um jene relativer oder absoluter Preise handelt. Gleichzeitig geht sie mit einem Rückgang der Zinssätze einher, da die Inflationsrisikoprämie sinkt [EZB (2004)]. Schließlich stellt makroökonomische Stabilität eine zentrale Voraussetzung für Finanzintermediation schlechthin dar, weil unter inflationären Bedingungen, Anleger nach anderen Formen der Vermögenshaltung suchen, um dessen realen Wert zu erhalten [McKinnon (1973)].
- Ein hohes Wachstum des Sozialprodukts erleichtert die Aufnahme von Finanzierungsbeziehungen, weil unter diesen Bedingungen in der Regel sowohl die Gewinne als

auch das Eigenkapital von Unternehmen sowie die Einkommen der privaten Haushalte wachsen. Damit steigt das Nettovermögen [Gertler und Rose (1994)] von (potentiellen) Schuldnern, die zentrale Variable, die zur Überwindung asymmetrischer Informationsprobleme eingesetzt wird. Das starke Wachstum der Kreditvergabe an private Haushalte kann zu einem großen Teil mit der Verbesserung der Nettovermögensposition breiter Bevölkerungsschichten in der Region erklärt werden.

- Sinkende und niedrige Zinssätze verstärken den positiven Effekt steigender Einkommen und Gewinne auf das Nettovermögen, da sie mit einem steigenden Kapitalwert der in der Zukunft anfallenden Gewinne einhergehen.

Vor diesem Hintergrund ist verständlich, dass sich in den letzten Jahren die Finanzsektoren auch in jenen Transformationsländern positiv entwickelten, die vergleichsweise geringe Fortschritte bei der Herstellung institutioneller Bedingungen zur Überwindung von Finanzierungsproblemen erzielt haben.

F. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Nach einem von krisenhaften Entwicklungen geprägten Start haben sich die Finanzsektoren in Mittel- und Osteuropa seit Ende der neunziger Jahre positiv in Richtung bankdominierter Finanzsysteme entwickelt. Dabei sind deutliche Unterschiede zwischen Ländergruppen festzustellen, die sich sowohl an der institutionellen Nähe zur EU als auch hinsichtlich der Entwicklung der Eigentümerstruktur des Bankensystems und Fortschritten beim Aufbau und der Reform von Bankenaufsicht und –regulierung festmachen lassen.

Das starke Wachstum der Finanzintermediation, das in nahezu allen Transformationsökonomien in den letzten Jahren zu beobachten ist, scheint dagegen vor allem auf makroökonomische Bestimmungsfaktoren zurückzuführen zu sein. Dabei sind vor allem der Zuwachs an makroökonomischer Stabilität, steigende Volkseinkommen sowie niedrige Zinssätze zu nennen. Mittlerweile hat dieses Wachstum jedoch Dimensionen erreicht, die in einigen Ländern zu administrativen Maßnahmen mit dem Ziel geführt haben, das Kreditwachstum zu bremsen. Dies ist verständlich, gilt doch ein hohes Wachstum der Kreditvergabe als ein zentraler Indikator für zukünftige Instabilitäten und Krisen des Bankensystems [vgl. z.B. Caprio und Klingebiel (1996 a und b)].[18] Zwar scheint – wie in Abschnitt 3 verdeutlicht – die Qualität der Kreditvergabe in der Region gestiegen zu sein, doch ist aus vergangenen Krisenepiso-

---

[17] Erneut ist auf die Sondersituation insbesondere der russischen Öl- und Rohstoffindustrie hinzuweisen, die in den letzten Jahren in großem Umfang Wertpapiere und Kredite auf den internationalen Kapitalmärkten bzw. internationalen Banken platzieren konnten.

[18] Zudem spielen makroökonomische Zusammenhänge zwischen Wachstum der Kreditvergabe, insbesondere an private Haushalte, Importnachfrage und Leistungsbilanzdefiziten eine Rolle in jenen Ländern, die hohe bzw. steigende Leistungsbilanzdefizite aufweisen.

den in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften bekannt, dass der Anteil säumiger Kredite am Gesamtportfolio kein vorausschauender, sondern ein der Entwicklung nachlaufender Indikator ist. Dies gilt insbesondere dann, wenn sich die makroökonomischen Bedingungen, sei es aufgrund sinkender Öl- und Rohstoffpreise, sei es aufgrund anderer Finanzierungsbedingungen in den entwickelten Volkswirtschaften entscheidend verändern sollten.

Vor diesem Hintergrund scheint der besonderen Entwicklung der Eigentümerstruktur in den Transformationsländern außerhalb der GUS eine Schlüsselrolle bei der Beurteilung der weiteren Finanzsektorentwicklung zuzukommen. Denn in diesen Ländern ist zum erstenmal eine Entwicklung lokaler Finanzsektoren auf der Basis von Banken zu beobachten, die überwiegend von ausländischem Kapital kontrolliert werden. Wie bereits mehrfach erwähnt, kann der Eintritt dieser Banken als Reputationskapitalimport gewertet werden, der aus den Erfahrungen sowie den Management- und technischen Fähigkeiten resultiert, die die Mutterhäuser in ihren Heimatmärkten über viele Jahrzehnte aufgebaut und erworben haben. Sie sollten eine hohe Qualität und Stabilität der Kreditvergabe sichern, die die einheimischen staatlichen und privaten Banken – nicht zuletzt aufgrund von corporate governance Problemen – nicht erzielten.[19] Insofern werden die weiteren Perspektiven der Finanzsektorentwicklung in Transformationsökonomien nicht nur von den zukünftigen makroökonomischen Bedingungen beeinflusst werden. Vielmehr werden sie auch von der Beantwortung der Frage bestimmt werden, ob mit dem starken Eintritt von Banken mit ausländischem Eigenkapital auch ein Qualitätstransfer verbunden ist, der die Robustheit der Systeme gegen makroökonomische Schwankungen bei hohem Kreditwachstum gestärkt hat.

---

[19] De Haas und van Lelyveld (2003) präsentieren empirische Evidenz, die diese These stützt.

Literatur

Àrvai, A. and J. Vincze (2000), Models of financial crises? Can they explain the 'boom' of financial crises in transition, Paper presented at the Conference on „Financial Development in Eastern Europe: the First Ten Years", organized by the Commerzbank Chair on Money and Finance, TU Chemnitz, Klaffenbach/Chemnitz, Februar 2000.

Bagehot, W. (1873), Lombard Street, Homewood, Ill.

Beck, R. (2000), The Volatility of Capital Flows to Emerging Markets and Financial Services Trade, http://www.ifk-cfs.de/papers/00_11.pdf.

Bergloef, E. (1995), Corporate Governance in Transition Economies: The Theory and Its Policy Implications, in: Aoki, M. and H.-K. Kim (eds.), Corporate Governance in Transitional Economies, EDI Development Studies, Washington DC, 59-95.

Berglof, E. and P. Bolton (2002), The Great Divide and Beyond. Financial Architecture in Transition, Journal of Economic Perspectives, 16 (1), 77-100.

Bokros, L. (2000), Perspectives on Financial Sector Development in Central and Eastern Europe, Paper presented at the Conference on „Financial Development in Eastern Europe: the First Ten Years", organized by the Commerzbank Chair on Money and Finance, TU Chemnitz, Klaffenbach/Chemnitz, Februar 2000.

Borish, M.; M.L. Long and M. Noel (1995), Restructuring Banks and Enterprises, Recent Lessons from Transition Countries, World Bank Discussion Papers No. 279, Washington DC.

Breuer, W. (1995), Finanzintermediation und Reputationseffekte, Kredit und Kapital, 28 (4), 516-534.

Brixi, H. P. H. Ghanem and R. Islam (1999), Fiscal Adjustment and Contingent Government Liabilities: Case Studies of the Czech Republic and Macedonia, World Bank Policy Research Paper (WPS) No. 2177, Washington, D.C.

Buch, C. (1996), Opening up for Foreign Banks – Why Central and Eastern Europe Can Benefit -, Kiel Working Paper No. 763, The Kiel Institute of World Economics.

Caprio, G. and D. Klingebiel (1996a), Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking?, Paper prepared for the World Bank's Annual Bank Conference on Development Economics, Washington, DC.

Caprio, G. and D. Klingebiel (1996b), Bank Insolvencies – Cross Country Experience, World Bank Policy Research Paper No. 1620, Washington DC.

Cottarelli, C., G. Dell'Ariccia and I. Vladkova-Holler (2005), Early birds, late risers and sleeping beauties: Bank credit growth to the private sector in Central and Eastern Europe and in the Balkans, in: Journal of Banking and Finance, 29, 83 – 104.

De Haas, R. and I. van Lelyveld (2003), Foreign Banks and Credit Stability in Central and Eastern Europe: A Panel Data Analysis, 109, Netherlands Central Bank.

Dembinski, P.W. (1988), Quantity versus Allocation of Money: Monetary Problems of the Centrally Planned Economies Reconsidered, Kyklos, 41 (2), 281-300.

Dewatripont, M. and J. Tirole (1996), The Prudential Regulation of Banks, Cambridge and London.

Diamond, D.W. (1984), Financial Intermediation as Delegated Monitoring, Review of Economic Studies, 51, 393-414.

EBRD (1995), Transition Report – Investment and enterprise development, London.

EBRD (1998), Transition Report – Financial sector in transition, London.

EZB (2004), Die Geldpolitik der EZB, Frankfurt am Main.

Feldenkirchen, W. (1982), Kölner Banken und die Entwicklung des Ruhrgebiets, Zeitschrift für Unternehmensgeschichte, 81-106.

Fries, S.M. and T.D. Lane (1994), Financial and Enterprise Restructuring in Emerging Market Economies, IMF-Working Paper, Washington DC.

Gertler, M. and A. Rose (1994), Finance, public policy and growth, in: Caprio, G.; Atiyas, J. and J.A. Hanson (eds.), Financial reform, Theory and experience, Cambridge, 13-48.

Giannetti, M. und S. Ongena (2005), Financial Integration and Entrepreneurial Activity – Evidence from Foreign Bank Entry in Emerging Markets, ECB Working Paper No. 498, June.

Grigorian, D.A. and V. Manole (2002), Determinants of Commercial Bank Performance in Transition. An Application of Data Envelopment Analysis, IMF Working Paper, WP/02/146, Washington D.C.

Hellmann, T. and K. Murdock (1995), Financial Sector Development Policy: The Importance of Reputational Capital and Governance, Stanford University Research Paper No. 1361, Stanford.

Jaffee, D.M. and T. Russell (1976), Imperfect Information and Credit Rationing, in: Quarterly Journal of Economics, 90, 651 – 666.

Johnston, B.R. and C. Pazabasiogly (1995), Linkages Between Financial Variables, Financial Sector Reform and Economic Growth and Efficiency, IMF Working Paper WP/95/103, Washington D.C.

Keren, M. and G. Ofer, 2002, Globalization and the Role of Foreign Banks in Economies in Transition, mimeo, http.//eaces.gelso.unitn.it/Eaces/work/Papers/Globalization%20and%20the%20Role.pdf.

Leland, H.E. and D.H. Pyle (1977), Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation, The Journal of Finance, 32, 371-386.

McKinnon, R.I. (1973), Money and Capital in Economic Development, Washington DC.

Mehl, A. and A. Winkler (2003), The finance-growth nexus and financial sector environment: new evidence from Southeast Europe, paper presented at the 9th Dubrovnik Economic Conference on "Banking and the Financial Sector in Transition and Emerging Market Economies", http://www.hnb.hr/dub-konf/9-konferencija-radovi/mehl-winkler.pdf.

Mehl, A. and A. Winkler (2004), Financial sector and economic development: evidence from Southeast Europe, in: Matthäus-Maier, I. and J.D. Von Pischke (eds.), The Development of the Financial Sector in Southeast Europe, Innovative Approaches in a Volatile Environment, Heidelberg et. al., 11-41.

OECD (1997), Economic Surveys, Russian Federation 1996 - 97, Paris

Shaw, E.S. (1973), Financial Deepening in Economic Development, New York, London, Toronto.

Stiglitz, J.E. and A. Weiss (1981), Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, in: American Economic Review, 81, 393 – 410.

Stützel, W. (1964), Bankpolitik heute und morgen, Frankfurt a.M.

Tang, H., E. Zoli and I. Klytchnikova (2000), Banking Crises in Transition Countries : Fiscal Costs and Related Issues, World Bank Policy Research Paper (WPS) No. 2484, Washington, D.C.

Terberger, E. (1987), Der Kreditvertrag als Instrument zur Lösung von Anreizproblemen: Fremdfinanzierung als principal/agent-Beziehung, Heidelberg.

Thimann, C. (ed.), Financial Sectors in EU Accession Countries, European Central Bank, Frankfurt am Main.

The Department of the Treasury (1991), Modernizing the Financial System, Washington D.C.

Van Wijnbergen, S. (1993), Enterprise reform in Eastern Europe, in: The Economics of Transition, 1 (1), 21-38.

Winkler, A. (2001), Zehn Jahre Bankensystementwicklung in Mittel- und Osteuropa: Die Bedeutung von Eigenkapital und Reputation, in: Caesar, R. und F. Heinemann (Hrsg.), EU-Osterweiterung und Finanzmärkte, Baden-Baden 2001, 183-200.

World Bank (1993), Russia - The Banking System in Transition, Washington D.C.

PUBLICLY OWNED BANKS IN THE DEVELOPMENT PROCESS[1]

Anne-Marie Gulde and Holger Wolf

A. Introduction

The role of the state in the financial system of low-income economies has long been controversially debated. While proponents emphasize the potential for state-owned commercial banks to accelerate the development process, critics point to the potential for resource misallocation and an enhanced risk for (and costs of) financial crisis. In the 1950s and 1960s, the first view dominated as part of an overall positive view of government control over the commanding heights of the economy permitting the optimal allocation of scarce resources[2], supported by such luminaries as Gerschenkron (1962), Lewis (1955) and Myrdal (1968). This trust in the allocative skills of governments rather than markets shaped the early debate on the need for and role of international and regional development banks, by 1970 governments played a dominant role in the banking sector of many developing countries, and a smaller but still significant role in developed economies [La Porta, López-de-Silances and Shleifer (2002); IADB (2004); Micco, Panizza and Yañex (2004)].

Experience tarnished the initial optimism. While public banks were credited with accelerating the development process in some countries, other economies had more mixed experiences. Support of inefficient state-owned enterprises, allegations of corruption and apparently politically motivated lending decisions drew adverse publicity. A number of recent analyses have taken a more skeptical view on public bank ownership, arguing that many of the stated objectives could be achieved more cost-effectively through a well regulated and supervised primarily privately owned commercial banking sector. Thus Megginson [(2004), p. 8] concludes that "*the weight of the empirical evidence now clearly suggests that state ownership of commercial banks yields few benefits, yet is associated with many negative economic outcomes. Whatever the motivations once were for launching state-owned banks, this experiment in state planning must now be considered a systemic failure.*" These changing views found their reflection in policy; the 1980s and notably the 1990s witnessed extensive bank privatization [Andrews (2004); Megginson (2004)].

In this paper, we review the main trends of the evolving debate. Our focus is specifically on publicly owned commercial banks in market economies. Two related literature that we do not

---

[1] We thank Michael Frenkel for motivating the paper. The views expressed in this paper are the personal views of the authors and should not be ascribed to the International Monetary Fund.

[2] As Shleifer (1998) notes, the state-development view has long antecedents, including Hawtrey (1926) arguing for state control of "key" sectors.

cover consider the role of publicly owned development banks [Bruck (1998)] and publicly owned micro-finance institutions. Following a brief conceptual section, we begin with a review of the theoretical arguments in favor and against public ownership of commercial banks. The section concludes with a set of testable hypothesis, which we then assess based on the growing empirical evidence.

B. Public Control of Commercial Banks: History, Stylized Facts

State-owned or influenced financial institutions look back on a long history. Indeed, some of the oldest surviving banks can trace their origin back to a significant public (state and local) involvement, sometimes taking the form of direct ownership stakes, sometimes of more indirect support. Publicly owned or influenced banks also played an important role in the industrial revolution and subsequent growth in many economies [Cameron (1961); Gerschenkron (1962); Armedáriz de Aghion (1999)].

The high point of publicly owned commercial banks in a narrower technical sense however dates to the early second half of the twentieth century, reflecting a mix of economic, political and historical considerations. For countries gaining independence in the postwar era, the creation of a domestically-owned banking system allowed redressing the perceived preference given by colonial financial systems to the needs of the expatriate community and external trade. The desire for a domestically owned and focused financial system co-mingled with the prevalent development view advocating state control over key sectors to favor a substantial public role in the banking sector, achieved either through directed lending or outright public ownership. By 1970, publicly owned commercial banks played a major role in many developing economies (Table 1).

Some caution however must be used in comparing such figures across countries from the viewpoint of the overall direct government involvement in the financial system, as any particular measure may not capture the full picture. A number of caveats arise. Most importantly, what ultimately matters is behavior not ownership. If publicly owned banks pursue the same business strategies and are as efficient as their privately owned counterparts, the fact of public ownership is of little relevance from a developmental perspective. Second, the government can influence lending behavior through different measures, such as directed lending for privately owned banks; in this case, a simple metric such as the public ownership share does not provide a useful indicator of relative state involvement in credit allocation. Third, the type of public banks may have important implications for their effects. The spectrum here ranging from purely local banks engaged in small-scale lending, to postal savings bank primarily collecting savings (which may in turn be deposited in commercial banks) to large public banks engaged in both deposit taking and lending.

Table1: *Public Ownership Shares in Top Ten Banks (Share of Assets Owned/Controlled by Government)*

Legal Origin	Median Government Ownership Share 1970	Median Government Ownership Share 1995	Average Government Ownership Share 1970	Average Government Ownership Share 1995	Average Excluding Development Banks 1995
English	20.89	12.33	34.53	28.16	26.68
French	70.44	35.79	65.37	45.45	39.91
German	51.17	30.89	43.59	33.67	31.78
Scandinavian	32.06	30.65	43.44	35.54	35.04
Full Sample	53.00	29.99	52.72	38.54	34.86

Source: La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer [(2002), p. 274]. Socialist countries excluded in full sample.

The 1960s constituted the high point of public bank ownership. As experience with the banks illustrated both success and drawbacks, and as the notion of governments controlling the commanding heights of the economy gave way to more modest development agendas, publicly owned commercial banks gradually began to lose popularity. In response to perceived shortcomings, including susceptibility to corruption and political influence, the 1980s and notably the 1990s witnessed a shift towards privatizing public banks. The share of publicly owned commercial banks fell sharply, though it remains very significant [Table 1, IADB (2004); Levy-Yeyati et al. (2004)].

Today, the importance of public banks differs sharply across countries. Based on data on 92 countries, La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer [(2002), p. 265] conclude that public banks play a particularly pronounced role in "*countries with low levels of per capita income, backward financial systems, interventionist and inefficient governments, and poor protection of property rights*", a finding supported by other studies [Barth, Caprio and Levine (1999 and 2004); Levy-Yeyati, Micco and Panizza (2004)].

C. The Merits of Publicly Owned Banks: Conceptual Views[3]

The continuing important role played by publicly owned banks in many developing and emerging economies motivates an extensive debate on their (de)merits. The following sections briefly summarize the evolving core arguments on both sides of the debate.

[3] Excellent discussions are provided in La Porta, López-de-Silanes, Shleifer (2002), Levy-Yeyati, Micco and Panizza (2004), Megginson (2004) and IADB (2004, chapter 11), inter alia.

The Case in Favor I: Social versus Private Returns

In the original “commanding heights” view of the development process, public ownership of banks was desirable to allow resource allocation to the areas with the highest social rather than private returns. The initial case in favor thus rests on the existence of sizable positive externalities that could not be reaped by a private lender, resulting in an inefficient resource allocation that could be overcome by public banks. The argument implicitly suggests that public ownership provides the most efficient mechanism for overcoming the externality (compared to, for example, fiscal incentives allowing private commercial banks to capture the externality); an assumption that was later to come under criticism. Importantly from an empirical perspective, the argument implies that a lower average profitability of public relative to privately owned commercial banks does not constitute a valid argument against public ownership, as the relevant comparison is the (much harder to observe) social return of loans made by public banks.

The Case in Favor II: Public Bank Ownership as a Jump Start Mechanism

The commanding heights literature focuses on the ability of the state to discern the sectors with the highest social returns, and to foresee and forestall bottlenecks in the development process. A related but separate argument focuses on the development impact of the financial sector itself. A sizable literature establishes a robust bi-directional link between financial and real economic development [Levine (1997); World Bank (2001)]. Yet many economies appear unable to benefit from the positive feedback loops, remaining stuck in a low-income-low financial depth-low growth equilibrium.

The mere coincidence of low financial and real development of course does not suffice to establish a case for beneficial intervention. Low financial depth may simply reflect limited demand for financial services in low income economies, in which case public bank ownership will have little positive effect. A potentially stronger case arises if the demand or the supply of financial services is restrained by institutional, legal or structural features – such as the legal system [La Porta et al. (1997 and 1998)], social capital [Guiso et al. (2000)] - leading to a socially sub-optimal level of financial depth. To the extent that public bank ownership would allow these obstacles to be overcome, the banking sector may itself become a strategic sector and bottleneck deserving public involvement. Of course, even if this argument is accepted, a separate question arises as to whether such involvement best takes the form of direct state ownership of banks (such as the creation of postal savings banks expanding the pool of savings available for lending) or of indirect intervention through incentives.

The Case in Favor III: Overcoming Information Problems

Beginning in the 1970s, the argument in favor of direct public ownership shifted from the macro-economic development level – emphasizing government's ability to co-ordinate across sectors to avoid bottlenecks and select the most appropriate sectors for growth – to micro-economic arguments deriving from the information economics literature [Atkinson and Stiglitz (1980)]. Public banks under this view are thought to be less subject to information problems, be it because their lending decisions do not suffer from some of the problems plaguing private banks (notably excessive risk taking) or because they have lower monitoring and enforcement costs due to their legal status. Public ownership under this view is associated with more efficient credit decision, notably reduced credit rationing for smaller enterprises.

The micro-arguments raise the burden of proof; necessitating the identification of specific moral hazard/adverse selection problems that could be best overcome through public bank ownership rather than other intervention, notably on the regulatory and supervisory levels. Theory raises the hurdle quite high: under quite general conditions, the government can contract with the private sector to provide the services under question efficiently. As a practical matter, however, one may question whether for the group of countries under consideration, generally suffering from legal system problems, the optimal contracting option provides a realistic alternative.

The Case in Favor IV: Overcoming Macro-Level Information and Institutional Problems

Most modern analyses of financial system problems focus on the adverse selection and moral hazard problems arising on the level of lending and borrowing decisions between individual agents. A related but separate argument [Gerschenkron (1962)] focuses on the lack of societal trust in the financial system per se. If savers do not trust private banks to safeguard their savings, financial sector development may be severely constrained, and the development process impaired. To the extent that governments are not able to directly tackle the problems causing the low trust in private banks, and that savers perceive state-owned banks as being safer, public banks can deepen the financial system and allow the industrialization process to commence.[4]

The Case in Favor V: Access

Private banks may not find it in their interests to serve remote rural areas. By stepping in, public owned banks allow the economy to tap the savings of these areas, thus contributing to overall financial depth, at the cost of maintaining an expensive branch network. Again, it is

---

[4] Andrianova, Demetriades and Shortland (2003) explore the decision problem faced by private depositors facing more efficient but possibly opportunistic private banks and less efficient public banks.

implicitly assumed here that direct provision of the service by the government is more effective than contracting the private sector to provide the service. For many poorer countries this assumption seems quite valid, as the government, in the form of the typically pre-existing postal office network, already has a branch network in place that can assume an additional function as a postal savings bank.

The Case in Favor VI: Smoothing Access to Lending

Building on the first argument, maintaining access to credit in the case of adverse aggregate, notably external, shocks creates positive externalities in terms of overall financial and economic stability, a benefit that can be reaped to the extent that lending by publicly-owned banks is less procyclical than lending by private banks.[5]

The Case in Favor VII: Financial Stability

Directly related to the Gerschenkronian argument – though not central to his case – is the potential effect of public bank ownership on banking system stability. To the extent that depositors perceive funds held in publicly owned banks to be safer (reflecting an explicit or expected bailout in case of crisis, or a reduced incentive for excess risk taking) the susceptibility of the financial sector to destabilizing speculative attacks is reduced.

The Case in Favor: Summary

The case in favor of public involvement in the banking sector rests on multiple pillars. Public involvement (a) may facilitate allocating resources to the sectors with the highest social returns; (b) may reduce some of the moral hazard and adverse selection problems plaguing private financial transactions; (c) may accelerate financial and thereby real development through positive feedback effects, (d) may reduce aggregate volatility and (e) may reduce the likelihood and cost of financial crisis. The core question to be asked is whether public ownership is the best way of achieving these objectives, compared to alternative avenues, be they improvements in the regulatory and supervisory systems, contracting private banks or others. The last decades have witnessed a shift towards favoring steps directly targeted at easing some of the legal, infrastructural and informational obstacles relative to state ownership of banks.

---

[5] Applying the same prudential regulations to state banks may weaken this argument.

D. The Demerits of Publicly Owned Banks: Conceptual Views

The case against public ownership in many respects mirrors the favorable argument. At its core, it is not a case against the theoretical proposition that public ownership can have positive effects on allocation, financial development, growth and stability. Rather, it is based on three core propositions. First, that in practice, the benefits are often smaller than anticipated. Second, that public ownership itself may come with negative side effects at least partially offsetting their benefits. Third, as already alluded to, that public ownership is often second best relative to other interventions, notably regulation and supervision.

The Case Against I: Political Economy

The original externality argument for public ownership of banks rested on the notion that governments enjoying the perspective of the commanding heights would be able to use public banks to allocate funds to the projects with the highest social returns, even if those projects had below average private returns. A more skeptical view argues that governments may instead use its control to allocate funds to favored political projects, which may have below average social returns.[6]

The Case Against II: Crowding Out

One of the arguments in favor of public ownership holds that public banks can stimulate private financial development, which, in turn, is positively associated with broader economic development. Yet the effect may also go in the opposite direction. In many areas of financial activity, fixed costs create market threshold effects deterring entry. To the extent that public banks reduce the market available to private competitors, they may act as a brake on private financial deepening. The effect is aggravated to the extent that public banks, by virtue of a perceived or explicit state guarantee on deposits or through favorable tax treatment have lower funding costs and can translate the advantage of a large low cost deposit base into a competitive advantage in lending to prime borrowers. Finally, building on the political economy arguments [La Porta, López-de-Silanes, Shleifer (2002)], public banks may emerge as important lobbying forces against future deregulation and liberalization of financial services [Rajan and Zingales (2003)].[7]

---

[6] La Porta, López-de-Silanes, Shleifer (2002) provide a discussion.

[7] A related issue concerns any effect public bank ownership may have on entry decisions of foreign banks. The role of foreign owned banks in financial and real development is itself the subject of lively inquiry.

The Case Against III: Greater Likelihood of Crisis

To the extent that public banks indeed allocate funds based on political rather than economic criteria, their average credit quality is lower. The net effect on the likelihood of crisis is then ambiguous, depending on the tradeoff between a greater perceived safety of deposits in public banks and a poorer average credit quality. The adverse effect may be enhanced to the extent that feared losses in the public banking system influences policy choices in other areas – in particular interest and exchange rate policy and supervisory and regulatory policy.

The Case Against: Summary

The case against public ownership of banks rests on similar pillars as the case in favor, albeit with reversed assumed effects. Public banks (a) may misallocate resources to the sectors with the greatest political clout rather than the highest social returns (b) may deter private financial deepening and thereby hamper economic growth and (c) may - by accumulating bad credits - increase the likelihood and cost of financial crisis.

E. Tradeoffs and Testable Hypothesis

The preceding discussion highlighted the tradeoffs identified in the literature on public bank ownership. State control over lending decisions can, in principle, overcome co-ordination problems faced by private lenders and internalize positive externalities, thereby accelerating the development process. Yet the incentives created by a publicly owned banking system in which the taxpayer is the ultimate equity holder may counteract these positive effects. Specifically; if publicly owned banks become part of the partisan political process, or if safeguards against graft and corruption are insufficient, lending decisions may not in fact reflect social objectives.

A similar tradeoff arises in regard to the effect of public bank ownership on financial development. On the positive side, public ownership may lower some barriers. Avenues here are numerous: creating postal banks is often a cost effective way of extending access; while a perceived or de jure deposit insurance for public banks may enhance savings available for investment. Yet public ownership may also create de facto or even de jure monopoly positions, perhaps defended vigorously through politically well-connected insiders, deterring private sector entry.

Similar tradeoffs hold in the area of financial stability. The perception of state guarantees for public banks may deter some types of financial runs. Yet if credit quality of publicly owned banks is comparatively poor, runs may become more likely; furthermore, concern about bad debt in public sector banks may constrain the development and vigorous application of supervisory and regulatory standards. Indeed, the fear of triggering or having to realize losses

in the public banking system may influence interest rate and exchange rate policies in the case of mismatches to the detriment of the economy as a whole. To structure the debate, it may be useful to condense arguments into a set of competing hypothesis:

H1: A greater share of public banks enhances/deters private financial development

H2: A greater share of public banks enhances/reduces the average social return on invested savings

H3: A greater share of public banks reduces/leaves unchanged the cyclicality of lending.

H4: A greater share of public banks increases/reduces the likelihood and cost of financial crisis.

These hypotheses are in principle amenable to empirical testing, though to do so researchers must overcome substantial methodological and empirical hurdles. In the next section we turn to a review of the existing work.

F. Empirics

A sizable literature explores the correlation between economic and political features and public bank ownership, as well as behavioral features of public banks. A number of results appear to be reasonably robust across data samples and studies:

- For developing countries, the public bank share tends to be higher in countries with lower income per capita and lower financial depth. For industrialized countries, these links are considerably weaker.
- The public bank share tends to be higher in countries with poorer property rights, poorer governance and a higher general direct involvement of the state in the economy.
- Public banks tend to pay lower deposit rates
- Public banks tend to charge lower loan rates
- Based on standard metrics, public banks tend to be less efficient, reflecting lower interest margins, higher costs and a higher incidence of non-performing loans.[8]

[8] Germany appears to be an exception. Altunbas, Evans and Molyneux (2001) “find little to suggest that privately owned banks are more efficient than their mutual and public sector counterparts in the German banking market.”

1. Public Banks and Financial Development

On a contemporaneous level, the evidence for developing countries strongly establishes a negative link between the share of the banking system controlled by the government and the overall level of financial development proxied by the private credit share in GDP.[9] The link appears to be much weaker for industrialized countries. From a development perspective, the more interesting question is the link between a higher current public ownership share and future financial development. La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (2002) relate the public banking share at a starting point to subsequent financial development, measured as the change in private credit. They detect a significant negative link, and also find a negative association between public ownership and firm access to credit. Levy-Yeyati, Micco and Panizza [(2004), p. 19] confirm the negative link between the initial government share in banking and subsequent financial development, controlling for both initial GDP per capita and initial financial development.[10]

The link is open to two interpretations. First, it may reflect the deterrent effect emphasized by critics of public ownership: to the extent that public banks maintain and defend de facto monopoly positions or reduce the size of the market available for private firms; they may deter both entry and subsequent growth of private banks. Second, it could reflect third factors associated both with a low initial share of private banks (and hence a higher share of public banks) and sluggish financial development. Such factors may include low trust in private finance associated with poorly developed property rights and shortcomings in the rule of law. Levy-Yeyati, Micco and Panizza (2004) take a stab at the issue by proxying for overall public involvement in the economy. They find the coefficient on the public bank share to become smaller and insignificant, but to remain negative.[11]

On balance, it appears difficult to establish a robust conditional cross-country linkage in either direction. Levy-Yeyati, Micco and Panizza [(2004), p. 20] conclude that "*the evidence that the prevalence of state ownership in the banking sector conspires against its ultimate development appears to be weaker than hinted by previous studies*" while IADB [(2004), p. 159] concludes that a "*balanced reading of these results would indicate that public banks, at best, do not play much of a role in the development of their private counterparts*".[12]

---

[9] Barth, Caprio and Levine (2001,2002), Levy-Yeyati, Micco and Panizza (2004). There is however some evidence that the link is sensitive to controlling for regulation and supervision (Barth, Caprio and Levine 2003).

[10] See also IADB [(2004), p. 158-160].

[11] Levy-Yeyati, Micco and Panizza (2004) also find that looking at shorter time periods reduces the significance of the negative link between public ownership and subsequent financial development.

[12] As a potential qualifier, we did not find comprehensive cross-country evidence on the potential effect of public bank ownership on rural/remote area access to the formal financial system.

2. Public Banks and Economic Growth

Does public bank ownership affect economic growth, and if so, through what channels? The results of the preceding section suggest that the most direct channel – operating through financial deepening supported by public banks – seems unable to carry much weight in a robust cross-country perspective, though it may of course be important for individual countries.

Even if public ownership of banks does not affect overall credit availability; it may still exert an effect through the returns on investment projects financed by public relative to private banks. Under the "commanding heights" view the effect would be positive: while public banks may capture sub par returns on their lending, their supported projects would have above average social returns. In contrast, if the more skeptical political view is more accurate, returns to public lending are lower than returns to private lending, with no redeeming offset. Including a public bank ownership proxy in a regression framework would pick up this positive or negative effect. Pursuing this approach, La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer [(2002), p. 267] conclude that *"higher government ownership of banks is associated with … lower economic growth, and, in particular, lower growth of productivity"*.[13]

As they note, the finding is of course subject to important caveats. In particular, as noted before, countries with high public bank ownership stakes also tend to suffer from weak institutions, poor property rights and shortcomings in the rule of law; all features likely to be associated with both low private financial activity (and hence a high public bank share) and low overall economic dynamism. It is thus possible that the public bank ownership measure proxies for these other growth obstacles. La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (2002) attempt to control for this feature by including other intervention measures. While declining, the coefficient on the public bank share remains important.

Levy-Yeyati, Micco and Panizza (2004) report similar results. Including both credit growth and the government share in the growth regression, they find a negative effect even controlling for credit growth. They also find that a greater public share reduces the beneficial growth effect of financial development, consistent with a less efficient allocative role. Galindo and Micco (2004) examine the issue from a different perspective, inquiring whether public banks concentrate lending to those sectors one might expect to be least well served by private banks – sectors particular in need of credit and sectors lacking collateral. They do not find support for the hypothesis, finding private banks to be more efficient in both tasks.

Both La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (2002) and Levy-Yeyati, Micco and Panizza (2004) find the negative effect of state bank ownership on economic growth to be strongest

---

[13] See also Sapienza (2004) on the case of Italy.

for developing countries with low levels of financial development, perhaps because countries at higher levels of general economic development also have developed mechanism to deal with the potential negative side effects of public bank ownership.

Megginson's (2004) review of bank privatizations throws a different light on the issue. He concludes that "the record on bank privatization in non-transition developing countries is much more mixed. In general, privatization improves bank performance, but this usually occurs only after painful trial and error and when a majority (preferably all) of the bank's shares are sold to a strategic (preferably foreign) investor via an asset sale". This experience of difficulties in reaping gains from transferring ownership from the public sector is notably not shared by OECD countries with better governance and well-established traditions of the rule of law. The results of privatization studies thus match those of other approaches in suggesting that in evaluating public banks the broader institutional framework must be considered.

3. Public Banks and Credit Smoothing

Proponents of public banking point to the ability of public banks to continue or even expand credit provision in the face of external shocks; thus smoothing overall loan availability. Studies of bank behavior provide some support [Levy-Yeyati, Micco and Panizza (2004); Micco and Panizza (2004)]. The lower pro-cyclicality may reflect a conscious decision to internalize the externalities of a more stable aggregate financial environment; a decision by depositors to move their deposits to public banks during unstable period if these are viewed as more safe, allowing an expansion of credit; or simple inactivity. Micco and Panizza (2004) examine the support for the "deliberate policy" versus "inactivity" explanation by contrasting the cyclicality of credit- and non-credit activities of public banks. They interpret their finding – reduced pro-cyclicality for lending, but not for other activities – as consistent with deliberate smoothing of credit availability.

4. Public Banks and Banking Crisis

The effect of public bank ownership on the likelihood and cost of crisis is ambiguous. Public bank ownership may increase the likelihood and/or cost of crisis if the average loan quality of public banks is lower or if a desire to postpone the fiscal costs of public sector banking crises distorts policies in other areas, notably interest and exchange rate policy. On the other hand, a higher perceived safety of deposits in public banks may deter some types of instability; while any positive difference between the social and the private return, while not captured by the public lender, will contribute to overall economic performance, reducing the likelihood of crisis.

The evidence on these points is relatively scarce, reflecting the multitude of problems typically plaguing countries experiencing banking crisis.[14] A number of studies[15] point to a somewhat higher share of non-performing loans in public banks as well as lower average profitability. The effect of the latter on financial stability is however less clear and depends on whether lower private returns are offset by positive externalities or reflect lending decisions influenced by political considerations.

Empirical work [Barth, Caprio and Levine (1999), La Porta et al (2002)] suggests a weak positive association between crisis and public bank ownership. Two caveats arise. First, it is not trivial to decide whether the link is causal, or reflects third factors influencing both public ownership and the likelihood of financial stability, such as poorly defined property rights or regulatory and supervisory systems. Second, if factors driving financial crisis are persistent; and if nationalization of troubled banks is a frequent policy choice; a spurious relation between (repeat) financial crisis and public bank ownership may arise over time.

G. Conclusion

That the special characteristics of banking merit government involvement is a widely, though not universally shared view. The precise form such involvement should take is however open to debate. On the specific issue of public ownership of banks, the pendulum of opinion has swung substantially. While many influential development economists in the 1950s and 1960s regarded public banks as a development accelerant, recent views tend to take a less optimistic outlook. The changing views have been reflected in policy; whereas the 1950s and 1960s witnessed rapid growth in public banks, the 1980s and in particular the 1990s saw their ranks reduced again through privatization.

Recent cross-country studies have shed more light on the long standing debate. For developing countries, this literature yields a mixed picture. There is little evidence suggesting that greater public ownership of banks is robustly associated with faster financial or real development, indeed, the evidence if anything points in the opposite direction, albeit with significant interpretation caveats. There is some evidence that public banks stabilize credit. The evidence also points to a positive association between banking crisis and public ownership, though again substantial interpretative caveats apply.

On the whole, the evidence on the case in favor of public banks is thus rather weak. However, the set of empirical studies examining this link have to grapple with important caveats. Most importantly, the group of countries characterized by high initial public banking shares

---

[14] See Levy-Yeyati et al. (2004), Demirgüc-Kunt and Detragiache (2002) and IADB (2004).

and low subsequent financial and real development typically suffers from a variety of institutional and other factors constraining growth, making it difficult to isolate the effect of public banks. The econometric studies address the issue by adding controls – in many cases leading to reduced significance but unchanged sign of the coefficient on public banks. It is perhaps noteworthy in this respect that the negative effects on financial and real development of public bank ownership are much less pronounced for industrialized countries in which the other growth constraints are arguably less pronounced.

The cross-country regression methodology has yielded important insights. Yet, the rather negative aggregate evidence notwithstanding, there are well-documented cases of successful public banks. Looking forward, the highest payoff may thus come from identifying the institutional settings in which public ownership generates a positive cost benefit tradeoff even in the presence of other growth constraints. The growing literature examining this question identifies the isolation of banks from political pressure (including both legal measures and the selection of management and oversight bodies); clear mandates restricting activities to socially desirable areas; clearly specified performance criteria with regular assessment; and adherence to international standards as part of the answer.

---

[15] Barth, Caprio and Levine (2002), IADB [(2004), p. 148], Levy-Yeyati, Micco and Panizza (2004), Micco, Panizza and Yañez (2004).

References

Acemoglu, D., S. Johnson and J. Robinson, 2001, The Colonial Origins of Comparative Development; American Economic Review; 91: 1369-1401.

Altunbas, Yener, Lynne Evans and Philip Molyneux, 2001, "Bank Ownership and Efficiency", Journal of Money, Credit and Banking, 33: 3: 926-54.

Andrews, Michael, 2004, State Owned Banks, Stability, Privatization and Growth; Mimeo, IMF.

Andrianova, Svetlana, Panicos Demetriades and Anja Shortland, 2003, Government Ownership of Banks, Institutions, and Financial Development; Mimeo, Department of Economics, University of Leicester.

Armendáriz de Aghion, B., 1999, "Development Banking", Journal of Development Banking, 58: 83-100.

Atkinson, Anthony and Joseph Stiglitz, 1980, Lectures on Public Economics, London, McGraw Hill.

Barth, James, Gerard Caprio and Ross Levine, 2000, Banking Systems Around the World, World Bank Working Paper No. 2325.

Barth, James, Gerard Caprio and Ross Levine, 2004, "Bank Supervision and Regulation: What Works Best?"; Journal of Financial Intermediation, 13: 2: 205-248.

Beck, Thorsten, Asli Demirgüc-Kunt and Ross Levine, 2001, Financial Structure and Economic growth, Cambridge, MIT Press.

Beck, Thorsten, Asli Demirgüc-Kunt and Ross Levine, 2003, "Law, Endowments and Finance", Journal of Financial Economics, 70: 2: 137-81.

Beck, Thorsten, Ross Levine and Norman Loayza, 2000; Finance and the Sources of Growth; Journal of Financial Economics 58, pp. 261-300.

Beck, Thorsten and Patrick Honohan, 2004, The Development Assessment, Mimeo.

Birdsall, Nancy and Liliana Rojas-Suarez, eds. 2004; Financing Development; Washington, Center for Global Development.

Bruck, N., 1999, "The Role of Development Banks in the Twenty-First Century", Journal of Emerging Markets, 3:39-67.

Burgess, Robin and Rohini Pande, 2004, "Do Rural banks Matter?"; CEPR Discussion Paper No. 4211.

Cameron, Rondo, 1961, France and the Economic Development of Europe 1800-1914, Princeton, Princeton University Press.

Claessens, Stijn and Luc Laeven, 2003, "Financial Development, Property Rights and Growth", Journal of Finance, 58: 6: 2401-2436.

Collier, Paul and David Dollar, 1999, "Aid Allocation and Poverty Reduction"; World Bank Working Paper No. 2041.

Demirgüc-Kunt, Asli, Luc Laeven and Ross Levine, 2004, "The Impact of Bank Regulations, Concentration, and Institutions on Bank Margins, Journal of Money, Banking and Credit, 36: 3/2: 593-622.

Demirgüc-Kunt, Asli and Ross Levine (eds) 2001, Financial Structure and Economic Growth; Cambridge, MIT Press.

Demirgüc-Kunt, A. and V. Maksimovic, 1998, Law, Finance and Growth, Journal of Finance, 53: 2107-2138.

Diaz-Alejandro, Carlos, 1985; "Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash"; Journal of Development Economics; 19, September/October, 1-24.

Easterly, William, 2001; The Elusive Quest for Growth; Cambridge, MA, MIT Press.

Galindo, Arturo and Alejandro Micco, 2004, "Do State Owned banks Promote Growth?"; Economics Letters, Vol. 84, Issue 3, September, pp. 371-76.

Gerschenkron (1962), Economic Backwardness in Historical Perspective, Cambridge, Harvard University Press.

Guiso, L., P. Sapienza and L. Zingales, 2000, The Role of Social Capital in Financial Development; NBER Working Paper No. 7563.

Hawtrey, Ralph, 1926, The Economic Problem, London, Longmans, Green and Co.

Hufbauer, Gary, 2004; "Comment"; in Birdsall, Nancy and Liliana Rojas-Suarez, 2004; eds. Financing Development; Washington, Center for Global Development, p.96-100.

Inter-American Development Bank, 2004.,Unlocking Credit: The Quest for Deep and Stable Bank Lending, Report on Economic and Social Progress in Latin America

King, R. and R. Levine, 1993, Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right; The Quarterly Journal of Economics, 108: 681-737.

La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silances, Andrei Shleifer and Robert Vishny, 1998, "Law and Finance", Journal of Political Economy, 106: 1113-1155.

La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silances and Andrei Shleifer, 2002, "Government Ownership of Commercial Banks", Journal of Finance, 57: 265-301.

Levine, Ross, 1997, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", Journal of Economic Literature, 35: 688-726.

Levy-Yeyati, Eduardo, Alejandro Micco and Ugo Panizza, 2004, Should the Government be in the Banking Business?; Mimeo, IADB Research Department, March 28, 2004.

Lewis, Arthur, 1955, The principles of economic Planning, London, G. Allen and Unwin.

McKinnon, Ronald, 1973, Money and Capital in Economic Development; Washington, DC, Brookings.

Megginson, William, 2004, "The Economics of Bank Privatization"; Mimeo, January 21st.

Megginson, William and Jeffrey Netter, 2001, From State to Market, Journal of Economic Perspectives, June.

Micco, Alejandro and Ugo Panizza, undated, "Bank Ownership and Lending Behavior, Mimeo, Research Department, IADB.

Micco, Alejandro, Ugo Panizza and Monica Yañez (2004), "Bank Ownership and Performance", Mimeo, Research Department, IADB.

Rajan, Raghuram and Luigi Zingales, 1998, "Financial Dependence and Growth", American economic Review; 88: 559-586.

Rajan, Raghuram and Luigi Zingales, 2003, The Great Reversals; Journal of Financial Economics, 69: 1: July: 5-50.

Rojas-Suarez, Liliana, 2004; "International Standards for Strengthening Financial Systems"; in Birdsall, Nancy and Liliana Rojas-Suarez, 2004 (eds.); Financing Development; Washington, Center for Global Development, pp. 137-164.

Sandler, Todd, 2004, "Comment"; in Birdsall, Nancy and Liliana Rojas-Suarez, 2004; eds., Financing Development; Washington, Center for Global Development, pp. 123-27.

Sapienza, P., 2004, "The Effects of Government Ownership on Bank Lending"; Journal of Financial Economics, Vol. 72, pp. 357-384.

Shleifer, A. , 1998, "State Versus Private Ownership", Journal of Economic Perspectives 12: 133-150.

THE TRANSFORMATION OF THE BANKING SECTOR AND ECONOMIC GROWTH IN VIETNAM

Hoang-Lan Ha

Abstract:

This paper reviews the transformation of the Vietnamese banking sector and empirically examines the relationship between financial development and economic growth in the country during the 1990s until recently. Owing to fundamental changes undertaken since the economic reform in 1986, a market-oriented financial system was established in Vietnam, undertaking more financial services for the economy. Nevertheless, the country's financial sector remains under-developed with a relatively low level of financial intermediation and a limited capacity in channelling savings to productive investments. This observation, in turn, raises the question of whether the development of the financial sector played any role in the process of economic growth in Vietnam since the reform. Using quarterly data for the period from 1993 to 2002, the cointegration analysis shows that a positive linkage between financial development and economic growth does exist for the case of Vietnam. The transmission channel from financial development to growth, however, is primarily through capital accumulation. This result provides support to the view that financial development may influence growth through different channels in developing versus developed economies.

A. Introduction

In recent years, the empirical growth literature has refocused on the linkage between economic growth and the level of financial development. While this notion was examined empirically to a limited extent in the 1970s, a more sophisticated analysis of the link did not take place until the 1990s. Most studies since the 1990s have been backed by the theoretical observation that the functions performed by the financial system – mobilizing savings, allocating resources, managing risks, monitoring managers and facilitating transactions – are essential not only for capital accumulation but also for technical innovation and ultimately for economic growth. These studies – which use cross-country data – have found a positive association between higher growth and a more developed financial system. The aim of this paper is to examine this link more closely in relation to Vietnam.

Since its economic reform in 1986, Vietnam has enjoyed one of the fastest GDP growth rates and been remarkably successful in reducing poverty. In general, the country's macroeconomic stability with low inflation and acceptable fiscal deficits is considered to have had a positive contribution to the high economic performance. Furthermore, Vietnam's export growth has been remarkable and the country has also been attracting a significant amount of foreign direct investment (FDI). Vietnam's financial sector, though having undergone fundamental changes and development, remains largely underdeveloped and is still far from being a modern market-economy financial system. In fact, a functioning financial sector did not exist in Vietnam until 1989. This observation raises the question of whether the development of the financial sector played any role in the process of economic growth in Vietnam during the 1990s and recent years. An empirical investigation of the finance-growth nexus in Vietnam may provide interesting evidence on the impact of financial development on a country that is in the threshold of its economic improvement.

This paper will be organized as follows. Section 2 provides a brief overview of the economic reform and development in Vietnam. It also gives a short review of the structure, the reform process and key performance features of the country's financial sector. Section 3 empirically estimates and discusses the growth-finance nexus in Vietnam, using quarterly data for the period 1993-2002. Finally, section 4 offers some concluding remarks.

B. An overview of the Vietnamese economy and financial system

1. Economic reform and development

Following the ending of the thirty-year war which unified Vietnam in 1975, the use of central planning as a principle tool of economic management was extended across the entire country. However, it quickly became apparent to Vietnamese policy-makers that central planning was having a disastrous impact on agricultural and industrial performance. By 1979, the economy was in crisis, with a serious decline in per capita food grain availability. By 1980, the food crisis had turned into an agrarian crisis that threatened to become systemic. In 1986, Vietnam registered a 775 percent annual inflation rate and a record budget deficit [Tran (1999)]. The failure of the first and second five-year plans (1976-1980 and 1980-1985) forced Vietnam's leadership to consider alternative approaches, and try to improve its economic performance. Even before the collapse of the communist regimes in Eastern Europe, Vietnam had already begun to implement some economic reforms and had started to make a tentative shift towards a market economy.

The process of economic reform in Vietnam, known as doi moi (meaning renovation, renewal or reform), was officially announced by the Vietnamese Communist Party in its 1986 Sixth Congress. The reform undertaken by Vietnam is of its own design[1], and it has been profound enough in its effects to justify identifying Vietnam as an economy "in transition" (van Arkadie and Mallon, 2003). The initial round of reforms focused on the agricultural sector, where the state encouraged the development of contracts between individual farm households and collective organizations which stipulated that output produced in excess of an agreed quota could be sold in markets. Later in the 1980's decade, the scope of reform widened to encompass industry, finance and government. The common principle underpinning many of these reforms was an emphasis on micro-institutional change. Markets became increasingly accepted as the principle mechanism of resource allocation, and there was, as a consequence, steady erosion of the role of central planning. Among other things, reform enhanced the role of the private sector, while at the same time it vigorously pursued external trade liberalization and internal de-regulation, including changes in agricultural markets, public sector restructuring, and financial sector reform. Moreover, at several critical points in the reform process, the state undertook macroeconomic stabilization.

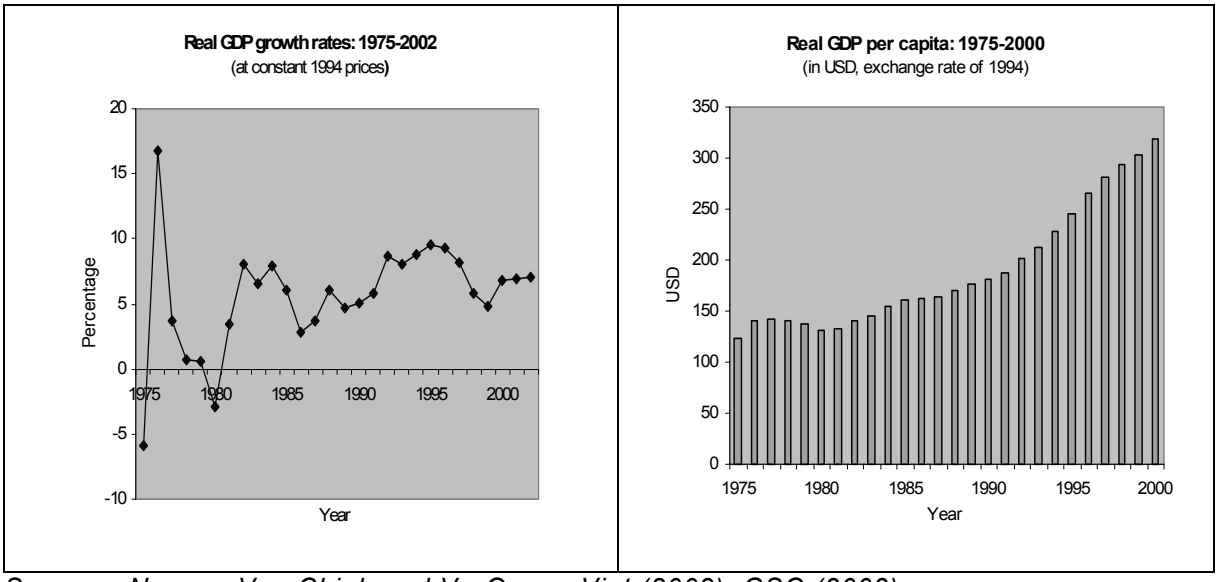
Vietnam's economic performance since the reform has been quite impressive. As shown by Figure 1, annual real GDP growth rates were always above 5 percent level in early 1990s. In fact, during the 1990s, the annual growth rate of GDP was 7.35 percent. The economy

---

[1] Unlike Eastern European countries, Vietnam retains a stated commitment to developing a socialist state under the dominance of the Communist Party.

slowed down slightly in 1998 and 1999, but has been gaining its momentum again since then. The people's living standard has been improving significantly, with per capita income in 2000 almost tripling, compared with that in 1975. As recently as 1993, the World Bank considered 58% of the Vietnamese population to be poor. By 2002, that had fallen to 29%. Indeed, regarding poverty reduction in Vietnam, the World Bank commented that "almost no other country has recorded such a sharp decline in poverty in such a short period of time" [World Bank (1999), p.3].

Figure 1: *Vietnam's GDP growth rates and per capita income, 1975-2002*

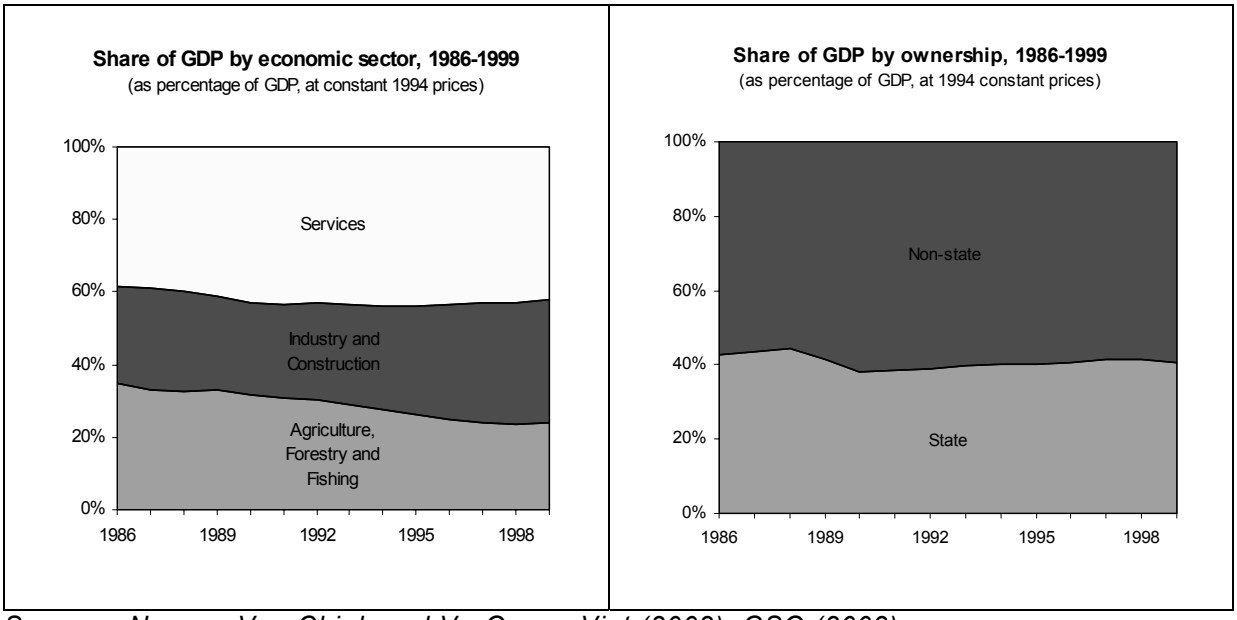


Sources: Nguyen Van Chinh and Vu-Quang Viet (2002), GSO (2003)

There has been a growing literature of Vietnam's economic reform and performance [Truong and Gates (1996); Wolff (1999); Tran (1999); Dollar (2002); Sepehri and Akram-Lodhi (2002); Dapice (2003); van Arkadie and Mallon (2003)]. It is generally recognized that the initial agricultural and land reform, which redistributed land from the state to farmers, boosted agricultural performance. After that, stabilization from high inflation was one key aspect contributing to economic growth. The annual inflation rate reduced from over 770 percent in 1986 to about 60 percent in 1991, and to less than 10 percent after 1996 [van Arkadie and Mallon (2003)]. Together with the stabilization, real interest rates were raised to positive levels, encouraging domestic savings and investments. The savings rate increased from less than 10 percent of GDP in 1990 to more than 27 percent in 1999 [Nguyen Van Chinh and Vu Quang Viet (2002)]. Growing foreign trade and investment has also driven the economy up. Trade value, as a percentage of GDP, increased from about only 25 percent in 1986 to around 100 percent in recent years. During 1998-2002, developing Asia's exports grew at 8 percent a year while Vietnam's grew at 12 percent a year [Dapice (2003)]. Foreign direct investment (FDI) accounted for about 20% of Vietnam's total investment and averaged around 5 percent of GDP during 1992-2002.

GDP grows slowly (Figure 2). State-owned enterprises (SOEs) have not been performing well though still receiving protection from the state. Reform of the financial sector has been slow and state-owned commercial banks retained a large stock of bad debts, of which a large proportion has been accumulated by SOEs. Although the emerging private sector has been dynamic in terms of creating more jobs and income, their growth tends to be restrained by the regulatory environment and limited access to credit. Exports are concentrated in a relatively small variety of manufactures including rice, coffee, seafood, garments, shoes, coal and crude oil. Savings rates remain comparatively low when compared to other Asian countries [Tran (1999)]. While Vietnam is perceived as having political stability, governance is seen to be weak with an ineffective administration, inefficient legal framework for business and high levels of corruption [Dollar (2002)]. This might be part of the reason that FDI began to fall in the late 1990s. Finally, poverty and inequality remain major problems. Inequality, as measured by the Gini coefficient for per capita income, rose slightly from 0.35 to 0.40 between 1995 and 1999 [Sepehri and Akram-Lodhi (2002)].

Figure 2: *Structural Changes in Vietnam's economy, 1986-1999*



Sources: Nguyen Van Chinh and Vu-Quang Viet (2002), GSO (2003)

It is obvious that the doi moi policy has brought about strong economic performance in Vietnam in the last fifteen years. The reforms adopted by Vietnam, following a "gradualists" approach[2], have resulted in major adjustments in trading pattern, market and fiscal stance and produced impressive real GDP growth rates. However, Vietnam's economic performance may be decelerated if further reform is not undertaken to address the structural and governance problems of the economy.

---

[2] The reform in Vietnam is considered to have gradualist sequence, in contrast to the typical "big bang" approach adopted by European transitional economies [Truong and Gates (1996)].

2. The financial sector

Overview of the financial system

Before the economic reform in 1986, Vietnam's financial sector consisted essentially of a central bank, with various affiliates, whose main function was to dispense credit to state enterprises and other units in pursuit of plan targets, as well as to manage the deposits of those same enterprises/units. Since the reform, this structure has been changed and the financial sector is characterized by more players in the financial market.

Table1: *Structure of the bank and non-bank system in Vietnam, 1989-2003*

	Types of organization	Total numbers				
		1989	**1994**	**1996**	**1999**	**2003**
1.	State-owned commercial banks	4	4	4	6	5
2.	Government's bank for the poor (Social Policy Bank)	-	-	-	-	1
3.	Joint-stock commercial banks	-	46	52	48	36
4.	Foreign bank branches and joint-venture banks	-	16	27	30	31
5.	Finance and leasing companies	-	-	2	13	13
6.	People's and central credit funds (before 1994: credit cooperatives)	7,500	69	825	996	1009
7.	Other organizations: Micro-finance institutions, postal savings, development funds, insurance companies, etc.	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a

Sources: SBV's various Annual Reports and documents

Vietnam has a bank-dominated financial system. As of the end of 2003, the financial system continues to be dominated by four large State-Owned Commercial Banks (SOCBs), which accounted for about 70 percent of the total assets of the system. The financial system is supplemented by a number of Joint Stock Banks (JSBs), Foreign Bank Branches (FBBs), Joint Venture Banks (JVBs), and to a smaller extent, credit funds, microfinance institutions (MFIs), and financing companies (see Table 1). Besides, a stock market has been established and in operation in Ho Chi Minh City (HCMC) since 2000, now trading stocks of 21 listed companies. The informal financial sector is characterized by a large number of gold shops, pawn shops, money lenders and distributors, rotating savings, and relationship-based lenders. The State Bank of Vietnam (SBV) is authorized to manage and control all monetary, credit and banking activities.

The large four SOCBs dominating the banking sector in Vietnam are the Bank for Foreign Trade of Vietnam (Vietcombank), the Vietnam Industrial and Commercial Bank (Incombank), the Vietnam Bank for Investment and Development (BIDV), and the Bank for Agriculture and Rural Development (Agribank). While BIDV and Vietcombank were transformed to become

commercial banks from functional departments of the state bank in 1988, Incombank and Agribank were newly created in 1991. The four banks have had rather different focuses. Vietcombank is involved mainly in banking services in foreign-related sectors, financing import/export activities and carrying out international settlements. BIDV concentrates on financing state-investment projects. Incombank operates mainly in lending to several industries, such as transport, communication, commerce and services. Agribank remains the most important financial institution for rural areas and specializes in the agricultural sector and provides other banking services to farming, forestry and fishering businesses through its wide network of branches.

In the early 1990s, Vietnam witnessed a rapid expansion of non-state banks including JSBs. Most of the JSBs were established during the 1991-1995 period. Some of them are owned jointly by the state and private groups and individuals, while others are completely in private hands. The headquarters of these banks are mostly located in HCMC, the economic hub of the country. JSBs focus mainly on providing saving and deposit services, consumption loans to individuals, and credit to rural households or private enterprises. After experiencing a rapid growth, some of these private banks are now encountering a multitude of difficulties – a low capital base and poor risk management – and therefore have to undergo a period of consolidation. In fact, the number of JSBs has been reduced significantly since 1998, since some JSBs were closed down or merged with other banks. Nevertheless, some observers are convinced that if the process of restructuring JSBs is mastered successfully, then JSBs – despite their limited size – might play an increasingly important role in the country's banking industry, since they react with more flexibility and innovation to the demands of the market [Klump and Gottwald (2003)].

JVBs are characterized by a mixture of foreign capital and local expertise. The current four JVBs in Vietnam are 50:50 joint-ventures between the state-owned commercial banks and foreign banks. Apart from that, the foreign bank sector in Vietnam also includes 27 FBBs. Trade financing, letters of credit as well as remittances are the most important parts of JVBs and FBBs' daily business. In addition, JVBs and FBBs, with the advantage of having banking relationships with international corporations, also focus on providing loans to foreign-invested enterprises in Vietnam. However, foreign bank operations are constrained by certain regulations concerning deposit mobilization and security asset.[3] Therefore, their business opportunities and operations remain limited. Nevertheless, with a high quality of banking expertise and technology, the presence of FBBs and JVBs in Vietnam has brought about some posi-

---

[3] For example, FBBs are not allowed to receive land-use-rights as security. And until the end of 2003, FBBs and JVBs could mobilize deposits in domestic currency only up to 25 percent of their legal capital. Recently, this restriction has been eased to 50 percent. So far, only American bank branches are allowed to mobilize up to 100 percent of their capital, as a result of the Bilateral Trade Agreement established between Vietnam and the United States.

tive changes to the entire industry by putting domestic banks under pressure to optimize their operations. Recently, the SBV also gave signals that it would further ease restrictions on foreign bank operations in Vietnam to accelerate their performance and to be in line with the process of international integration of the country [N.N. (2003)].

Financial sector reform and liberalization

In Vietnam, financial institutions had to be started from scratch after years of central planning (this was the case of private banks) or had to be given a new role (this was the case of state-owned banks). Thus the task facing the country, like other transition economies, was to "… create a functioning financial system where none had existed before" [EBRD (1998), p.92]. Since doi moi, the transformation of the Vietnamese financial sector has been characterized by both market liberalization and institutional reform measures (see Appendix A).

In the first round of reform (1988-1997), fundamental changes were made in order to transform the mono-bank system to a two-tier financial system. Entry into the financial system was liberalized and rules on the sectoral specialization of state-owned banks were removed. The role of the SBV was redefined so that it now performs the function of a central bank. Inter-bank markets were initiated for foreign exchange as well as short-term domestic funds. Following the promulgation of a new Constitution and several new laws, a legal framework for collateral, guarantees and contract enforcement was introduced to help secure lending. The structure of interest rates was rationalized, and control on VND deposit rates was removed.

As a result of these reforms, the banking sector expands considerably. Banks begin offering a broader range of services and the confidence in the stability of the currency and the banking system was slowly improved. However, the reforms moved more quickly on the surface than at their core. In particular, SOCBs still accounted for more than 80 percent of the total banking assets in the 1990s (World Bank, 1995) and their lending remained subject to political direction [ADB (1999)]. State enterprises received borrowing privileges such as being allowed to obtain loans without collateral, having easier access to foreign currency loans and being offered subsidized interest rates. Bankers had little experience with the functioning of a market-based financial system. A number of JVBs experienced difficulties as a result of fast credit expansion based on inadequate risk appraisal. The non-performing loan (NPL) rate was therefore high for the banking sector during the period. Legal enforcement of collateral remained problematic. In addition, the supervision of commercial banks encountered difficulties due to a lack of accounting and auditing transparency in the banking sector. Finally, competition in the banking sector was weakened due to privileges given to SOEs and SOCBs and by operation restrictions imposed on foreign banks.

The above-mentioned weaknesses, and the shock of the Asian crisis that led to the breakdown of numerous overleveraged credit institutions in neighbouring countries, intensified the

pressure on Vietnam to implement more reforms for its ailing banking system. The second round of reforms started in 1998 with the introduction of new banking legislation. According to the Law on State Bank of Vietnam, which came into force on October 1st, 1998, the SBV has more autonomy in the conduct of monetary policy and in the supervision of banks. Though controversial views about certain regulations of the law remain [Klump and Gottwald (2003)], this new codification of SBV's roles was an important milestone in the development of the financial sector. The new Law on Credit Institutions (which took effect on the same date) specifies a model for the Vietnamese banking system, provisions on prudential operations of the banking system and the powers and responsibilities of credit institutions as a legal basis for conducting monetary operations. In 1999, several regulations on banking, banks and secured transactions were issued and provided a regulatory framework for banking operations in Vietnam (see Appendix A).

The new round of reform also aimed at consolidating the banking system and improving the financial health of the banks. Programmes to restructure SCOBs and JSBs were set up, in which SOCBs were recapitalized and inefficient JSBs were liquidated or merged with other banks [SBV (2001, 2002)].[4] As a result, by the end of 2003, the number of JSBs went down from 52 in 1996 to 36 in 2003. An asset management company was also established to manage the bad debts of SOCBs. In addition, more market-based risk management has been introduced and used in SOCBs and JSBs [SBV (2002, 2003)]. Recently, the SBV is pushing for the privatization of SOCBs and it seems that Vietcombank would be the first SOCB to be privatized and listed on the stock market [Nguyen (2004); Hoang (2004)].

Regarding market reforms, several measures have been taken to further deregulate the financial market. The liberalization of interest rates started in 1996 with the removal of control on VND deposit rates. By the end of 2002, only USD deposits from companies were subject to a ceiling rate [SBV (2003)].[5] The fixed exchange rate regime, which prevailed during the 1990s, was also abandoned in February 1999 [SBV (2000)]. Since then, Vietnam has employed a so-called crawling-peg system. The official rate is set daily and allowed to move in a 0.1 percent band. Thus, the exchange rate is no longer fixed by the state bank but is set on the inter-bank market for foreign exchange, according to supply and demand. Nevertheless, since the SBV is still the most powerful market participant, it is able to influence the value of VND. Finally, the ceiling on mobilization of VND deposits for FBBs and JVBs was eased, as an effort to level the playing field between domestic and foreign banks.

---

[4] Furthermore, according to a regulation issued in October 1998, JSBs have to meet stricter minimum capitalization and loan-loss provisioning standards. Minimum capital requirements for JSBs amount to VND 70 billion, for financial cooperations VND 50 billion. Credit institutions which cannot meet the requirements are encouraged to merge or close [World Bank (1998)].

[5] According to SBV (2002), this restriction is to prevent companies from speculating USD, i.e. from holding USD funds in their deposit account.

The financial sector reform in Vietnam during the last fifteen years has been characterized by cautious liberalization, the gradual transformation of existing banks, the creation of new ones and the formation of an institutional framework for financial intermediation. On the whole, the reform was seen to be successful, because it has enabled processes of macroeconomic destabilization to be avoided and for confidence in the banking system to be improved [Wolff (1999); Klump and Gottwald (2003)]. Nevertheless, problems remain as observers pointed out some crucial issues for Vietnam concerning the strengthening of SBV's supervision capacity and commercial banks' institutional capacity and the improvement of the legal framework for banking activities [Wolff (1999); World Bank (2002a); Klump and Gottwald (2003)].

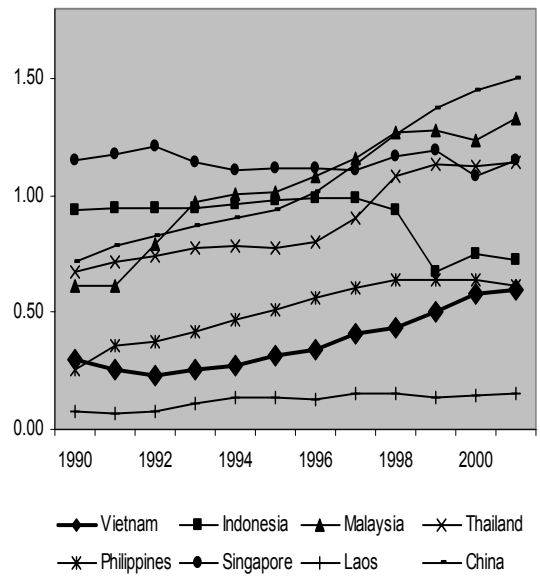
Financial sector development

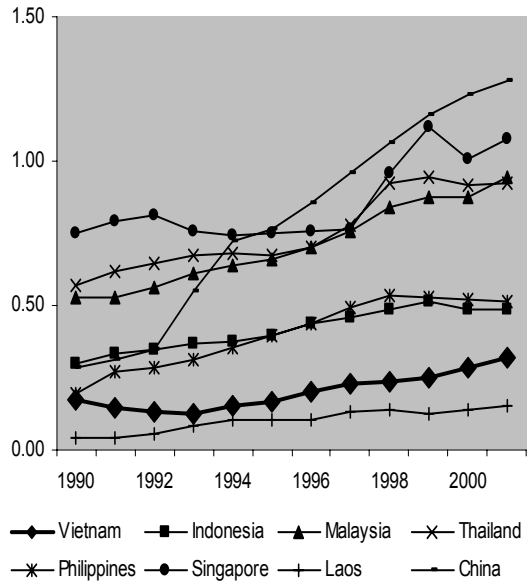
Since the introduction of the reform programme, the Vietnamese financial system has recorded significant development and gradually transformed towards a market-based one. Nonetheless, the country's financial sector is still characterized by a remarkable low financial intermediation ratio, a high concentration rate and inadequate credit allocation structure with a bias of capital allocation towards the SOEs.

The ratio of the monetary supply M2[6] to nominal GDP in Vietnam has increased significantly since early 1990s and amounted to about 59 percent in 2001. This ratio, however, is still low compared to more than 110 percent in Thailand and about 140 percent in China (see Figure 3). In fact, the M2 to GDP ratios in Vietnam, as shown by Figure 3, are lower than in most other East Asian economies. Similarly, the ratio of deposits mobilized by the banking system to GDP in Vietnam has increased considerably during the last years and accounted for about 32 percent in 2001. Again this ratio is still low in comparison to other East Asian economies (see Figure 4).

Figure3: *Total liquid liabilities (M2) to GDP ratio, 1990-2001*	***Figure 4:*** *Total bank deposits to GDP ratio, 1990-2001*

[6] M2 includes demand deposits, savings and other time deposits.





Sources: SBV (for data on Vietnam) - World Bank's Financial Development and Economic Development database (for data on other countries).

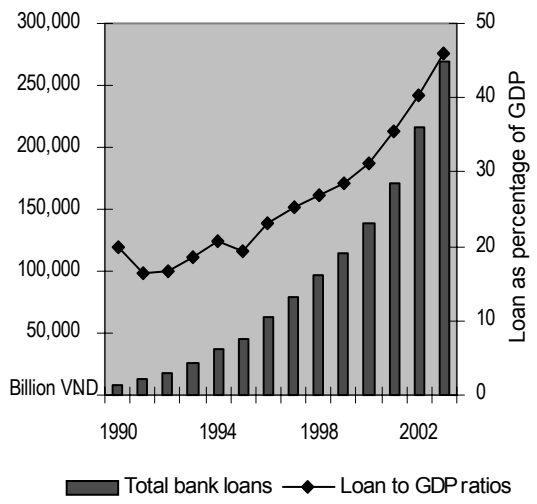
These figures reflect the fact that only a relatively small number of Vietnamese use a bank account or any other banking service and the majority of the people prefer to accumulate savings in the form of gold stocks, buildings and houses or dollar cash holdings. For several reasons, the people's trust in the domestic financial system is not high: they fear the type of wealth losses which have been experienced together with the breakdown of many credit co-operatives and some joint-stock banks; they also wish to protect private income streams and financial asset holdings from state control and they eschew banks because of poor service and low real returns on deposits [Klump and Spitzenpfeil (1998)]. Nevertheless, the stability of the financial system and better performance of joint-stock banks observed in recent years have slowly improved the people's trust, and the level of financial intermediation has increased more rapidly since late 1990s.

These figures reflect the fact that only a relatively small number of Vietnamese use a bank account or any other banking service and the majority of the people prefer to accumulate savings in the form of gold stocks, buildings and houses or dollar cash holdings. For several reasons, the people's trust in the domestic financial system is not high: they fear the type of wealth losses which have been experienced together with the breakdown of many credit co-operatives and some joint-stock banks; they also wish to protect private income streams and financial asset holdings from state control and they eschew banks because of poor service and low real returns on deposits [Klump and Spitzenpfeil (1998)]. Nevertheless, the stability of the financial system and better performance of joint-stock banks observed in recent years

have slowly improved the people's trust, and the level of financial intermediation has increased more rapidly since late 1990s.

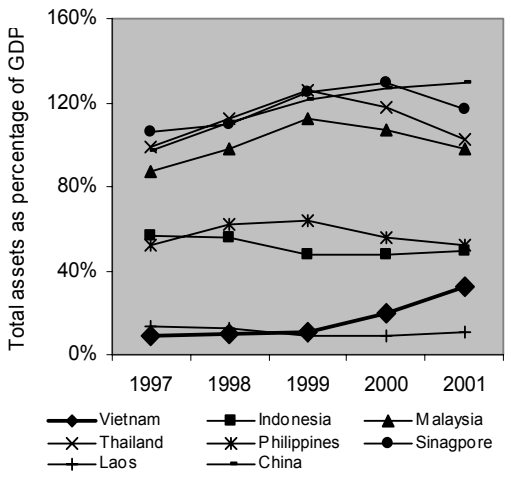
Another indicator reflecting the augmented deepening in the level of financial intermediation in the Vietnamese economy is the share of bank credit as percentage of GDP. According to the SBV's data, the loans to GDP ratio in Vietnam increased rapidly from 17 to 25 and 40 per cent between 1991, 1997 and 2002 respectively (see Figure 5). Meanwhile, the share of total assets of the banking system as a proportion of GDP, though remaining much lower than those of most other East Asian economies, also went up notably from less than 10 per cent in 1997 to more than 30 per cent in 2001 (see Figure 6).

Figure 5: *Loans to GDP ratio, 1990-2003*



Sources: SBV various documents and GSO (2003).

Figure 6: *Total bank assets to GDP ratio, 1997-2001*



Sources: World Bank's Financial Development and Economic Development database

While the level of financial intermediation has been improved considerably, the structures of the Vietnamese financial system still incur several shortcomings. The concentration rate of the banking sector is quite high, with 75 per cent of the total loan outstanding belonging to SOCBs in 2002 [CIEM (2003)]. Despite the measures taken to start deregulating financial and banking services, the playing field is not yet level across different types of financial intermediaries. The operation of foreign banks is still constrained by some restrictions on security and deposit mobilization, though these have been eased during the last year. Barriers to entry were considerable during the period 1997-2002 as the SBV controls quite tightly the granting of banking licences, both for the establishment of new banks as well as the provision of new banking services by each institutions. As Vietnam is planning to join the World

Trade Organization (WTO) soon, the government needs to plan for the removal of barriers to entry into the financial market.

Since the sector continues to be dominated by the large four SOCBs, the bulk of the bank credit is still channelled to SOEs. Although it is declining in recent years, the share of credit granted to SOEs still accounted for 40 per cent of total credit to the economy by the end of 2002 [World Bank (2002a)]. The domestic private sector, while accounting for about 50 percent of GDP, received only 20 percent of the total credit in 2002 [CIEM (2003)]. The government's implicit and explicit backing of SOEs over privately owned enterprises constrains the ability of the domestic private sector, especially small and medium enterprises, to access bank lending [World Bank (2002a)]. In addition, a pattern of segmentation in the provision of credit by type of institution prevails. As of September 2002, 50 percent of the loan portfolio of SOCBs was made to SOEs [World Bank (2002b)]. Meanwhile, FBBs and JVBs seem to be mainly engaged in providing financial services to the operations of multinational corporations in Vietnam while JSBs appear to still be the primary source for serving the domestic private sector. These patterns may reflect the comparative advantage of different types of banks, but could also be due to the lack of a level playing field and regulatory anomalies.

The quality of assets is another problem observed in the Vietnamese banking sector. The ratio of overdue loans in the entire sector accounted for 3.5 percent of the total outstanding loan balance in 1995, rising to 13.6 percent in 1997 and down to 7.06 percent in 2002 [SBV (2003); Klump and Gottwald (2003)]. The size of NPLs of the four large SOCBs is controversial, though the SBV claims that it averaged 9.4 percent. For JSBs, this ratio is higher; to about 17 percent of their total outstanding loan [Klump and Gottwald (2003)]. These figures, however, are mostly based on estimates, since accounting methods do not conform to international standards.[7] It is commonly recognized that the continued policy lending through the 1990s, and limited credit assessment skills in the wake of rapid credit growth, have led to this accumulation of NPLs. Though an asset management company was established to deal with bad assets, the resolution of NPLs still meets some difficulties, owing to delays in the reform of SOEs.

In general, the inadequacy of regulations, lack of banking knowledge and the economic heritage of socialism (including the serious problem of SOE debts) seem to impede the necessary expansion of the Vietnamese financial system. The financial sector remains underdeveloped as illustrated by a low level of financial intermediation and a limited ability to distribute resources to the most productive and profitable investments. Consequently, some researchers have expressed uncertainty about the relationship between financial sector de-

velopment and economic growth in Vietnam. It is suggested that the high rate of economic growth that has been achieved by Vietnam so far is an indication of a relatively substantial self-financing potential in the real sector only [Wolf (1999)]. When making a comparative study of financial sector reforms in China and Vietnam, O'Connor [(2000), p.63] also notes that "…it is too early to tell whether the observer relationship between financial sector development and growth … holds up in the cases of China and Vietnam". In the next section, with the help of a quantitative analysis, this relation will be examined more closely.

C. The growth-finance nexus in Vietnam: empirical evidence for the period 1993-2002

1. Questions for empirical analysis

Economic theory suggests that financial development can enhance economic growth.[8] Financial development occurs when financial instruments, markets, and intermediaries ameliorate – though not necessarily eliminate – the effects of information, enforcement and transaction costs and therefore do a better job at mobilizing savings, relocating resources and managing risks [Levine (2004)]. According to Pagano (1993), the financial system, by performing its various functions, can affect growth since it can increase the proportion of savings channelled to investment, raise the savings rate of the economy, and augment the social productivity of capital. The two major channels via which financial development can transmit its impact to growth are therefore capital accumulation and productivity growth.

The empirical analysis seeks answers to the questions of whether and how financial development contributes to economic growth in Vietnam. The question is whether the long-run relationship between the level of financial development and the rate of economic growth experienced in other countries also exists in the case of Vietnam:

- Do the size and efficiency of financial intermediation have any correlation to physical capital accumulation as well as to the level of per capita income of the country?
- During this early stage of development in Vietnam, through which channel did financial development influence economic growth: through physical capital accumulation or through productivity growth?

---

[7] Vietnamese standards count as non-performing only overdue instalments, not the entire loan as international accounting standards do. The IMF (1999) reported that, based on audits in compliance with international accounting standards, NPLs at the SOCBs were estimated at 30-35 percent of total loans at the end of 1997.

[8] See, for example, King and Levine (1993a, 1993b), Pagano (1993) and Bencivenga and Smith (1991).

Answering these questions would provide more evidence about the finance-growth nexus in a single country level and may shed some light on the recent debate over the possible different effects which financial development may have in industrial versus developing economies.

2. Data and indicators

In Vietnam, the coverage and availability of time series data is very limited. This prevents a rigorous examination of the finance-growth nexus for the country. Most of the data calculated according to international standards and published by the national General Statistics Office (GSO) are only available after 1990, which is too short for making any estimation using annual data. Fortunately, data in quarterly frequency are available from several sources. The Vietnamese Ministry of Planning and Investment collects quarterly aggregate economic data for the purpose of short term economic forecasts. These data are available from 1992. Meanwhile, quarterly financial statistics on Vietnam collected by the International Monetary Fund (IMF) in its International Financial Statistics (IFS) database are available for the period since 1993.

The development of the financial sector in Vietnam is measured by five different indicators: the amount of broad money in the economy or total liquid liabilities of the financial sector (M2), the total assets of the banking system (BANKASSET), the amount of credit granted to the economy (CREDIT), the ratio between commercial banks' assets and total banking asset (RATIOCOM) and the spread between the lending interest rate and deposit interest rate (INTSPREAD). These indicators have been used in most of the studies on financial development and are considered to be rather good proxies for financial development.[9] M2, BANKASSET and CREDIT indicate the size, which is also mentioned in several studies as the "depth" of the financial sector. A larger financial sector or more financial deepening means a higher level of financial intermediation and thus, a higher level of development. Meanwhile, RATIO and INTSPREAD refers to the efficiency of the financial system. A financial system in which commercial banks have a larger share in terms of assets than the central bank would be more efficient in channelling savings to investment and therefore have a higher level of development. On the other hand, a higher spread between the average lending and depositing interest rates indicates that more resources are "lost" in the process of channelling savings to investment, thus there is a lower level of development in the financial system.

---

[9] See, for example, King and Levine (1993b), Levine (1997, 1998) and Demirgüç-Kunt and Levine, R. (2001). In these studies, the authors usually use the ratio of these indicators to GDP (e.g. the ratio of M2 to GDP) to measure and differentiate the level of financial development across countries. Since this study deals with only one country, the use of such ratio measurements is not necessary.

Table 2: *Expected signs of independent variables/indicators*

	CAP	INVEST	SAVING	GDPPC
Physical capital accumulation				
CAP/INVEST/SAVING				+
Financial development				
M2	+	+	+	+
BANKASSET	+	+	+	+
CREDIT	+	+	+	+
RATIOCOM	+	+	+	+
INTSPREAD	-	-	-	-

More detailed descriptions of the indicators and data are given in Appendix B. Table 2 summarizes the predicted signs of the effects of financial sector development indicators on capital accumulations and economic growth.

Economic growth is represented by the level of per capita income, i.e. real GDP per capita (GDPPC). Physical capital accumulation, an important growth factor, is measured by three indicators: gross capital formation during the period (CAP), total investment (INVEST) and gross national savings (SAVING). CAP and INVEST are rather close to each other, though they are not the same.[10] The database shows that the value of CAP is usually smaller than INVEST, reflecting the depreciation of the capital stock during a period.

In addition to the indicators of financial development and economic growth, some variables, which may also influence the growth process, are included in the regressions to account for other economic phenomena. For example, the rate of inflation (INFLATION) as an indicator for economic stability is included. Since the data are in quarterly frequency, some of the indicators have seasonal trends. In order to correct for the possible “noise” caused by seasonality[11], seasonal dummies were included in the cointegration tests and regressions when necessary.[12]

[10] CAP includes acquisition less disposals of produced assets plus improvements to produced and non-produced assets during the quarter. INVEST consists of domestic and foreign investment made during the quarter.

[11] According to Hylleberg [(1992), p.4], seasonality is the systematic, although not necessarily regular, intra-year movement caused by the changes of the weather, the calendar, and timing of decisions, directly or indirectly through the production and consumption decisions made by the agents of the economy.

[12] In view of a small sample of only about 40 observations, the inclusion of seasonal dummies is adequate to protect against seasonal bias in the regressions [Hylleberg (1992) p.79]. Furthermore, the inclusion of seasonal dummies is not problematic for cointegrating regressions [Verbeck (2000)] and seems to be a prudent step in empirical research [Lopes (2003)].

3. Methodology: cointegration analysis

Cointegration is the statistical implication of the existence of a long-run or "equilibrium" relationship between economic variables (Granger, 1981). For models with nonstationary variables, a cointegration test must be applied in order to determine the existence of a long-run relationship between variables. There have been two major approaches in testing for cointegration: the residual-based approach and the error correction mechanism (ECM) approach. Following the residual-based approach, one can, for example, test for the presence of cointegration by testing for stationary of the estimated residuals of the regression, using the standard Dickey-Fuller (DF) or augmented Dickey-Fuller (ADF) tests. The second test approach, the ECM-based tests, are based on what is known as the Granger representation theorem which says that if a set of "integrated of order one" variables (denote I(1))[13] are cointegrated, they can be regarded as generated by an ECM.[14]

Kremers et al. (1992) show that the cointegration ADF test and other residual-based cointegration tests may reject the null hypothesis of no cointegration too often, even though it can be true. They argue that the ECM test appears to be more powerful than the ADF test and therefore suggest the use of the ECM test for cointegration. Based on this concept, Banerjee, Dolado and Mestre (hereafter BDM) (1998) have developed a testing procedure. First, the following long-run model can be estimated by using Ordinary Least Squared (OLS) method:

$$y_t = \alpha + \beta x_t + \varepsilon_t \tag{1}$$

Then the estimated coefficients $\hat{\alpha}$ and $\hat{\beta}$ will be used in the OLS estimation of a short-run ECM model as follows:

$$\Delta y_t = c + \gamma\left[y_{t-1} - \hat{\alpha} - \hat{\beta}x_{t-1}\right] + \sum_{j=1}^{q} a_j \Delta y_{t-1} + \sum_{j=0}^{r} b_j \Delta x_{t-1} + u_t \tag{2}$$

The significance of the error correction variable $\left[y_{t-1} - \hat{\alpha} - \hat{\beta}x_{t-1}\right]$ in the above ECM model will be tested using the t-statistic for the coefficient γ. The null hypothesis H0:γ=0 is equal to no cointegration. If the null hypothesis is rejected, we can conclude that x and y are cointegrated and the OLS provides a superconsistent estimation for α and β in the long-run model (4.1).

In order to reduce errors-in-regressors bias, the ECM model can be estimated directly (one-step method) as follows:

---

[13] "Integrated of order one", I(1), means that the series must be differenced once to become stationary [Engle and Granger (1991)].

[14] The ECM model is written as: $\Delta y_t = (\lambda - 1)\left[y_{t-1} - \alpha - \beta x_{t-1}\right] + b\Delta x_t + u_t$. More technical explanations of different cointegration tests can be found in Holden and Perman (1994).

$$\Delta y_t = c + \gamma y_{t-1} + \delta x_{t-1} + \sum_{j=1}^{q} a_j \Delta y_{t-1} + \sum_{j=0}^{r} b_j \Delta x_{t-1} + u_t \quad (3)$$

Similarly the null hypothesis H0: γ = 0 stands for no cointegration.

One condition for the ECM test models (4.2) and (4.3) is that the error term ut must be White-noise, i.e. uncorrelated to other variables. This can be tested by using the Lagrange Multiplier Test (LM test) for autocorrelation on the estimated residuals $\hat{u}_t$. Secondly, for OLS to be an asymptotically efficient estimation for the parameters in (4.2) or (4.3), xt is assumed to be weak exogenous. The weak exogeneity of xt can be tested by using the following marginal ECM model:

$$\Delta x_t = \tilde{c} + \tilde{\gamma}\left[y_{t-1} - \hat{a} - \hat{\beta} x_{t-1}\right] + \sum_{j=1}^{\tilde{q}} \tilde{a}_j \Delta x_{t-j} + \sum_{j=0}^{\tilde{r}} \tilde{b}_j \Delta y_{t-j} + \tilde{u}_t \quad (4)$$

The null hypothesis of weak exogeneity cannot be rejected when the hypothesis of $\tilde{\gamma}$ = 0 cannot be rejected.

Time series property of the series: unit root test

Before proceeding to investigate whether long-run relationships exist between economic growth and financial development in Vietnam, it is first necessary to examine the time-series properties of our indicators.

The investigation of stationarity (or non-stationarity) in a time-series is closely related to the tests for unit roots (Verbeck, 2000). Existence of unit roots in a series denotes non-stationary. To test for unit roots in our data, a sequential procedure suggested by Holden and Perman (1994) was applied. This procedure allows a thorough determination of the data's properties and tests for the existence of not only unit roots but also of trend and drift term in the time series. The standard ADF approach is used for the tests. The ADF test for unit roots (Dickey and Fuller, 1979, 1981) indicates whether an individual series, say yt, is stationary by running an OLS regression. The general forms of the ADF regression equations are as follows:

$$\Delta y_t = \alpha y_{t-1} + \sum_{j=1}^{q} \beta_j \Delta y_{t-1} + \delta + \gamma t + \varepsilon_t \quad \text{(for levels)} \quad (5)$$

$$\Delta\Delta y_t = \alpha \Delta y_{t-1} + \sum_{j=1}^{q} \beta_j \Delta\Delta y_{t-1} + \delta + \gamma t + \varepsilon_t \quad \text{(for first differences)} \quad (6)$$

The null hypothesis H0: α=0 equal the existence of a unit root, i.e. the series is non-stationary in levels or in differences.

Table 3 presents the calculated t-values from the ADF test on each variable in levels and first differences. In the case of the levels of the series, the null hypothesis of non-stationary cannot be rejected in almost all series. Only INFLATION can be considered to be stationary in levels. Applying the same tests to first differences to determine the order of integration, the results show that most of the series can be considered as stationary in first differences, thus they are I(1). However, very weak evidence is found to show that BANKASSET is stationary in first differences. The null hypothesis of non-stationarity can only be rejected when the test regression contains no lags, which seems to be unconvincing. As mentioned earlier, for the cointegration analysis, the variables must be integrated of the same order, e.g. I(1). Therefore, BANKASSET will not be used in our cointegration analysis. As suggested by the test results of Table 3, cointegration analysis can be applied to all other indicators which are I(1), i.e. stationary in first differences.

4. Empirical results

In order to obtain answers for the research questions, three sets of estimations were carried out:

- The first set estimates the relationship between physical capital accumulation, as a traditional growth factor, and economic growth.
- The second set explores the relationship between indicators of financial development and indicators of capital accumulation.
- Finally, the impacts of financial development as a proxy for the productivity of social capital on economic growth are estimated.

Cointegration tests follow the BDM approach with the test equation (3).

Physical capital accumulation and per capita income

Before estimating the possible impacts of financial development on the level of capital accumulation, it is necessary to first test the relationship between capital accumulation and economic growth in Vietnam. Capital accumulation usually encompasses both physical and human capital. In this estimation, however, only changes in the physical capital stock were taken into account due to an unavailability of quarterly data on human capital. Let yt be the logarithm of real income per capita (i.e. GDPPC) at time t, the long-run regression equation can be written as follows:

$$y_t = \alpha_1 + \beta_1 \Delta K_{t-4} + \varphi_1 (Control)_t + u_{1t} \quad (7)$$

ΔK indicates the physical capital accumulated in a quarter and is represented by the logarithm of three indicators: CAP, INVEST, and SAVING. In the regressions, the indicators for ΔK are lagged by four quarters in order to approximate the time which may elapse until a change in the capital stock can result in a change in the level of GDP per capita. Control represents other explanatory factors including the rate of inflation (INFLATION) and seasonal dummies.

Table 4 represents results of the estimations and cointegration tests for these variables. According to the test results, the t-statistics for the coefficient γ of the error correction variable GDPPC(-1) are significantly negative at 1 percent in the test regression 1.1 and at 5 percent in ECM test regression 1.2. Thus, a cointegration relationship can be confirmed to exist between (i) GDPPC and CAP, and (ii) GDPPC and INVEST. The null hypothesis of no cointegration, however, cannot be rejected in regression 1.3 with the level of domestic savings (SAVING) as the independent variable. The cointegration test regression also incurs an autocorrelation problem as shown by the LM test result. Besides, the ECM marginal test shows that SAVING might not be exogenous to the estimated parameters, which may also imply a causality running from the level of income to the level of saving. In view of this, we are unable to confirm if a long-run relationship between per capita income and savings existed in Vietnam during the period under investigation.

The R-squared statistics of the ECM regressions are as high as 99 percent, suggesting that the models estimate quite well the short-run effects of investment and capital stock formation on the movements of GDP per capita. Seasonal effects are significant in all regressions, while the impact of inflation is minor.

In general, as expected, the results show that a positive long-run relationship exists between the level of per capita income and the level of physical capital accumulation in Vietnam during the period 1993-2002. The higher the level of physical capital accumulation that the country can generate, the higher the level of income per capita it can achieve. This also implies that Vietnamese policy efforts during the years of economic reform to facilitate investment and capital stock formation had contributed significantly to the increase of the people's wealth. Since it has been confirmed that physical capital accumulation is a growth factor in Vietnam during the period under investigation, we turn now to investigate whether financial development is related to capital accumulation and thus indirectly influences the level of economic growth.

Table3: *Unit root tests in levels and differences*

Variable	ADF(0)	ADF(1)	ADF(2)	ADF(3)	ADF(4)
Levels					
GDPPC (I, T)	-8.80***	-3.03	-3.08	-6.58***	-3.03
CAP (I)	-3.09**	-1.87	-2.02	-1.12	-1.03
INVEST (I)	-1.84	-1.36	-1.36	-2.32	-1.96
SAVING (I,T)	-9.72***	-6.15***	-11.39***	-1.94	-2.14
M2 (I, T)	-2.05	-2.09	-1.27	-2.00	-2.45
BANKASSET (I,T)	-1.53	-1.75	-2.77	-3.03	-2.62
RATIOCOM (I)	-0.82	-0.96	-1.53	-0.72	-1.26
CREDIT (I, T)	-2.75	-3.03	-3.29	-4.71	-2.73
INTSPREAD (I,T)	-3.15	-2.41	-2.75	-2.42	-2.47
INFLATION (I)	-3.67***	-3.44**	-2.03	-2.90*	-3.79***
Differences					
GDPPC (I, T)	-22.62***	-5.12***	-21.49***	-1.86	-1.91
CAP (I)	-14.48***	-5.83***	-10.29***	-4.47***	-3.52**
INVEST (I)	-10.62***	-6.10***	-10.68***	-4.03***	-2.92*
SAVING (I,T)	-12.54***	-6.18***	-22.60***	-4.69***	-3.66**
M2 (I)	-4.68***	-4.23***	-2.74*	-2.02	-1.73
BANKASSET (I,T)	-5.63***	-2.39	-2.05	-2.17	-2.32
RATIOCOM (I)	-5.86***	-3.59**	-2.43	-1.72	-1.53
CREDIT (I, T)	-5.97***	-4.35***	-3.66**	-2.49	-2.89
INTSPREAD (I,T)	-8.43***	-4.41***	-4.20***	-3.53*	-3.52*
INFLATION	-6.92***	-7.30***	-7.17***	-3.03**	-2.76*

Note:

- *Levels represent the ADF t-tests for a unit root in levels (the test regression may include an intercept or both an intercept and a trend as suggested by the results of earlier tests following Holden and Perman's procedures).*
- *Differences denote the ADF t-tests for a unit root in first differences.*
- *I and T denote the inclusion of an intercept term and a trend term in the testing regression respectively.*
- ****, **, * signify rejection of the unit root hypothesis at the 1%, 5% and 10% levels respectively according to MacKinnon (1996) critical values reported by Eviews 4.1.*

Financial development and physical capital accumulation

The regression equation for this part can be written as follows:

$$\Delta K_t = \alpha_2 + \beta_2 F_t + \varphi_2 (Control)_t + u_{2t} \tag{8}$$

where ΔK_t stands for physical capital accumulation in period *t* and equals the logarithm of either CAP or INVEST, or SAVING. F_t stands for the level of financial development in period *t* and is represented by four indicators: M2, CREDIT, RATIOCOM and INTSPREAD. In the

regressions, the logarithm of M2 and CREDIT is used and the two indicators are lagged by four quarters to approximate the time which may elapse between a change in these indicators and the resulting change in the dependent variable ΔK_t. Again, variables such as the inflation rate and seasonal dummies are taken into account in the regressions when necessary.

Table 4: *Physical capital accumulation and per capita income (Dependent variable: GDPPC)*

Regression no.	1.1	1.2	1.3
Cointegration test: short-run error-correction model (ECM) (equation 3)			
- Independent variable:	CAP	INVEST	SAVING
Coefficient δ	0.05	0.09	0.01
- Error-correction variable:	GDPPC(-1)	GDPPC(-1)	GDPPC(-1)
Coefficient γ	-0.07	-0.13	-0.03
t-statistic of γ	**-4.38*** **	**-3.37** **	**-1.22**
- Inclusion of seasonal dummies	Yes	Yes	Yes
- R-squared	0.99	0.99	0.99
- Test statistics for autocorrelation of residual: (LM test with 4 lags)	5.83	7.35	9.27
	(0.21)	(0.11)	(0.02)
OLS-estimated coefficients in long-run model (equation 7)			
α	9.02	7.00	10.33
CAP	0.48		
INVEST		0.69	
SAVING			0.37
INFLATION	-0.05	-0.01	-0.01
- Inclusion of seasonal dummies	Yes	Yes	Yes
- R-squared	0.79	0.92	0.84
- No. of observation	35	35	32

Note:

- *Critical values for testing the significance of γ are from Table 1 in Banerjee et al. (1998): ***, ** and * signify the rejection of no cointegration hypothesis at 1%, 5% and 10% respectively.*
- *p-values are in parentheses.*
- *Marginal ECM tests (equation 4.4) show that SAVING may not exogenous in regression 1.3.*

The cointegration test and regression results for the relation between gross capital formation and the level of financial development are represented in table 5. According to the cointegration test results, the t-statistics for CAP(-1) are significantly negative in all regressions at 1 percent level of significance. Nevertheless, the cointegration test result for regression 2.4 may not be valid because the ECM marginal test fails to confirm the hypothesis of weak exogeneity of INTSPREAD. Thus, it cannot be concluded that there is a cointegration relation-

ship between capital stock formation and the spread of interest rates. Therefore, cointegration can only be confirmed in regressions 2.1, 2.2 and 2.3.

It can also be noticed that all indicators of financial development enter the regressions (2.1 to 2.4) with the expected signs (as specified in Table 2). For example, the amount of credit granted by the financial sector (CREDIT) is positively correlated to the amount of capital accumulated in a period. Similarly, the relation between the ratio of commercial banks' assets to total bank assets (RATIOCOM) and CAP is also positive. Generally, the results of table 5 show that there is a long run equilibrium relationship between financial development and the increase in the capital stock. The development of the financial sector in terms of both size and efficiency may therefore have an influence on the formation of the capital stock.

Table 5: *Financial development and gross capital formation (Dependent variable: CAP)*

Regression no.	2.1	2.2	2.3	2.4
Cointegration test: short-run error-correction model (ECM) (equation 3)				
- Independent variable:	M2(-4)	CREDIT(-4)	RATIOCOM	INTSPREAD
Coefficient δ	0.46	0.55	0.02	-1.20
- Error-correction variable:	CAP(-1)	CAP(-1)	CAP(-1)	CAP(-1)
Coefficient γ	-0.84	-0.96	-1.02	-0.77
t-statistic of γ	**-5.01*** **	**-5.19*** **	**-7.91*** **	**-4.81*** **
- Inclusion of seasonal dummies	Yes	Yes	No	Yes
- R-squared	0.82	0.79	0.86	0.78
- Test statistics for autocorrelation of residual: (LM test with 4 lags)	1.92 (0.75)	6.90 (0.14)	1.41 (0.84)	1.19 (0.88)
OLS-estimated coefficients in long-run model (equation 8)				
α	4.31	2.89	8.50	10.83
M2(-4)	0.50			
CREDIT (-4)		0.62		
RATIOCOM			0.02	
INTSPREAD				-1.76
INFLATION	0.01	0.02	0.01	-0.05
- Inclusion of seasonal dummies	Yes	Yes	No	Yes
- R-squared	0.65	0.75	0.57	0.68
- No. of observation	31	35	32	35

Note:

- *Critical values for testing the significance of γ are from Table 1 in Banerjee et al. (1998): ***, ** and * signify the rejection of no cointegration hypothesis at 1%, 5% and 10% respectively.*
- *p-values are in parentheses.*
- *Marginal ECM tests (equation 4.4) show that INTSPREAD may not exogenous in regression 2.4.*

Source: own calculations

Table 6 represents the results of the estimation with the level of investment as the dependent variable. As shown by the results, the null hypothesis of no cointegration can be rejected in regressions 3.1, 3.3 (at 10 percent significance level) and in regression 3.2 (at 1 percent significance level). The cointegration relationship between INVEST and INTSPREAD cannot be confirmed by the test result of regression 3.4, though INTSPREAD entered the regression with the expected sign. Furthermore, it also cannot be confirmed that INTSPREAD is weak exogenous in the regression as suggested by the marginal ECM test result. The results in table 6 provide a strong evidence for a long-run positive relationship between the amount of total credits and the level of investment in Vietnam (regression 3.2). Evidence for the long-run relationship between total liquid liabilities, the share of commercial banks' assets and investment, is weaker. Overall, this suggests that a more developed financial sector that channels more credit to the economy and facilitates more financial transactions is among factors that led to more investment activities in the country.

The cointegration tests and regression results for the relation between financial development and gross saving is represented in table 7. Again, all indicators enter the regressions with the expected signs. The test results show strong cointegrations between SAVING and total liquid liabilities (M2), and between SAVING and total credit (CREDIT). The spread of interest rates is found to be not cointegrated with SAVING. Although the cointegration test outcome confirms that a long-run relationship between SAVING and RATIOCOM exists, the result may not be valid as RATIOCOM is not weak exogenous in regression 4.3. This implies that the causality between SAVING and RATIOCOM may run from both directions. On the one hand, a higher share of commercial banks in the banking system may lead to better mobilization of savings from the population. On the other hand, it may be that the higher supply of savings facilitates an expansion of the commercial bank sector in the financial system. Nevertheless, the information is not enough for a definite conclusion. Generally, the results show that there is a long-run positive relationship between the size of the financial sector and the level of gross savings in the economy. For the case of Vietnam, a more developed financial sector has increased the people's trust in the financial system, thus attracting more savings from the population and enhancing the savings rate of the economy. Besides, it is also found that saving in Vietnam has a clear seasonal trend: the propensity to save is lower in the first and third quarter of the year.

Table 6: *Financial development and the level of investment (Dependent variable: INVEST)*

Regression no.	3.1	3.2	3.3	3.4
Cointegration test: short-run error-correction model (ECM) (equation 3)				
- Independent variable:	M2	CREDIT	RATIOCOM	INTSPREAD
Coefficient δ	0.20	0.40	0.01	0.15
- Error-correction variable:	INVEST(-1)	INVEST(-1)	INVEST(-1)	INVEST(-1)
Coefficient γ	-0.42	-0.71	-0.36	-0.05
t-statistic of γ	**-2.99***	**-4.16*****	**-2.93***	**-0.85**
- Inclusion of seasonal dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
- R-squared	0.71	0.76	0.82	0.75
- Test statistics for autocorrelation of residual: (LM test with 4 lags)	5.37 (0.25)	2.35 (0.67)	4.99 (0.29)	7.99 (0.09)
OLS-estimated coefficients in long-run model (equation 8)				
α	5.77	4.32	8.77	10.66
M2	0.38			
CREDIT		0.50		
RATIOCOM			0.02	
INTSPREAD				-1.06
INFLATION	-0.03	-0.02	-0.03	-0.09
- Inclusion of seasonal dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
- R-squared	0.89	0.92	0.80	0.68
- No. of observation	32	33	30	33

Note:

- *Critical values for testing the significance of γ are from Table 1 in Banerjee et al. (1998): ***, ** and * signify the rejection of no cointegration hypothesis at 1%, 5% and 10% respectively.*
- *p-values are in parentheses.*
- *Marginal ECM test results (equation 4.4) show that INTSPREAD may not exogenous in regression 3.4.*

Source: own calculations

To summarize, the results of this estimation set show a long-run correlation between indicators of financial development and capital accumulation in Vietnam. The correlation is especially strong between the size of the financial sector and the level of capital accumulation. The larger the financial sector becomes, the higher the level of capital stock, investment and saving is recorded in the economy. This confirms the hypothesis that financial development can play a significant role in facilitating capital accumulation in the economy. Thus, it supports the theory that financial institutions exert their influence on growth via the rate of physical capital accumulation. Nevertheless, as suggested by King and Levine (1993a, b), financial institutions, by evaluating, managing and funding the entrepreneurial activity, may lead to productivity growth and therefore have direct impacts on economic growth. The next part tests and estimates the direct influence of financial development on growth.

Table 7: *Financial development and gross saving (Dependent variable: SAVING)*

Regression no.	4.1	4.2	4.3	4.4
Cointegration test: short-run error-correction model (ECM) (equation 3)				
- Independent variable:	M2	CREDIT	RATIOCOM	INTSPREAD
Coefficient δ	0.68	0.76	0.03	-0.44
- Error-correction variable:	SAVING(-1)	SAVING(-1)	SAVING(-1)	SAVING(-1)
Coefficient γ	-0.90	-0.90	-0.65	-0.12
t-statistic of γ	**-5.12*** **	**-11.09*** **	**-3.80** **	**-1.32**
- Inclusion of seasonal dummies	Yes	Yes	Yes	No
- R-squared	0.94	0.96	0.92	0.96
- Test statistics for autocorrelation of residual: (LM test with 4 lags)	2.09 (0.72)	7.73 (0.10)	5.39 (0.25)	4.57 (0.33)
OLS-estimated coefficients in long-run model (equation 8)				
α	0.91	4.32	8.77	10.66
M2	0.78			
CREDIT		0.50		
RATIOCOM			0.02	
INTSPREAD				-1.06
INFLATION	0.03	-0.03	-0.03	-0.09
- Inclusion of seasonal dummies	Yes	Yes	Yes	No
- R-squared	0.91	0.92	0.80	0.69
- No. of observation	32	33	30	33

Note:

- *Critical values for testing the significance of γ are from Table 1 in Banerjee et al. (1998): ***, ** and * signify the rejection of no ointegration hypothesis at 1%, 5% and 10% respectively.*
- *p-values are in parentheses.*
- *Marginal ECM test results (equation 4.4) show that RATIOCOM may not exogenous in regression 4.3.*

Source: own calculations

Financial development and the level of income per capita

The regression equation for the third estimation set is as follows:

$$y_t = \alpha_3 + \beta_3 F_t + \varphi_3 (Control)_t + u_{3t} \tag{9}$$

where y_t is represented by the logarithm of GDPPC and F_t indicates the level of financial development in period *t*. As theory suggests, financial development can explain economic growth because it influences resource allocation decisions in ways that foster productivity growth. Therefore, F_t can also be understood as a factor facilitating productivity growth in the regression equation. In the regressions, M2 and CREDIT are lagged by four periods to reflect

the possible time gap before a change in the level of financial development may result in a change in the level of per capita income.

As shown in table 8, although all indicators of financial development enter the growth equation with the expected sign, only CREDIT is proved to have a long-run equilibrium relation with the level of GDP per capita. There is no cointegration between M2 and GDPPC or between RATIOCOM and GDPPC. Similar to the regressions in table 4, seasonal effects are significant here, while the impact of inflation is minor.

Therefore, in this estimation set, we only find evidence for a long-run positive relationship between the amount of total credit granted to the economy and the level of income per capita. Other indicators of financial development are not shown to be correlated to economic growth in Vietnam.

5. Discussion of the results

Some caveats remains in our estimations. First, the limitation of the data set, including a short time series and limited coverage, impedes a more comprehensive investigation of financial development and the determinants of economic growth. For example, data on the share of credit granted to the private sector, which has been used widely in other studies as a measure of the efficiency of the financial sector, are not available.[15] Therefore, while the indicators used to measure the size of the financial sector (M2, CREDIT) can well reflect the level of financial intermediation in Vietnam, the indicators measuring the efficiency of the financial sector (INTSPREAD, RATIOCOM) are less convincing. In Vietnam, interest rates were under control until 2002, thus the spread between lending and deposit interest rates was largely influenced by the central bank's regulations on interest rates rather than by market competition, as in other liberalized markets. Thus, INTSPREAD may not accurately represent the efficiency of the financial sector in Vietnam. In fact, as shown above, the indicator INTSPREAD did not work well in the estimations. Besides, since a large part of the commercial banks' assets were owned by the state, a higher share of commercial banks' assets to total banking assets might not necessarily reflect more efficiency in the banking system. The efficiency of the financial sector in Vietnam could be more precisely measured if quarterly data on the share of credit granted to the private sector, and/or the share of NPLs to total credit outstanding, were available.

In addition, data on some other growth determinants were not available either. For example, changes in human capital were not accounted for in the growth regressions, because quar-

[15] Recent work shows that the share of credit granted to the private sector to GDP exerts a large, positive and robust influence on economic growth [Levine, Loayza and Beck (2000); Beck, Levine and Loayza (2000)].

terly data were not available. The quality of our estimations would therefore be improved if more data are available and the sample size is larger.

Table 8: *Financial development and GDP per capita (Dependent variable: GDPPC)*

Regression no.	5.1	5.2	5.3	5.4
Cointegration test: short-run error-correction model (ECM) (equation 3)				
- Independent variable:	M2(-4)	CREDIT (-4)	RATIOCOM	INTSPREAD
Coefficient δ	0.02	0.15	0.00	-0.00
- Error-correction variable:	GDPPC(-1)	GDPPC(-1)	GDPPC(-1)	GDPPC(-1)
Coefficient γ	-0.05	-0.35	-0.09	-0.04
t-statistic of γ	**-1.05**	**-4.26*** **	**-2.38**	**-1.20**
- Inclusion of seasonal dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
- R-squared	0.99	0.99	0.99	0.99
- Test statistics for autocorrelation of residual: (LM test with 4 lags)	6.19	5.52	3.25	7.79
	(0.18)	(0.23)	(0.51)	(0.09)
OLS-estimated coefficients in long-run model (equation 9)				
α	11.66	11.21	12.95	13.81
M2 (-4)	0.17			
CREDIT(-4)		0.21		
RATIOCOM			0.01	
INTSPREAD				-0.49
INFLATION	-0.01	0.00	-0.00	-0.10
- Inclusion of seasonal dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
- R-squared	0.97	0.99	0.92	0.84
- No. of observation	31	35	32	35

Note:
- Critical values for testing the significance of γ are from Table 1 in Banerjee et al. (1998):
****, ** and * signify the rejection of no cointegration hypothesis at 1%, 5% and 10% respectively.*
- p-values are in parentheses.
- Marginal ECM test results (equation 4.4) show that INTSPREAD may not exogenous in regression 5.4.

Source: own calculations

Finally, the problem of causality remains rather inconclusive. By showing the long-run relationship between financial development and physical capital accumulation and between physical accumulation and economic growth, the study suggests that causality is more likely to run from financial development to economic growth for the case of Vietnam. Nevertheless, there is also some evidence that some indicators such as the spread between interest rates

and the ratio of commercial banks' assets, may be driven by the process of capital accumulation and economic growth.

Nevertheless, using quarterly data for the period from 1993 to 2002, some evidence of the correlation between financial development and economic growth in Vietnam are found. In particular, financial development is strongly correlated to the level of investment, saving and capital stock formation. Meanwhile, investment and capital stock formation are shown to be among factors that influence the level of economic growth in the country. Among the five indicators of financial development, CREDIT, which represents the level of financial intermediation (or the size of the financial sector), is found to be most strongly and stably correlated to the three indicators of capital accumulation in all regressions they entered. This suggests that the expansion of the Vietnamese financial sector which channelled more savings to investments during the past years had a certain contribution to the capital accumulation process in the country.

The estimation results show a positive sign for the finance-saving relationship in Vietnam during the period. It therefore confirms the theory that financial intermediaries by providing more types of asset transformation ease the pool of savings and therefore increase the savings rate of the economy. Pagano's prediction that financial development might reduce saving because it facilitates more efficient risk sharing and household borrowing [Pagano (1993)] did not transpire in Vietnam. However, it should be noted that a stock market did not exist in Vietnam until 2000 and consumption credits have only become rather common recently, as people's income level is increasing. It would be interesting, therefore, to test the Pagano's hypothesis in the future, when the stock market will become more developed in Vietnam.

The estimation results also provide evidence for the theoretical argument that the financial sector, by facilitating and funnelling more savings to investment, may enhance the level of investment and capital stock in an economy. For the case of Vietnam, the results suggest that a larger and better functioning financial sector played a positive role in increasing the country's investment rate during the period under investigation. This result is similar to that of Neimke (2003) who found that indicators of financial development (total liquid liabilities and the share of credit granted to the private sector) had a significant and positive influence on the investment activities in 25 Eastern European transitional economies during the period 1990-2000. Besides, the estimation results also indicate that the commercialization of the banking sector, as represented by a higher share of commercial banks' assets to total bank asset, had a certain impact on the level of capital accumulation in Vietnam. This corresponds to the findings of Levine, Loayza, and Beck (2000) which shows that the degree to which commercial banks versus central banks allocate society's savings is correlated to economic growth for 71 countries over the period 1960-1995. It confirms that commercial banks are

more likely to identify profitable investments, monitor managers, facilitate risk management, and mobilize savings than central banks; thus facilitating the process of capital accumulation.

Concerning the direct relationship between financial development and economic growth, the estimation results show that total credit (CREDIT) is cointegrated with GDP per capita when financial development indicators enter the growth equation as a proxy for productivity. Nevertheless, other indicators of financial development such as total liquid liabilities (M2) or the share of commercial banks' assets (RATIOCOM) are found to have no relationship with the level of income per capita in Vietnam. While the amount of total credit is found to have a direct long-run relationship with the level of income per capita, the indicator itself only reflects the expansion of the financial sector and fails to capture the efficiency of the financial sector. As mentioned earlier, the banking sector in Vietnam incurs a relatively high rate of bad debts. Therefore, an increased amount of credit granted to the economy may not necessarily reflect a higher productivity of the banking sector. Thus, the indicator CREDIT seems not to be convincing enough in indicating the productivity of capital in Vietnam. In this case, an indicator reflecting the share of credit granted to the private sector of the economy might work better and it might help solve this problem. Unfortunately, such data are not available to the author.

The results in general further confirm the findings of recent cross-country studies [King and Levine (1993a, 1993b); Levine, Loayza and Beck (2000); Beck, Levine and Loayza (2000); Trabelsi (2002)] about the positive effect of financial development measures on growth. However, while these cross-country studies suggest a strong link between financial development, productivity and economic growth, the study finds rather ambiguous evidence on the direct association between financial development measures and growth. In general, the impact of financial development on capital accumulation is stronger, suggesting that the influence of finance on the income level in Vietnam is primarily through factors of capital accumulation.

The finding that financial development in Vietnam exerted its influence on growth primarily through the channel of capital accumulation is consistent with the results of Rioja and Valev (2002a, 2002b). Using data from 74 countries for the period 1961-1995, Rioja and Valev indicated that in low-income countries, finance influenced economic growth predominantly through capital accumulation, while in middle and high-income countries the main channel was productivity. Following the argument of Acemoglu, Aghion, and Zilibotti (2002), it can be explained that during its early stage of economic development, Vietnam (like other backward economies) typically pursued an "investment-based" growth strategy and the financial sector accordingly focused on funnelling more savings to investments rather than on selecting innovative projects to finance. The quality of the Vietnamese banking sector's assets was rather low with a high rate of NPLs during the last decade, suggesting that Vietnamese banks were inefficient in screening and monitoring investment projects. As long as the financial sector in

Vietnam remains weak at selecting projects, its contribution to productivity growth is limited. On the other hand, following Trabelsi's argument [Trabelsi (2002)], it is also possible that the financial sector in Vietnam could not strongly enhance productivity growth due to the lack of an innovative private sector continuously looking for profitable projects. In either scenario, the direct contribution of finance to economic growth may be constrained. In general, the finding about the limited direct finance-growth nexus in Vietnam provides further evidence of the possible different effects that finance may have in the developed versus developing countries.

D. Concluding remarks

This paper gave an overview of the economic reform, development and key features of the financial system in Vietnam. A short description of the country's economy highlights that although Vietnam enjoyed very high growth rates during the last decade, this momentum may slow down if further reform is not undertaken to address some structural and governance problems that exist in the economy. Similarly, although the Vietnamese financial system has recorded considerable development so far, the level of financial intermediation in the country remains low in comparison with some other East Asian emerging economies. Further development of the financial sector may be restrained by its high concentration rate, a bias of capital allocation towards the state sector, and weak governance in the banking sector. This observation draws attention to the finance-growth relationship in the country's economy.

The main part of this paper was dedicated to an investigation of the link between financial development and economic growth in Vietnam's situation. Using quarterly data for the period 1993-2002, the study shows that evidence about a long-run equilibrium relationship between financial development and economic growth does exist in the case of Vietnam. The key findings are underlined as follows:

- Financial development played a positive role in fostering economic growth in Vietnam during the period under investigation.
- The major channel through which financial intermediaries exert their influence on growth was via physical capital accumulation. Another channel of influence, though being less significant and remaining rather ambiguous, might be observed when financial development enters the growth equation as a factor facilitating productivity growth.

The results provide further evidence for the hypothesis that financial development in developed countries contributes to economic growth predominantly through capital accumulation.

References

Acemoglu, D.; Aghion, P. and Zilibotti, Z. (2002): "Distance to Frontier, Selection, and Economic Growth", *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper* No. 9066.

ADB (1999): *Rising to the Challenge in Asia: A Study of Financial Markets*, Volume 12: Socialist Republic of Viet Nam, ADB, the Philippines.

Banerjee, A.; Dolado, J. and Mestre, R. (1998): "Error-correction Mechanism Tests for Cointegration in Single-equation Framework", *Journal of Time Series Analysis*, Vol. 19, pp. 267-283.

Beck, T.; Levine, R. And Loayza, N. (2000): "Finance and the Sources of Growth", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, Issue 1, pp.261-300.

Bencivenga, V. and Smith, B. (1991): "Financial Intermediation and Endogenous Growth", *Review of Economic Studies*, Vol. 58, 2, pp. 195-209.

CIEM (2003): *Vietnam Economy 2002*, Report of the Central Institute of Economic Management (CIEM), Hanoi: National Political Publishing House.

Dapice, D. O. (2003): "Vietnam's Economy: Success Story or Weird Dualism? A SWOT Analysis", Tufts University, Department of Economics Working Paper, available at: http://ase.tufts.edu/econ, 15.01.2004.

Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R. (2001): "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons", in Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R. (eds.) (2001): *Financial Structure and Economic Growth: a Cross-country Comparison of Banks, Markets and Development*, Cambridge and London: The MIT Press, pp. 81-139.

Dickey, D. A. and Fuller, W. A. (1979): "Distribution of the Estimators for Autogressive Time Series wirh a Unit Root", *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 74, pp. 427-431.

Dickey, D. A. and Fuller, W. A. (1981): "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Times Series with a Unit Root", *Econometrica*, Vol. 49, pp. 1057-72.

Dollar, D. (2002): "Reform, Growth, and Poverty in Vietnam", *World Bank Policy Research Working Paper* No. 2837.

Engle, R. F. and Granger, W. J. (eds.) (1991): *Long-Run Economic Relationships: Reading in Cointegration*, Oxford: Oxford University Press.

Granger, C. W. J. (1981): "Some Properties of Time Series Data and Their Use in Econometric Model Specification", *Econometric Review*, Vol. 13, Issue 3, pp. 345-350.

Hoang, L. (2004): "Project to Privatize the Bank for Foreign Trade of Vietnam", *Thanh Nien Newspaper* Online: www.thanhnien.com.vn, 14.05.2004 *(article in Vietnamese)*.

Holden, D. and Perman, R. (1994): "Unit Roots and Cointegration for the Economist", in Rao, B. B. (eds.): *Cointegration for the Applied Economist*, New York: St. Martin's Press, pp. 47-112.

Hylleberg, S. (eds.) (1993): *Modelling Seasonality*, New York: Oxford University Press.

IMF (1999): "Vietnam: Selected Issues", IMF Staff Country Report No. 99/55, July, Washington, D.C.

King, R. G. and Levine, R. (1993a): "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, pp. 717-738.

King, R. G. and Levine, R. (1993b): "Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence", *Journal of Monetary Economic*, Vol. 32, pp. 513-542.

Klump, R. and Gottwald, K. (2003): “Financial Sector Reform in Vietnam”, in Hall, M. J. B. (2003) (eds.) (2003): *The International Handbook of Financial Reform*, UK: Edward Elgar Publishing Limited, pp. 277-302.

Klump, R. and Spitzenpfiel (1998): “Vietnam: The Financial System of an Economy in Transition”, in: Menkhoff, L. and Reszat, B. (eds.) (1998), *Asian Financial Markets*, Baden-Baden: Nomos Verlag, pp. 335-52.

Kremers, J. M.; Ericsson, N. R. and Dolado, J. J. (1992): “The Power of Cointegration Tests”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 54, Issue 3, pp. 325-348.

Levine, R. (1997): “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, *Journal of Economic Literature*, 35, pp. 688-726.

Levine, R. (1998): “The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.30, No.3, pp. 596-613.

Levine, R. (2004): “Finance and Growth: Theory and Evidence”, *NBER Working Paper* No. 10766.

Levine, R.; Loayza, N. and Beck, T. (2000): “Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 46, Issue 1, pp. 31-77.

Lopes, da Silvia A.C.B (2003): “Deterministic Seasonality in Dickey Fuller Tests: Should We Care?”, Instituto Superior de Economia Working Paper, available at http://econwpa.wustl.edu:80/eps/em/papers/0402/0402007.pdf.

Neimke, M. (2003): "Financial Development and Economic Growth in Transition Economies", Bochum, Germany: Institute of Development Research and Development Policy Working Paper No. 173.

Nguyen Van Chinh and Vu Quang Viet (2002): *Vietnam Economy in the Years of Reform*, Hanoi: Statistics Publishing House.

Nguyen, P. (2004): “Vietnamese Banks Ready for Privatization”, *VietNamNet:* www.vnn.vn, 07.04.2004 (article in Vietnamese).

O’Connor, D. (2000): “Financial Sector Reform in China and Vietnam: A Comparative Perspective”, *Comparative Economic Studies*, Vol. XLII, No. 4, pp. 45-66.

Pagano, M. (1993): “Financial Markets and Growth: An Overview”, *European Economic Review* Vol. 37, pp. 613 - 622.

Rjoja, F. and Valey, N. (2002a): “Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development”, Georgia State University, *Andrew Young School of Policy Working Paper* No. 02-17.

Rjoja, F. and Valey, N. (2002b): “Does One Size Fit All?: a Re-examination of the Finance and Growth Relationship”, Georgia State University, *Andrew Young School of Policy Working Paper* No. 02-07.

State Bank of Vietnam: *Annual Report,* issues for 1996, 1997, 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, Hanoi.

Trabelsi, M. (2002): “Finance and Gowth: Empirical Evidence From Developing Countries, 1960-1990”, University of Montreal, Working Paper Series CAHIER 13-2002, available at http://www.sceco.umontreal.ca/publications/etext/2002-13.pdf, 08.06.2003.

Tran, Nam Binh (1999): “Economic Liberalization and Vietnam’s Long-term Growth Prospects”, *Journal of the Asia Pacific Economy* Vol. 4 (2), pp. 233-57.

Truong, D. H. D. and Gates, C. L. (1996): “Vietnam’s Gradualist Economic Reforms”, in Jilberto, A. E. and Mommen, A. (eds.) (1996): *Liberalization in the Developing World*, London: Routledge, pp. 72-95.

van Arkadie, B. and Mallon, R. (2003): *Vietnam – A Transition Tiger?*, Australia: Asia Pacific Press.

Verbeck, M. (2000): *A Guide to Modern Econometrics*, London: John Wiley & Sons Ltd.

Wolff, P. (1999): *Vietnam – The Incomplete Transformation*, Great Britain: Frank Cass Publishers.

World Bank (1995): *Vietnam Financial Sector Review: An Agenda for Financial Sector Development*, Report No. 13135.

World Bank (1998): *Vietnam: Rising to the Challenge*, An Economic Report of the World Bank Poverty Reduction and Economic Management Unit No. 18632-VN.

World Bank (1999): *Vietnam: Attacking Poverty*, Vietnam Development Report 2000, Report No. 19914-VN.

World Bank (2002a): *Banking Sector Review: Vietnam - June 2002*, The World Bank Financial Sector, East Asia and Pacific Region, available at www.worldbank.org.vn/publication/Banking%03.pdf, 20.06.2003.

World Bank (2002b): *Vietnam: Delivering on Its Promise*, Vietnam Development Report 2003, Report No. 25050-VN.

Database Sources:

IMF: International Financial Statistics, http://ifs.apdi.net/imf.

World Bank: Financial Development and Economic Development Database, available at http://www.worldbank.org/research/projects/finstructure/database.htm.

APPENDIX A

Milestones in the Financial Sector Reform Process in Vietnam since 1988

	Market reform measures	Institutional reform measures	Remarkable development/Facts
1988		Separation of the functions of the State Bank from those of commercial banks.	
1989	Entry into the banking system liberalized and rules on the sectoral specialization of the four SOCBs removed. Devaluation of the official exchange rate close to the market rate.		Real interest rate became positive for the first time.
1990		Issuance of two ordinances: • Ordinance on the State Bank, which defines the main functions of state bank. The State Bank's function was moved away from the direction of credit. • Ordinance on Banks, Credit cooperatives and Financial companies, which provides process for the establishment, operation and dissolution of financial institutions; requirement for credit appraisal to be conducted by banks; requirement to maintain credit limit, etc.	
1991		Establishment of foreign exchange centres, utilization of exchange rates established at these centres as basis for formulating official exchange rate. Agribank are allowed to lend to households.	Rapid expansion of non-state banks started.
1992		Adoption of a new Constitution, introducing changes to democratic freedoms and property rights, and right to free business activities in line with law.	
1993	All forms of subsidized credit to state enterprises effectively eliminated.	Passage of Land Law, granting land-use rights and rights to construct and use fixtures on land to private Vietnamese entities and individuals. Farmers granted flexible landholding rights over farmland for 20-50 years depending on use. Passage of Law on Disputes and Resolutions.	
1994	Establishment of an inter-bank foreign exchange market.	Adoption of Bankruptcy Law that governs all enterprises. Establishment of economic courts to hear economic and bankruptcy cases.	
1995			

	Market reform measures	Institutional reform measures	Remarkable development/Facts
1996	Liberalization of VND deposit rates. Credit activities exempted from turnover tax.		
1997			
1998	Forward and swap foreign exchange transactions permitted.	Passage of two laws: • Law on the State Bank of Vietnam • Law on Credit Institutions The two laws have some improvements in comparison to the two ordinances: • Provision for SBV's more autonomy in conduct of monetary policy and supervision of banks. • Provisions for credit institutions to ensure bank safety and soundness.	Start of second round of banking reforms (recapitalization of SOCBs; merger/insolvency of JSBs); Formation of Bank Restructuring Committees.
1999	Abolishment of the fixed exchange rate system and employment of crawling-peg system (0.1% band of fluctuation). Liberalization of foreign currency deposit rates.	Issuance of several decrees on banking regulations and supervision: • Decree on deposit insurance • Decree on organization and operation of commercial banks • Decision on prudentially financial ratios for safe operation of banks. • Decision on off-site supervision of banks • Decision on independent audits for credit institutions. Issuance of a decree on secured transactions, providing collateral regulations. Establishment of Credit Information Centre (CIC). Introduction of Vietnamese Accounting Standards (VAS) to be adopted by banks.	
2000	Establishment of stock market in HCMC	Issuance of a decree on the registration of secured transactions.	Operation of Deposit Insurance Agency (DIA) started with head office in Hanoi and 4 branches. The insurance covers only VND deposits.

	Market reform measures	Institutional reform measures	Remarkable development/Facts
2001	Liberalization of foreign currency lending rates.	Program for restructuring of SOCBs set up: • Commencement of external audits at the four large SOCBs based on international accounting standards; • Setting minimum conditions for a phased recapitalization of the SOCBs (estimated to demand USD1.1 billion); • Improve classification of loans; • Resolving NPLs; • Establishment of credit risk management and internal audit committees at the SOCBs. Promulgation of Decision 1122 on shareholders, shares and charter capital of joint-stock banks. The decision puts a ceiling limit of state holding in JSBs to 40%. Establishment of Asset Management Company (AMC).	
2002	Liberalization of VND lending rates.	Establishment of a Registry Centre for secured transaction under the Ministry of Justice. Establishment of the Social Policy Bank in order to undertake government policy lending, separating them from commercial lending.	Licences of 12 JSBs were revoked in September, bringing the number of JSBs down to 36.
2003	Ease of restriction on deposit taking of foreign and joint-venture banks (increased from 25 to 50 percent of their legal capital).		

Sources: ADB (1999), SBV Annual Reports (1996-2003), van Arkadie and Mallon (2003).

APPENDIX B

Descriptions of indicators

Variable/Indicator	Description
Economic growth	
Real GDP per capita (GDPPC)*	Real GDP per capita for the quarter, in VND and at constant 1994's prices.
Physical capital accumulation	
Gross capital formation (CAP)*	Value of the capital generated in the quarter, in VND billion and at current prices.
Gross national investment (INVEST)*	Total investment in the quarter, in VND billion and at current prices.
Gross national saving (SAVING)*	Total saving in the quarter, in VND billion and at current prices.
Financial development	
Total liquidity (M2)**	The stock of money and quasi-money by end of the quarter, in VND billion. The indicator reflects the size of the financial sector. (The indicator equals the sum of lines 34 and 35 in IFS's database).
Total banking assets (BANKASSET)**	Total assets of the banking sector (including the central bank and deposit money banks) by end of the quarter, in VND billion. The indicator reflects the size of the financial sector. (The indicator equals the sum of lines 11, 12, 20, 21, 22a and 22d in IFS's database).
Total domestic credit (CREDIT)*	Total domestic credit for the quarter, in VND billion. The indicator reflects the size of the financial sector.
Ratio of commercial banks' assets to total banking asset (RATIOCOM)**	The ratio between commercial banks' assets to total banking assets (total banking assets equal the sum of commercial banks' assets and central bank's assets). The indicator reflects the efficiency of the financial sector: A higher ratio indicates higher efficiency. (The indicator is calculated as the sum of lines 20, 21, 22a and 22d (in IFS's database) divided by the total banking assets (BANKASSET)).
Spread of interest rates (INTSPREAD)*	The difference between the average per month lending interest rate (for 3 months lending) and the average per month deposit rate (for 3 months deposit). The indicator reflects the efficiency of the financial sector: a lower spread means higher efficiency.
Control variables	
Inflation (INFLATION)*	Inflation rate for the quarter.

** Source: Ministry of Planning and Investment, Vietnam, 2003. These data are complied and used by the Ministry to estimate short-term growth of the economy, based on models developed by the National Economic Department (Le Viet Duc et al. (2001)).*

*** Source: International Financial Statistics (IFS), IMF; downloaded on 18th November 2003 at http://ifs.apdi.net/imf.*

Note: In the regressions, the logarithm of GDPPC, CAP, INVEST, SAVING, M2, BANKASSET and CREDIT were used instead.

Descriptive Statistics

	GDPPC	CAP	INVEST	SAVING	M2
Mean	1,207,481.44	27,082.63	32,532.30	21,660.73	118,268.27
Median	1,194,795.16	24,398.50	30,002.50	19,016.00	84,920.00
Maximum	1,763,876.07	63,991.00	52,970.00	50,167.00	263,877.00
Minimum	658,672.83	10,790.00	15,750.00	1,644.00	37,567.00
Std. Dev.	299,850.39	12,550.01	10,095.87	13,591.77	76,179.35
Skewness	0.12	1.09	0.33	0.49	0.70
Kurtosis	2.15	4.09	2.07	2.31	1.98
Jarque-Bera	0.97	7.43	1.62	1.78	3.77
Probability	0.62	0.02	0.44	0.41	0.15

	BANKASSET	RATIOCOM	CREDIT	INFLATION	INTSPREAD
Mean	182,967.40	62.86	122,572.37	1.10	0.48
Median	116,607.50	56.72	117,605.50	0.89	0.42
Maximum	407,086.00	77.54	247,721.00	7.54	0.70
Minimum	58,096.00	50.86	41,983.00	-1.80	0.20
Std. Dev.	120,384.85	10.35	58,066.88	2.02	0.16
Skewness	0.65	0.34	0.42	1.05	0.05
Kurtosis	1.82	1.36	2.16	4.57	1.66
Jarque-Bera	3.83	3.93	1.78	8.60	2.25
Probability	0.15	0.14	0.41	0.01	0.33

Correlation Matrix

	GDPPC	CAP	INVEST	SAVING	M2	BANK-ASSET	RATIO-COM	CREDIT	INFLA-TION	INT-SPREAD
GDPPC	1.0000									
CAP	0.8330	1.0000								
INVEST	0.8308	0.6341	1.0000							
SAVING	0.9236	0.8615	0.6634	1.0000						
M2	0.8485	0.6397	0.8607	0.6927	1.0000					
BANKASSET	0.8488	0.6269	0.8580	0.7010	0.9971	1.0000				
RATIOCOM	0.8580	0.5890	0.8566	0.7047	0.9613	0.9747	1.0000			
CREDIT	0.9043	0.6827	0.8792	0.7287	0.9740	0.9669	0.9413	1.0000		
INFLATION	-0.5054	-0.3236	-0.3804	-0.5095	-0.3034	-0.3303	-0.4045	-0.3401	1.0000	
INTSPREAD	-0.5594	-0.4833	-0.5753	-0.3781	-0.5311	-0.4986	-0.4390	-0.6536	0.1117	1.0000

BANKENREGULIERUNG IN INTERNATIONALER PERSPEKTIVE

Stephan Paul

A. Einleitung

Die *Regulierung der Kreditwirtschaft* steht derzeit vor einem *radikalen Umbruch*. Im Juni 1999 hatte der bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich angesiedelte und mit Vertretern der wichtigsten nationalen Aufsichtsbehörden besetzte Basler Ausschuss für Bankenaufsicht einen ersten Entwurf für die zukünftige Regulierung von Kreditinstituten vorgelegt [Basler Ausschuss (1999)]. Danach – so damals bereits die Ansicht des Mitglieds des damaligen Direktoriums und heutigen Vorstands der Deutschen Bundesbank, Edgar Meister, stünden der Bankenaufsicht „epochale Änderungen" [o.V., Epochale (1999)] bevor, die sowohl die traditionellen Kontrollnormen quantitativer Art wesentlich modifizierten als auch die Hinwendung zu einer als „qualitativ" bezeichneten Aufsicht forcierten.

Anfangs zögerlich, dann umso heftiger hat zunächst in den Kreditinstituten und mittlerweile auch in der Öffentlichkeit eine streckenweise hitzige Diskussion über die Konsequenzen der Neuregelungen eingesetzt [exemplarisch Buchholz (2002)]. Bald wurde mit Blick darauf die Notwendigkeit deutlich, vor der endgültigen Fixierung der Normen in umfangreichem Maße Daten in der Kreditwirtschaft zu erheben und die Betroffenen – Banken und Aufsicht – hierüber in einen intensiven Konsultationsprozess zu bringen. Als dessen Resultat hat der *Basler Ausschuss Ende Juni 2004* eine *grundsätzliche Vereinbarung über ein neues Rahmenwerk* getroffen.

Mit der Modifizierung der bisherigen Eigenkapitalvorschriften verfolgt der Basler Ausschuss nach eigenen Worten in erster Linie das Ziel, die *Solidität und Stabilität des internationalen Finanzsystems* zu stärken, für dieses ein *„sicheres Haus"* zu errichten. Dabei sollen unter *Erhaltung des derzeitigen Eigenkapitalniveaus* die *Wettbewerbsneuralität der Regulierung verbessert, Bankrisiken umfassender, differenzierter und individueller behandelt sowie zugleich verstärkt unternehmerische Freiräume (nicht zuletzt in der Weiterentwicklung von Risikomanagementsystemen) für die Kreditinstitute eröffnet* werden [Basler Ausschuss, (2001a, 2001b, 2004a)]. Die Eigenkapitalregelungen sollen damit *anreizkompatibel, flexibel, theoretisch fundiert* und *operabel* sein [Hofmann (2002b)].

Angesichts des Umfangs der Rahmenvereinbarung (und bereits vorliegender Entwürfe für ihre weitere Operationalisierung) verfolgt dieser Beitrag nach einer Begründung der Bankenregulierung (2) das Ziel, einen möglichst *komprimierten Überblick* über die geplanten Veränderungen im Aufsichtsrecht und mögliche Auswirkungen zu geben. Zunächst vollziehen die Ausführungen kurz den Entstehungsprozess der Vorschläge nach (3) und stellen ihren säu-

lenartigen Aufbau dar (4), um dann auf einen wesentlichen Schwerpunkt der Neuregelungen, die Modifizierung der Eigenkapitalanforderungen für das Kreditrisiko, einzugehen (5). Im Anschluss daran werfen die Erörterungen ein Schlaglicht auf die wesentlichen grundsätzlichen Konsequenzen für das Verhältnis zwischen Bank und Kunde (6). Abschnitt 7 thematisiert in geraffter Form die Auswirkungen von Basel II für die Finanzierung von bzw. in Entwicklungsländern. Ein kurzer Ausblick (8) schließt den Beitrag ab [vgl. zu den folgenden Ausführungen vor allem Paul (2004a)].

B. Warum werden Banken reguliert, und wie lassen sich Regulierungsalternativen bewerten?

Konzentriert man sich auf das „einzig wirklich ernstzunehmende Argument“ [Seifert (1984)] für die Beaufsichtigung der Kreditwirtschaft, dann wird die Berechtigung für einen staatlichen Eingriff in den Marktprozess aus der bei fehlender Regulierung drohenden Gefahr von Krisen des Bankensystems abgeleitet, für deren Entstehung typischerweise folgender Verlauf verantwortlich gemacht wird [Greenbaum und Thakor (1995); Burghof und Rudolph (1996); Bonn (1998)]:

Von den Gläubigern einer Bank, speziell ihren Einlegern, wird angenommen, dass sie besonders vertrauensanfällig seien, also stärker als in anderen Branchen auf Informationen über negative geschäftliche Entwicklungen ihres Schuldners reagierten. Gerate daher die Bonität „ihrer“ Bank in Zweifel, so würden sie nach Möglichkeit unverzüglich und in vollem Umfang ihre Einlagen abziehen, um Vermögensverluste oder auch nur Auszahlungsstockungen zu vermeiden (Schaltersturm bzw. *Run-Szenario*). Eine in dieser Weise von ungeplanten und massiven Liquiditätsabzügen betroffene Bank sehe sich zur Aufrechterhaltung ihrer Zahlungsbereitschaft dazu gezwungen, Aktiva vorzeitig zu veräußern – auch unter Inkaufnahme von Liquidationsverlusten. Sollten diese nicht durch die Verlustausgleichsreserven der Bank aufgefangen werden können, dann entwickle sich die ursprüngliche Liquiditäts- zu einer Solvenzkrise.

Diese zunächst auf ein einzelnes Institut beschränkte Krise könne dann im Wege einer Kettenreaktion auf andere Banken übergreifen („spillover“), auch deren Existenz gefährden und in letzter Konsequenz zu einer Krise des gesamten Bankenapparates führen (*Domino-Effekt*). Als Ausprägungen einer solchen Systemkrise wiederum werden etwa „Verklemmungen“ der Kreditmärkte („credit crunch“, Hellwig (1998)) mit entsprechenden Rationierungen der Finanzierungsmöglichkeiten für Unternehmensinvestitionen und den privaten Konsum oder Störungen der Zahlungsverkehrssysteme (technischer Art, z.B. nach Naturkatastrophen oder Anschlägen) angesehen. Aufgrund des hohen Verflechtungsgrades der Kredit- mit der Realwirtschaft müsse daher davon ausgegangen werden, dass Krisenerscheinungen des

Finanzsektors die gesamte Volkswirtschaft in Mitleidenschaft ziehen könnten [Jackson und Perraudin (2002)].

Differenzierte Prüfungen dieser Argumentation haben gezeigt, dass sich Runs auf Einzelinstitute nicht zwangsläufig zu *Systemkrisen* auswachsen müssen und diese für die Vergangenheit auch empirisch nur selten, lediglich in Ansätzen nachzuweisen sind [Kaufman (1994); Gorton und Winton (2002)]. Doch lassen sie sich *nicht mit Sicherheit ausschließen* [Zimmer (1993)]. Trotz unter Umständen nur geringer Wahrscheinlichkeit ist die *Möglichkeit* „alptraumhafter" Störungen [Burghof und Rudolph (1996)] der Branchen- und nachfolgend eventuell auch der volkswirtschaftlichen Entwicklung *theoretisch gegeben*. Derartige Verwerfungen zu verhindern muss aber als Aufgabe des Staates angesehen werden. Selbst bei einer sehr restriktiven Bemessung seines Verantwortungsbereiches dürfte doch unstrittig sein, dass er die Rahmenbedingungen für das reibungslose Funktionieren des Marktgeschehens zu schaffen hat [Eucken (1949)]. Von Hayek vergleicht diese Aufgabe „mit der des Wartungspersonals einer Fabrik, da ihr (der Regierung, d. Verf.) Zweck nicht ist, bestimmte Leistungen oder Produkte hervorzubringen, die von den Bürgern konsumiert werden sollen, sondern eher, dafür zu sorgen, dass der Mechanismus, der die Produktion dieser Güter und Dienstleistungen regelt, in arbeitsfähigem Zustand erhalten bleibt" [von Hayek (1980), S.71]. In der Notwendigkeit, die Funktionsfähigkeit der Kreditwirtschaft zu sichern, liegt daher die Rechtfertigung für die Regulierung.

Die Ableitung eines Maßstabes für die *Prüfung von Regulierungsalternativen* erfordert ein theoretisches Fundament. Hier soll auf die *evolutorische Wirtschaftstheorie* zurückgegriffen werden, die ein Denken in Marktgleichgewichten ablehnt und stattdessen die Analyse von Marktprozessen fordert [von Hayek (1945); Kirzner (1988)]. In den diesen Ansatz prägenden Arbeiten der Österreichischen Schule wird dementsprechend eine dynamische Sichtweise verfolgt [Schumpeter (1947)]: Anstelle von Zuständen gleichverteilten Wissens interessiert die *Art und Weise der Wissensänderung*. Die unvollständigen und zwischen den Wirtschaftssubjekten ungleich verteilten Informationen gelten nicht als Behinderung des Wettbewerbs, sondern vielmehr als dessen konstitutionelle Voraussetzung, werden als sein „Motor" angesehen [von Mises (1940)].

Sofern ein Individuum einen Informationsnachteil befürchtet, droht ihm auch die Gefahr, übervorteilt zu werden. Daher sucht er nach Tauschgelegenheiten und erkundet verwirklichte Austauschverhältnisse, um Wissen über die Einschätzung der getauschten Sachen, Dienste und Verfügungsrechte durch andere zu erlangen [Schneider (1995)]. Dieses Streben der Individuen nach einer Erweiterung bzw. Vertiefung ihres Wissens löse – so von Hayek – einen Prozess der Informationsaufdeckung und -verbreitung aus, der das zerstreute (niemals zentral zusammengefasste) *Wissen* einer Gesellschaft *verwerte* [von Hayek (1976)]. Über die Bündelung und Offenlegung von Informationen sowie den sich aus diesem Prozess er-

gebenden Abbau ungleich verteilten Wissens hinaus bestünden Anreize, *neues*, zuvor nicht vorhandenes *Wissen* zu *schaffen*, das sich ohne den Wettbewerbsprozess nicht gebildet hätte [Kirzner (1988)]. In diesem Sinne wird der *Wettbewerb* als „*Entdeckungsverfahren*“ bezeichnet.

Auf der Basis des in den evolutorischen Ansätzen hervorgehobenen Denkens in Veränderungsprozessen (statt in Gleichgewichtszuständen) bietet es sich an, die *Auswirkungen bestimmter Regelungen auf den Prozess der Wissensübertragung durch Markthandlungen* zu untersuchen. Zu prüfen ist dann, welcher Einfluss auf das Erkennen und Entfalten von *Handlungsmöglichkeiten* [Schneider (1997)] durch die Wirtschaftssubjekte genommen wird. Diese können konkretisiert werden durch die Betrachtung so genannter „*Unternehmerfunktionen*“, wie sie insbesondere Dieter Schneider vorgestellt hat. Grundlegend ist danach die Übernahme von Einkommensunsicherheit anderer, aus der sich Erscheinungsformen wie beispielsweise Märkte und Unternehmungen erklären lassen. Erst bei deren Existenz kann die insofern nachgeordnete Unternehmerfunktion des Erzielens von Arbitrage- und Spekulationsgewinnen entfaltet werden. Die Unternehmerfunktion der Koordination des Durchsetzens von Veränderungen innerhalb einer Institution setzt wiederum die Planung von Gewinnen voraus, weil das Bemühen um die Erhaltung einer Institution nach innen sachgerecht nur in Abstimmung mit den Plänen der Erhaltung nach außen geschehen kann [Schneider (1995, 2001)].

Mit dem Ausüben von Unternehmerfunktionen wird der Zweck verfolgt, Wettbewerbsfähigkeit aufzubauen und zu erhalten, um sich gegenüber Rivalen durchzusetzen und im Marktprozess zu bestehen. Wird daher eine *Verwertung von Wissen über Märkte* gewünscht, dann darf das *Erkennen und Entfalten von Handlungsmöglichkeiten durch das Ausüben von Unternehmerfunktionen, die unternehmerische Findigkeit also, so wenig wie möglich durch staatliche Eingriffe behindert* werden, da die von den Markthandlungen ausgehenden Signale ansonsten verzerrt werden oder sogar ausbleiben könnten.

Ein Vergleich von Regulierungsalternativen hat daher zunächst auf deren *Effektivität*, also die Eignung zur Verhinderung von Systemkrisen abzustellen. Im Hinblick auf die *Effizienz* ist dann derjenigen Alternative der Vorzug zu geben, von der die geringsten Beeinträchtigungen der Ausübung von Unternehmerfunktionen und damit die Verwertung von Wissen ausgehen.

C. Der Weg von Basel I zu Basel II

Nach seiner Einführung 1962 blieb das Grundgerüst von (insbesondere) quantitativen Eigenkapitalbelastungsregeln der deutschen Bankenaufsicht, kodifiziert in der zentralen Vorschrift des *Grundsatzes I*, im Kern 20 Jahre unverändert [zum Überblick Burghof und Rudolph (1996), S.202 ff. sowie Süchting und Paul (1998), S.470 ff.]. Erst Anfang der 1980er Jahre

wurde zunehmend deutlich, dass es dringend einer Harmonisierung der durch erhebliche Unterschiede gekennzeichneten Aufsichtsnormen zumindest in den bedeutenden Wirtschaftsnationen bedurfte, um Regulierungsarbitragen – Geschäfte wurden dort abgewickelt, wo sie den schwächsten Kontrollvorschriften unterlagen – einzudämmen. Nach einer Gemeinschaftsaktion der Bankaufsichtsbehörden der Vereinigten Staaten und Großbritanniens wurden 1988 die Empfehlungen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht von den Zentralbankgouverneuren bzw. -präsidenten der Länder der Zehnergruppe verabschiedet (so genannter „*Basler Eigenkapitalakkord*", mittlerweile als „*Basel I*" bezeichnet).

Diese Empfehlungen zielten auf eine einheitliche Begrenzung der Risiken insbesondere aus dem Aktivgeschäft der Kreditinstitute durch Anbindung an ihre haftenden Eigenkapitalmittel. Sie bildete die Grundlage für die im Rahmen der Harmonisierung des Bankrechtes in Europa *1989* verabschiedeten *EG-Solvabilitäts- und EG-Eigenmittelrichtlinien*. Bei deren Umsetzung im Rahmen der *4. KWG-Novelle* wurden *1993* die haftenden Eigenmittel der Bank neu definiert und über die bisher allein erfassten Ausfallrisiken aus Buchkrediten hinaus nun auch diejenigen aus Wertpapieren beschränkt, um die sich im Zuge der Securitization zeigende Tendenz zur Verbriefung von Finanzierungen zu berücksichtigen.

Zur weiteren Angleichung der Aufsichtsnormen wurde *1993* die *EU-Kapitaladäquanzrichtlinie (CAR)* verabschiedet, um auch die in Trennbankensystemen wie demjenigen Großbritanniens anzutreffenden reinen Wertpapierhäuser in das Regulierungssystem einzubeziehen. Dabei strebte man an, die Systematik der Eigenkapitalbelastungsregeln möglichst sachgerecht auf die Begrenzung der für diese Finanzintermediäre typischen Risiken zu übertragen. Diese resultieren aus Schwankungen von Marktpreisen (etwa Zinsen, Aktien und Währungskursen) der gehandelten Finanzkontrakte. Nach dem Grundsatz „same business, same risk, same regulation" wurde der Anwendungsbereich der entwickelten Risikobegrenzungsnormen aber über Investment Banks hinaus auch auf den Wertpapierhandelsbestand von Universalbanken („Trading Book") ausgedehnt. Nach den EU-Vorgaben war die CAR bis Ende 1995 in nationales Recht zu transformieren – in Deutschland sollte dieses im Rahmen einer 6. KWG-Novelle geschehen.

Während der Umsetzungsdiskussion wurde wiederum vom Basler Bankenausschuss eine „Ergänzung der Eigenkapitalempfehlung zum Einbezug von Marktrisiken" erarbeitet. Neben der Einigung über so genannte *Standardverfahren* zur Quantifizierung möglicher *Marktpreisschwankungen* wurden Anforderungen entwickelt, deren Erfüllung den Kreditinstituten die Verwendung *interner Modelle* zur selbständigen Bestimmung der institutsindividuell zu unterhaltenden Eigenkapitalbeträge erlaubte. Dieser Vorschlag sollte einen Weg aus dem „Regulierungsdilemma" des voraufgegangenen Jahrzehnts weisen: Die hohe Zahl von Produktinnovationen insbesondere im Bereich der derivativen Finanzinstrumente erzwang nach Ansicht der Aufsichtsbehörden eine permanente Modifikation der quantitativen Begrenzungs-

vorschriften. Infolge des für die Entwicklung maßgeschneiderter Kontrollkonzepte erforderlichen Zeitaufwandes konnte die Bankenaufsicht aber mit der Dynamik der Finanzmärkte nicht mithalten. Dies legte die Vorgabe qualitativer Mindeststandards nahe, bei deren Einhaltung den Banken dann die Gelegenheit gegeben werden sollte, in ihrem Risikomanagement weitgehend autonom zu operieren. Es entfiele somit die Notwendigkeit, bei jeder Finanzinnovation die bankaufsichtlichen Normen anzupassen.

Die CAR wurde unter Berücksichtigung der Basler Empfehlung mit Hilfe der 6. KWG-Novelle und eines *konzeptionell neu gestalteten Grundsatzes I* umgesetzt. Letzterer integrierte die Vorschriften zum „Adressenausfallrisiko“ (= Bonitätsrisiko) sowie dem „Marktrisiko“ und trat 1998 in Kraft. Aufgrund von Bagatellregelungen haben nach Erhebungen in der Kreditwirtschaft nur rund 200 Institute die Marktrisikoregelungen zu beachten; ein von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) abgenommenes, internes Marktrisikomodell hatten 2003 lediglich 15 deutsche Banken im Einsatz. Für 95 % der deutschen Banken (die als „Nicht-Handelsbuch-Institute“ eingestuft werden) sind jedoch lediglich die Vorschriften über Adressenausfall- (und daneben Währungs-)risiken relevant.

Mit dem im *Juni 2004* unter dem Titel „International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards – A Revised Framework“ veröffentlichten *Rahmenwerk* [Basler Ausschuss (2004)] unternimmt der Basler Ausschuss nach mehreren Konsultationspapieren einen Anlauf zu einer in weiten Teilen völlig umgestalteten Eigenkapitalregulierung („*Basel II*“). Ergänzend dazu geben die „Implementation of Basel II: Practical Considerations“ Umsetzungshinweise [Basel Committee (2004b)]. Zwar sind seinen Richtlinien direkt nur international tätige Kreditinstitute unterworfen. Dennoch besaß dieses Gremium in der Vergangenheit stets die Schrittmacherfunktion für die Weiterentwicklung der Regulierung in Bezug auf die gesamte Kreditwirtschaft. Es ist daher damit zu rechnen, dass auf der Basis eines endgültigen Akkords die Umsetzung in europäische Richtlinien und nachfolgend auch deutsche Gesetzeswerke erfolgen wird.

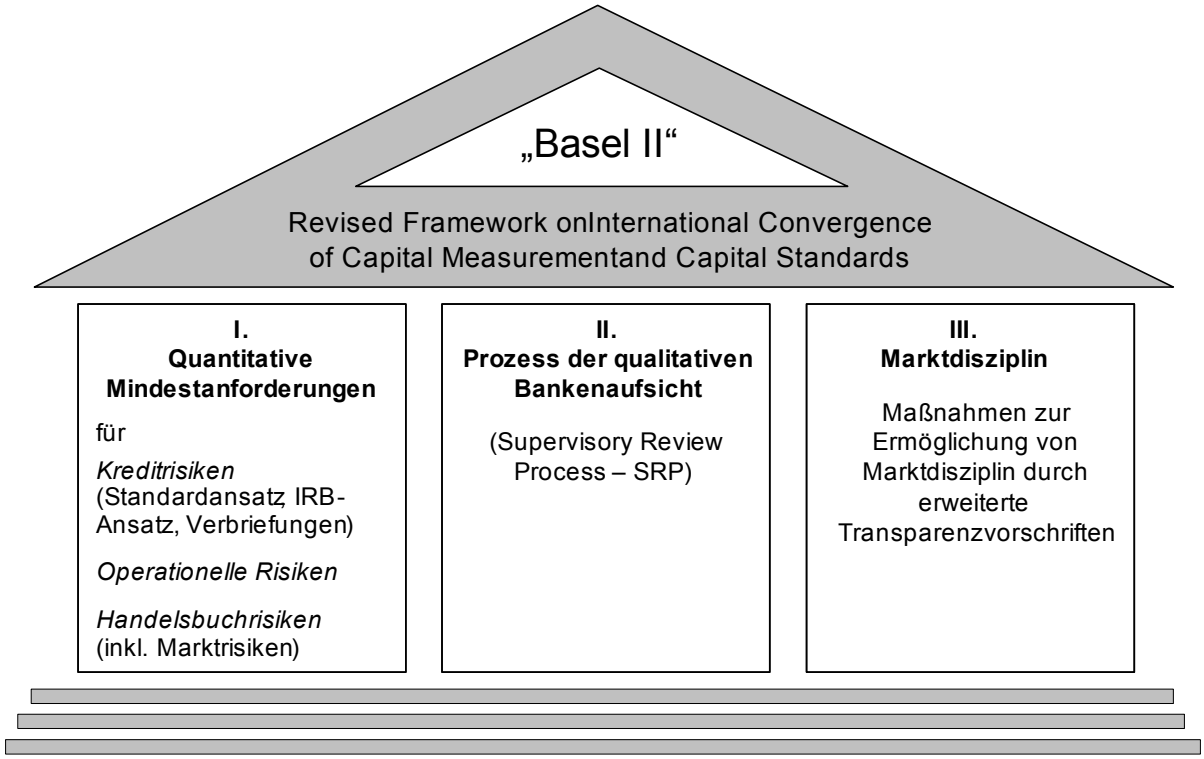
Nach dem weiteren Basler Zeitplan werden im Rahmen der 4. Quantitative Impact Study (QIS 4) bis Februar 2005 die Konsequenzen des jetzt vorgelegten Entwurfs geprüft; evtl. sind dann noch Feinjustierungen des Akkords erforderlich. Nach einer Parallelrechnung von Basel I und Basel II im Jahre 2006 soll Basel II dann Ende 2006 (in den später noch zu erläuternden anspruchsvolleren Varianten Ende 2007) in Kraft treten.

Unterdessen hat auch die *EU-Kommission* einen in weiten Teilen mit den Basler Vorstellungen deckungsgleichen Vorschlag für eine Richtlinie erarbeitet, die im Herbst 2005 verabschiedet werden soll [Commission of the European Communities (2004) sowie zu zentralen Unterschieden Deutsche Bundesbank (2004)].

D. Die drei Säulen von Basel II

Ein von drei Säulen getragener Ansatz soll die Stabilität des internationalen Finanzsystems stärken [vgl. grundsätzlich zum Überblick Deutsche Bundesbank (2001, 2002a und 2004) sowie Europäische Zentralbank (2001)].

Abbildung 1: *Das „Drei-Säulen-Konzept" von Basel II*



Schon seit Jahrzehnten unterlagen Banken *quantitativen Eigenkapitalanforderungen (Säule 1)* im Hinblick auf Adressenausfall- und seit 1998 auch Marktrisiken. Die bisher bestehenden Kreditrisikoregelungen werden nun stärker differenziert durch Einbeziehung von externen Ratingurteilen bzw. individualisiert durch Rückgriff auf interne Ratings der Kreditinstitute. Zugleich werden erstmals so genannte *operationelle Risiken* durch quantitative Vorschriften begrenzt. In Bezug auf diese beiden Risikokategorien wird – wie zuvor schon bei Marktrisiken – ein *evolutionäres Konzept* verfolgt: Künftig stehen wahlweise sowohl standardisierte Erfassungskonzepte als auch feinere bankeigene Modelle zur Verfügung. Letztere erfordern zwar einen höheren Entwicklungsaufwand, werden aufgrund ihrer größeren Präzision aber von der Aufsicht präferiert und den Instituten auf mittlere Sicht zur Anwendung empfohlen.

In den Vereinigten Staaten werden traditionell die Ressourcen und betrieblichen Abläufe einer jeden Bank in regelmäßigen Abständen einer Überprüfung unterzogen. Diese ist dann die Grundlage für eventuelle Aufschläge auf die sich aus den quantitativen Normen ergebenden Eigenkapitalanforderungen. Dieses in den deutschen Aufsichtsvorschriften bisher nicht verankerte Vorgehen wird von Basel zum Inhalt der *2. Säule* gemacht. Ein „*Supervisory*

Review Process“ (SRP) soll das individuelle Risikoprofil einer jeden Bank bestimmen und dafür in gewissen Rhythmen vor Ort die wesentlichen Potenziale und Prozesse der Kreditinstitute untersuchen.

Mit der *3. Säule* strebt der Basler Ausschuss die *Erhöhung der Transparenz* über die Risikoposition von Banken an, damit die *Finanzmarktteilnehmer* die Kreditinstitute über ihre Renditeforderungen *disziplinieren* können.

Wichtig ist der *Zusammenhang der drei Säulen*, die nicht isoliert nebeneinander stehen sollen: Bestimmte, vor allem bankindividuelle Verfahren zur Ermittlung der notwendigen Eigenkapitalunterlegung (Säule 1) darf ein Kreditinstitut nur dann anwenden, wenn diese von der Aufsicht eingehend geprüft wurden (Säule 2) und/oder die Bank die Finanzmärkte über die Ausgestaltung der Systeme im Rahmen ihrer Publizität informiert hat (Säule 3).

1. Quantitative Eigenkapitalanforderungen für Kredit- und operationelle Risiken

Die Vorschläge des Ausschusses für Mindestkapitalanforderungen (*Säule 1*) basieren auf den grundlegenden Elementen der Eigenkapitalvereinbarung von 1988: Einer gemeinsamen *Definition des aufsichtsrechtlichen Eigenkapitals*, die im Wesentlichen unverändert bleibt, und einem Mindestverhältnis des Eigenkapitals zu den risikogewichteten Aktiva einer Bank. Die neue Eigenkapitalvereinbarung befasst sich dementsprechend vor allem mit der *Messung des Risikos*. Insgesamt soll dabei die *Mindesteigenkapitalquote* im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva ebenfalls *unverändert*, also bei *durchschnittlich 8 %* bleiben. Bei Basel II wird dann der Nenner der Gesamtkapitalquote im Kern aus drei Teilen bestehen: der Summe aller risikogewichteten Aktiva für das Kreditrisiko plus 12,5-mal der Summe der Eigenkapitalanforderungen für das Marktrisiko und das operationelle Risiko:

$$\frac{\text{Anrechenbare Eigenmittel}}{\text{Gewichtete Risikoaktiva} + (12{,}5 \cdot \text{Anrechnungsbeträge für Markt- und operationelle Risiken})} \geq 8\%$$

Angenommen, eine Bank weist 875 EUR an risikogewichteten Aktiva, eine Eigenkapitalanforderung für das Marktrisiko von 10 EUR und eine solche für das operationelle Risiko von 20 EUR auf, so errechnet sich der Nenner des Gesamtkapitalkoeffizienten als 875 + ((10+20) x 12,5), oder 1.250 EUR. Eine solche Regelung erscheint dem Basler Ausschuss angemessen, da man damit rechnet, dass durch die individuellere Fassung der Eigenkapitalanforderungen für das Kreditrisiko die Risikoaktiva aus diesem Bereich deutlich zurückgehen. Damit bliebe dann „Luft“ für die Begrenzung operationeller Risiken. – Da der Abschnitt 5 ausführlich auf Bonitätsrisiken eingeht, seien im Folgenden noch zentrale Bestimmungen mit Blick auf das operationelle Risiko sowie die Säulen 2 und 3 erwähnt.

Operationelle Risiken sind eng mit den Potenzialfaktoren des Leistungserstellungsprozesses verbunden. Dies spiegelt sich in der Definition des Basler Ausschusses wider, der operationelle Risiken fasst als „die Gefahr von Verlusten, die infolge der Unangemessenheit oder des Versagens von internen Verfahren, Menschen, Systemen oder von externen Ereignissen eintreten." Diese Definition schließt Rechtsrisiken ein, beinhaltet aber nicht strategische Risiken oder Rechtsrisiken [Basel Committee (2004a)]. Da sich der Basler Ausschuss bewusst ist, dass das Management dieser Risikokategorie in Banken bisher eher unterentwickelt sein dürfte, schlägt er in den Konsultationspapieren eine *Bandbreite mehrerer Ansätze (spectrum of approaches)* vor. Dieses Spektrum besteht aus *Basisindikatoransatz*, *Standardansatz* (sowie einer marginalen Modifikation, dem alternativen Standardansatz) und dem *fortgeschrittenen Bemessungsansatz*. Laufende Beratungen sowie die branchenweite Datenerhebung und -nutzung nach einheitlichen Definitionen von Verlusten, Risiken und Geschäftsfeldern werden als Voraussetzung dafür angesehen, einen dieser Ansätze in späteren Regelungen verbindlich vorzuschreiben [vgl. weiter zum hier nicht näher behandelten operationellen Risiko zum operationellen Risiko und seiner aufsichtsrechtlichen Behandlung Boos und Schulte-Mattler (2001d), Einhaus (2002a, b), Hofmann (2002), Kaiser (2004), Piaz, (2002), Sagner-Kaiser (2002), van den Brink (2001) sowie Wagner (2002)].

2. Qualitative Aufsicht

In der 2. Säule entwickelt Basel vier zentrale Grundsätze des aufsichtsrechtlichen Überprüfungsverfahrens für die Anwendung der in Säule 1 dargestellten internen Risikomanagementsysteme sowie das darüber hinausgehende Verfahren zur Beurteilung des individuellen Risikoprofils einer Bank. Diese vier Grundsätze lauten:

1. Banken sollten über ein Verfahren zur Beurteilung ihrer angemessenen Eigenkapitalausstattung im Verhältnis zu ihrem Risikoprofil sowie eine Strategie für den Erhalt ihres Eigenkapitalniveaus verfügen.

   Als die fünf wichtigsten Elemente eines solchen Verfahrens werden genannt:

   - Überwachung durch Geschäftsleitung und oberstes Verwaltungsorgan;
   - Gut fundierte Beurteilung der Kapitalausstattung;
   - Umfassende Einschätzung der Risiken;
   - Überwachung und Berichtswesen;
   - Überprüfung des internen Kontrollsystems.

2. Die Aufsichtsinstanzen sollten die bankinternen Beurteilungen und Strategien zur angemessenen Eigenkapitalausstattung überprüfen und bewerten; gleiches gilt für die Fähig-

keit der Banken, ihre aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen zu überwachen und deren Einhaltung sicherzustellen. Die Aufsichtsinstanzen sollten angemessene aufsichtsrechtliche Maßnahmen ergreifen, wenn sie mit dem Ergebnis dieses Verfahrens nicht zufrieden sind.

Hier steht zum einen die qualitative Aufsicht über das Risikomanagement mit der eingehenden Überprüfung (1) der adäquaten Risikobewertung, (2) der Kapitaladäquanz und (3) der Kontrollstrukturen im Mittelpunkt. Zum anderen ist die Einhaltung der regulatorischen Anforderungen der Säulen 1 und 3 zu überprüfen.

3. Die Aufsichtsinstanzen sollten von den Banken erwarten, dass sie über eine höhere Eigenkapitalausstattung als die aufsichtsrechtlich geforderte Mindesteigenkapitalausstattung verfügen, und die Möglichkeit haben, von den Banken eine höhere als die Mindesteigenkapitalausstattung zu verlangen.

   Pillar 1 markiert einen „Durchschnitts"-Level, aber spezifische Marktsituationen oder Risikolagen machen (neben den in Säule 1 nicht oder nicht angemessen enthaltenen Risiken wie Zinsänderungsrisiken im Bankbuch, Klumpen- und Liquiditätsrisiken) möglicherweise Anpassungen „nach oben" notwendig. Daher könnte die Aufsichtsinstanz u.a. Auslöserquoten (Trigger) und Kapitalquotenziele festsetzen oder Kategorien oberhalb der Mindestquoten definieren (z.B. gut kapitalisiert oder angemessen kapitalisiert), um das Niveau der Eigenkapitalausstattung einer Bank zu ermitteln. Manche Länder könnten sich sogar dafür entscheiden, für das gesamte Bankensystem eine höhere Eigenkapitalquote vorzuschreiben.

4. Die Aufsichtsinstanzen sollten frühzeitig eingreifen, um zu verhindern, dass das Eigenkapital unter die geforderte Mindestausstattung fällt, die aufgrund des Risikoprofils einer individuellen Bank notwendig ist. Sie sollten schnelle Abhilfe fordern, wenn das Eigenkapital nicht erhalten oder nicht wieder ersetzt wird.

   Die Aufseher könnten etwa eine bestimmte Bank intensiver überwachen, sie könnten vorschreiben, dass Dividendenzahlungen eingeschränkt werden oder von der Bank einen zufriedenstellenden Plan zur mittelfristigen Wiederherstellung des angemessenen Eigenkapitals fordern; es mag ggf. auch unverzüglich die Zuführung zusätzlichen Eigenkapitals vorgeschrieben werden.

Der Ausschuss sieht vor, dass die Überwachung dieser Standards mit unterschiedlichen Mitteln erreicht werden kann. Hierzu zählen vor allem Vor-Ort-Prüfungen, externe Überprüfungen anhand eingereichter Unterlagen und Gespräche mit dem Bankmanagement.

Mit diesen vier Grundsätzen sind die Rahmenbedingungen abgesteckt für das aufsichtliche Überprüfungsverfahren (Supervisory Review Process). Dieses enthält den *Supervisory Re-*

view and *Evaluation Process (SREP),* der wiederum seine Entsprechung in einem *Internal Capital Adequacy Assessment Process (ICAAP)* finden soll, welcher künftig (differenziert nach der „Komplexität" der Institute) von jeder Bank verlangt wird. Für beide Verfahren wollen die nationalen Aufsichtsbehörden 2005 gemeinsame Grundprinzipien erarbeiten [CEBS, (2004)]. Die deutsche Bankenaufsicht denkt in diesem Zusammenhang daran, die Mindestanforderungen an das Betreiben von Handelsgeschäften (MaH), die Mindestanforderungen an die Interne Revision (MaIR) sowie die seit Mitte 2004 geltenden Mindestanforderungen an das Kreditgeschäft ab Ende 2005 zu *„Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk)"* zusammenzufassen.

Mit Blick auf das Zusammenspiel von ICAAP und SREP wird das Leitbild der *„doppelten Proportionalität"* verfolgt. Nicht nur soll die Proportionalität der beiden Prozesse gewahrt sein, bedeutender ist vielmehr deren Proportionalität mit dem „Komplexitätsprofil" der jeweiligen Bank.

Der *institutsinterne ICAAP* soll formell niedergelegte Vorgaben und Verfahren zur Identifizierung, Messung sowie zum Reporting in Bezug auf sämtliche materiellen Risiken umfassen. Ferner haben Banken Verfahren zur Gegenüberstellung von internem Kapital und bestehenden Risiken zu implementieren. Dabei müssen institutsinterne Strategien und Prozesse sowie die Ziele des Instituts bezüglich seines zukünftig vorzuhaltenden Kapitals Berücksichtigung finden; Verfahren zur internen Kontrolle und deren regelmäßige Überprüfung sind nachzuweisen.

Wie schon zuvor erwähnt, ist der *SREP als umfassender aufsichtlicher Prozess* gedacht, den der Bankaufseher benutzt, um das Risikoprofil der Einzelinstitute zu qualifizieren, eine Beurteilung der Adäquanz und Zuverlässigkeit des institutsinternen ICAAP vorzunehmen, das Verhältnis von Kernkapital und internem Kapital in Relation zur Bewertung des Risikoprofils zu überprüfen und einzuschätzen, über die kontinuierliche Einhaltung der Anforderungen an die Verfahren zur Messung der kredit- und operationellen Risiken zu wachen sowie die Beachtung weiterer Vorgaben aus den Säulen 1 und 3 zu überprüfen. Mögliche Schwächen des institutsinternen ICAAP sollen zeitnah aufgedeckt und Abhilfemaßnahmen durch den Bankaufseher eingeleitet werden können.

Das *Risk Assessment System (RAS)* ist ein Bestandteil des aufsichtlichen SREP und dient im Wesentlichen der umfassenden systematischen Erkennung und Bewertung von Risiken eines Instituts. Es stellt als „automatisiertes Risikoeinschätzungs-System" (in den USA etwa in Form eines regelmäßigen Bankenratings) die Ausgangsbasis für die Risikoüberwachung und -begrenzung durch die Aufsicht dar. Die Ergebnisse des RAS sollen als Vergleichsmaßstab („Benchmark") für diejenigen des ICAAP im jeweiligen Kreditinstitut verwendet werden.

Zwar stehen die Operationalisierungen der Regeln für den Prüfungsprozess noch aus. Die Erfahrung mit der qualitativen Aufsicht im Marktrisikobereich weist jedoch auf einen nur schwer zu beseitigenden *trade-off* hin [Paul (2000)]: Bleiben die Formulierungen der Regeln vergleichsweise allgemein, besitzen die Beaufsichtigten weite Handlungs-, die Aufseher spiegelbildlich weite Beurteilungsspielräume, was die Gefahr verborgener Handlungen einerseits, die ungleicher Behandlung andererseits nach sich zieht. Wird umgekehrt eine starre Regelbindung (dann fast schon wieder im Sinne quantitativer Normen) verankert, dann wird das Risikomanagement zumeist ohne feste Theoriegrundlage aufsichtsseitig vorgeprägt, die Anreize zu seiner ständigen Weiterentwicklung und Verbesserung drohen (zumindest teilweise) verloren zu gehen. Angesichts dessen, dass der SREP die Gesamtbank in den Fokus nimmt, darf daher erstens der Umfang der Regeln nicht ausufern, um der Gefahr einer Überregulierung – mit entsprechend dramatischen Kostenbelastungen gerade für kleinere Banken – vorzubeugen. Zweitens wäre eine zu starke Detaillierung der Prüfungsregeln in ordnungspolitischer und systemischer Sicht problematisch [vgl. weiter zur „qualitativen“ Aufsicht Paul (2004b)].

3. Förderung der Marktdisziplinierung durch Publizitätsvorschriften

Mit den Regelungen in der dritten Säule wird angestrebt, den Finanzmarktteilnehmern ein *genaueres Bild über die tatsächliche Rendite/Risiko-Position der Kreditinstitute* im Vergleich zum Status quo zu vermitteln – als Basis für die Formulierung risikoorientierter Renditeforderungen. Da diese spiegelbildlich die Kapitalkosten der Banken bestimmen, verspricht sich Basel hiervon einen disziplinierenden Einfluss auf den „Risikoappetit“ der Bankleitungen.

Wie zuvor schon für die Säule 2 herausgearbeitet, entwickelt das im Juni 2004 verabschiedete Basel II-Framework lediglich Grundnormen, die sich auf die vier *Offenlegungsbereiche* beziehen:

- Anwendungsbereich der Eigenkapitalvorschriften
- Eigenkapitalstruktur
- Eigenkapitalausstattung
- Eingegangene Risiken und ihre Beurteilung.

Diese Komplexe sind durch noch zu erarbeitende Detailregelungen weiter zu operationalisieren [vgl. weiter Hillen (2004) sowie Naumann (2004)]. Bereits auf dem heutigen Stand zeigt sich zwar, dass gegenüber früheren Entwürfen hinsichtlich des vorgeschriebenen *Publizitätsumfangs* deutlich *„abgespeckt“* wurde. Dennoch werden Banken den Märkten zukünftig in weitaus größerem Maße Einblick in ihre Geschäfte geben müssen. Dabei reichen die Vorschriften – z.B. im Offenlegungsbereich „Eingegangene Risiken und ihre Beurteilung“ [TZ.

823 ff.] – von allgemeinen Ausweispflichten für alle Kreditinstitute (die in dem den bisherigen IAS 30 aufnehmenden IAS 32 bzw. DRS 5-10 eine Parallele besitzen, etwa mit Blick auf die Aufgliederung des Kreditportfolios nach Kreditarten, Regionen, Branchen und Laufzeiten) bis hin zu sehr weitreichenden Vorgaben für Institute, die die internen Ratingverfahren nutzen (z.B. Schätzungen der Bank im Hinblick auf Verlustparameter im Vergleich zu den tatsächlich erzielten Ergebnissen).

Geregelt wird somit vorrangig der Publizitätsumfang. Damit direkt verbunden stellt sich jedoch die Frage der Engagementbewertung. In der internationalen Diskussion wird am stärksten der Versuch befürwortet, für die Erfüllung der Basel II-Anforderungen in Säule 3 Informationen auf der Basis der *International Accounting Standards (IAS) / International Financial Reporting Standards (IFRS)* zu verlangen, insofern also keinen bankaufsichtlichen Sonderweg der Publizität zu beschreiten. Hier wird auch die Auffassung vertreten, dass eine mit den IFRS verbundene, weiter reichende Transparenz einen besseren Investorenschutz darstellt als das Zurückgeworfensein auf Spekulationen über möglicherweise vorhandene stille Reserven als Verlustauffangpotenzial nach HGB-Abschlüssen.

E. Modifizierung der Eigenkapitalanforderungen für das Kreditrisiko als Schwerpunkt der Neuregelungen

1. Segmentierung des Anlagebuchs und Wahl zwischen Standardansatz und internem Ratingansatz

Derzeit sind zur Begrenzung des Bonitätsrisikos aus Kredit- und Wertpapierbeständen (wie erwähnt) quantitative Kontrollnormen anzutreffen. Gemäß Grundsatz I sollen die „gewichteten Risikoaktiva“ das 12,5-fache des haftenden Eigenkapitals einer Bank nicht übersteigen, sie sind also grundsätzlich mit 8 % Eigenkapital zu unterlegen. Die Risikoaktiva werden in Abhängigkeit von der Bonität der Kreditnehmer (aber auch deren geographischer Herkunft sowie der Kreditart) in sechs Risikoklassen eingeteilt. In diesen gelten unterschiedliche „Anrechnungssätze“ für das Kreditvolumen, mit deren Hilfe der Eigenkapitalverbrauch gestaffelt wird.

Durch die Eigenkapitalbelastungsregeln dieses „quantitativen Ansatzes“ [Deutsche Bundesbank (1998a), S.68] wird dauerhaft in die Ressourcendisposition der Bank eingegriffen. Dabei fehlt es dieser Begrenzung des Adressenausfallrisikos sowohl an theoretischer Fundierung [Schneider (1987, insbes. S.92 ff). und (2002) sowie Burghof (1998), S.102 ff.] als auch an einer tragfähigen empirischen Basis. Der Gesetzgeber gibt keine schlüssige Begründung für die in ihrer Grundsystematik über Jahrzehnte tradierte Beschränkung der Risikoaktiva auf das 12,5- (bis 1993 18-)fache des haftenden Eigenkapitals, die Abgrenzung der Risikoklas-

sen sowie die Wahl der Bonitätsgewichte. Auch der zahlreich geäußerten Einschätzung, die Regelung habe ein „bewährtes Sicherheitsniveau“ [Meister (1999) S.150] geschaffen, kann nicht gefolgt werden, da sich nicht nachweisen lässt, dass genau diese Vorschriften den Eintritt von Solvenzkrisen einzelner Häuser (und nachfolgenden Systemkrisen) verhindert haben.

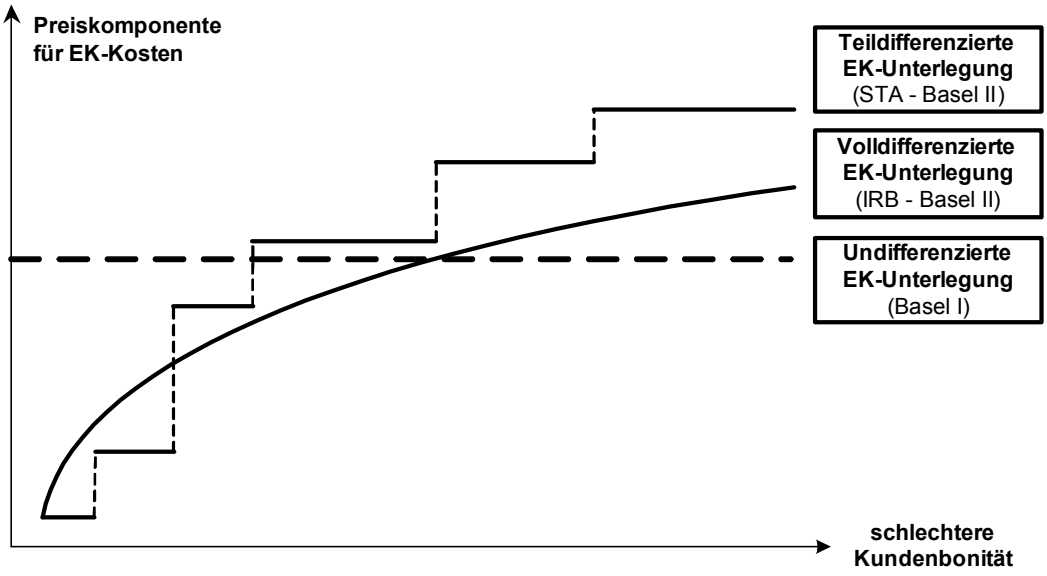
Abbildung 2: *Status quo der aufsichtsrechtlichen Behandlung von Kreditrisiken*

Risiko-klasse	Wesentliche Risikoaktiva	Bo-nitäts-gewicht	Eigenkapital-verbrauch
I	Forderungen an Zentralbanken und öffentliche Haushalte des Inlands sowie der Präferenzzone A (EU-Staaten und weitere OECD-Vollmitglieder)	0%	0,0%
II	Pfandbriefe	10%	0,8%
III	Forderungen an Banken im Inland, der Zone A sowie der Zone B bei Laufzeit ≤1 Jahr	20%	1,6%
IV	Hypothekarkredite, Swaps, Termingeschäfte, Optionen	50%	4,0%
V	Bauspardarlehen	70%	5,6%
VI	Wertpapiere, Beteiligungen, Forderungen an Nichtbanken sowie Banken außerhalb der Zone A bei Laufzeit ≥1 Jahr	100%	8,0%

Selbst wenn dies gelänge, wäre aber die Effizienz der Regelung zu bezweifeln. Banken, die bewusst einen Bestand von Kreditnehmern (z.B. Firmenkunden) guter Bonität aufgebaut haben, können dieses unter Nutzung unternehmerischer Findigkeit erworbene Wissen nur unzureichend verwerten, da sie trotz weitaus niedrigerer Abschreibungsquoten Eigenkapital in der aufsichtsrechtlich vorgegebenen (im Hinblick auf Nichtbanken nicht ausreichend nach der Bonität differenzierten) Höhe vorhalten müssen. Damit erscheint das vom Ausschuss auch für Basel II proklamierte Ziel, die Höhe der Eigenkapitalanforderungen dürfe sich zukünftig nicht wesentlich (nach oben oder unten) verändern, problematisch.

Wie bereits angesprochen, strebt Basel eine *risikogerechtere Formulierung der Eigenkapitalanforderungen* an, die sich auch entsprechend in den Kreditpreisen niederschlagen soll. Damit will man die derzeit häufig beklagte Konstellation verändern, nach der Schuldner besserer Bonität (durch „zu hohe“ Risikoprämien in den Zinsen) solche schlechterer Bonität (die zu geringe Risikoprämien bezahlen) subventionieren und in der Folge eine Negativauslese des Kreditportefeuilles droht.

Abbildung 3: *Genauere Abbildung des Kreditnehmerrisikos in Risikoprämien als Preisbestandteil gewünscht*



Banken müssen ihr *Anlagebuch* nach Basel II künftig in einem ersten Schritt anhand einer vorgegebenen *Segmentierung* strukturieren:

Abbildung 4: *Segmentierung des Anlagebuchs*

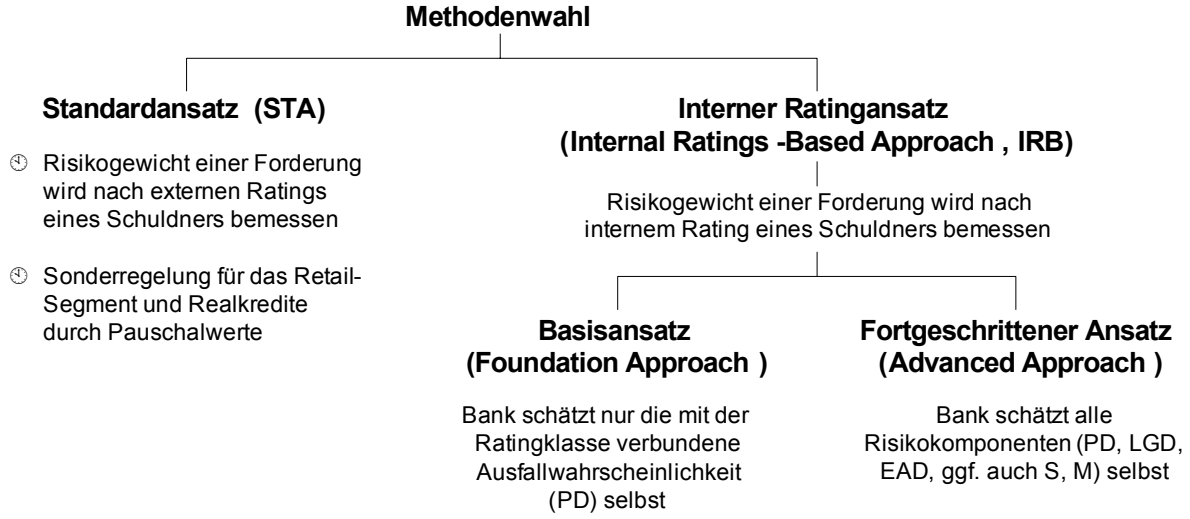
Corporate	Kredite an Unternehmen mit Exposure ≥1 Mio. EUR
Retail	• Kredite an Privatpersonen • Kredite an Kleinunternehmen, Gewerbetreibende, Freie Berufe, wenn Kreditexposure < 1 Mio. EUR • Revolvierende Forderungen (auch aus dem Kreditkartengeschäft) gegenüber Privatpersonen, wenn Kreditexposure ≤100.000 EUR • Wohnwirtschaftlich besicherte Darlehen an Privatpersonen
Sovereign	Kredite an Staaten, Zentralbanken und bestimmte öffentliche Institutionen
Banks	Kredite an Banken und Wertpapierfirmen
Equity	Anteile an anderen Unternehmen
Specialised Lending	Projekt- und Spezialfinanzierungen
Securitised Assets	Verbriefte Forderungen

In der öffentlichen Diskussion hat dabei die Einteilung von Unternehmenskrediten in die Corporate-Klasse einerseits, das Retail-Segment andererseits die größte Rolle gespielt, da für letzteres deutlich geringere Eigenkapitalanforderungen gelten (s.u.). Basel geht nämlich von einer „natürlichen“ Risikodiversifikation aus, wenn eine Bank einen möglichst großen Pool eher kleinteiliger Forderungen unterhält – daher die *Obergrenze für das Kreditexposure eines Schuldners von 1 Mio. EUR.* Zudem darf das Kreditinstitut in seinem internen Risikomanagement die dem *Retail-Segment* zugerechneten Forderungen gegenüber Unternehmen nicht anders behandeln als diejenigen gegenüber Privatpersonen (daher auch die Bezeichnung „aufsichtliches Privatkundenportfolio“) – dies bedeutet tendenziell eher den Einsatz

standardisierter Scoringverfahren und Portfolio – anstelle von Einzelbewertungen (und -steuerungen, -kontrollen usw.). Sofern keine Sonderregelungen bestehen (wie z.B. mit Blick auf die hier ausgeklammerten Beteiligungen, Verbriefungen, Spezialfinanzierungen usw.), haben Banken dann in einem zweiten Schritt die *Methodenwahl*, die Eigenkapitalanforderungen für diese Segmente nach dem *Standardansatz* oder dem *internen Ratingansatz* zu berechnen, wobei sich letzterer noch einmal in einen einfacheren Basis- und einen fortgeschrittenen Ansatz unterteilt.

„Standardverfahren“ sind bereits von der Begrenzung der Marktrisiken her bekannt. Dort ist eine sehr grobe, durch die Bankenaufsicht festgelegte Einteilung von Risikoklassen und zugehörigen Bonitätsgewichten anzutreffen. Letzteres kann künftig auch in Bezug auf die Kreditrisiken Anwendung finden. Allerdings werden Staaten, Banken und Unternehmen nicht automatisch in eine Risikoklasse eingereiht, sondern maßgeblich im *Standardansatz* ist das *externe Rating* des Schuldners.

Abbildung 5: *Methodenwahl im Kreditrisikobereich*



Die *IRB-Ansätze* bilden die Parallele zu den internen Modellen im Bereich der Marktrisikoregelungen. Im einfachen Ansatz *schätzen Banken* (für ihr Gesamtportfolio oder Teile davon, partial use) lediglich die mit einer Ratingklasse verbundene Ausfallwahrscheinlichkeit, bei der anspruchsvolleren Methodik auch die weiteren, den möglichen Verlust bestimmenden Parameter *selbst*. Für die Institute in der Bundesrepublik war die gleichwertige Anerkennung externer und interner Ratings von großer Bedeutung, da hier zu Lande weniger als 100 Unternehmen von einer Ratingagentur bewertet sind. Während der IRB-Basisansatz zum 1.1.2007 in Kraft tritt (ein Jahr nach dem Standardansatz), dürfen die Eigenkapitalanforderungen erst ab 1.1.2008 nach dem fortgeschrittenen Ansatz berechnet werden. Im Sommer 2003 wollten nach einer Umfrage der Aufsicht 800 Institute einen Antrag auf Zulassung zum IRB-Ansatz stellen, darunter 30 für die fortgeschrittenere Variante.

2. Ableitung der Eigenkapitalunterlegung für Forderungen gegen Unternehmen und Privatpersonen, Banken und Staaten

Bei den Bonitätsgewichten im *Standardansatz* unter Rückgriff auf die Bewertung *externer Agenturen*, die von der jeweiligen nationalen Aufsichtsbehörde zugelassen werden müssen, ergibt sich die wichtigste Veränderung für die *Unternehmen* als Schuldner von Krediten (mit einem Exposure ab 1 Mio. EUR): Hier tritt eine stärkere Differenzierung der Eigenkapitalunterlegung ein, die immer noch unzureichend, der bisherigen Regelung jedoch überlegen ist. Dabei muss darauf hingewiesen werden, dass der Anrechnungssatz von 100 % in der Klasse „ohne Rating“ nur einen Sockelbetrag darstellt, der von den Aufsichtsbehörden erhöht werden kann, was die deutsche Bankenaufsicht indes wohl nicht plant.

Es handelt sich bei dem Standardansatz um eine weitere *willkürliche Klassifizierung*, die nur eine *Problemverschiebung* darstellt: Vertraut wird nicht mehr auf die Kompetenz der Aufsicht, sondern die von Ratingagenturen. Dabei sind die Kriterien der Anerkennung der Agenturen durch die nationalen Aufsichtsbehörden mehr als vage, wenn Basel etwa fordert, die Agentur müsse objektiv und unabhängig handeln, ihre Bewertungen hätten öffentlich verfügbar und glaubwürdig zu sein und ihre Ressourcen müssten ausreichen, dauerhaft die ihr gestellten Aufgaben zu erfüllen. – Willkürlich erscheint darüber hinaus, dass im Falle von zwei unterschiedlichen Ratings das schlechtere angewandt werden soll. Bestehen mehr als zwei Ratings, so sollten diejenigen herangezogen werden, die dem niedrigsten Risikowert entsprechen, und wenn diese unterschiedlich sind, sollte das höhere Risikogewicht benutzt werden. Wenn die beiden besten Ratings identisch sind, sollte dieses Rating Verwendung finden, um das Risikogewicht zu bestimmen.

Forderungen an Staaten werden in Abhängigkeit von ihrem Rating zwischen 0 % und 150 % gewichtet; für Forderungen an die öffentliche Hand bleibt es bei der 0 %-Gewichtung. Forderungen an sonstige öffentliche Stellen sollen grundsätzlich wie Forderungen an Banken gewichtet werden, wobei nach nationalem Ermessen jedoch auch eine Gleichbehandlung mit staatlichen Schuldnern möglich ist.

Abbildung 6: *Bonitätsgewichte Standardansatz*

externes Rating / Schuldner /Kreditart	AAA bis AA-	A+ bis A-	BBB+ bis BBB-	BB+ bis BB-	B+ bis B-	unter B-	ohne Rating
Staaten	0%	20%	50%	100%		150%	100%
Banken (Option 1)*	20%	50%	100%	100%		150%	100%
Banken (Option 2)**	20%	50%	50%	100%		150%	50%
Banken (Option 2, kfr. Ford. ≤ 3 Mon.)	20%	20%	20%	50%		150%	20%
Unternehmen	20%	50%	100%	100%	150%	150%	100%
Privilegierte gewerbliche Realkredite	100%***						
Revolvier. und sonstige Retail-Kredite	75%						
Wohnwirtschaftliche Realkredite	35%						

Die nationalen Aufsichtsbehörden geben eine der beiden Optionen für alle Banken in ihrem Aufsichtsbereich vor:

** Nach Option 1 erhalten alle Banken ein um eine Stufe höheres Risikogewicht als das Risikogewicht des Sitzstaates. Allerdings wird das Risikogewicht für Banken in einem Staat mit einem Rating von BB+ bis B- und für Banken in einem Staat ohne Rating auf maximal 100% begrenzt.*

*** Nach Option 2 basiert das Risikogewicht auf dem externen Rating jeder einzelnen Bank, wobei Forderungen an nicht geratete Banken mit 50% zu gewichten sind. Bei dieser Option kann ein begünstigtes Risikogewicht, das um eine Kategorie vorteilhafter ist, aber mindestens 20% betragen muss, auf Forderungen mit einer Ursprungslaufzeit von drei Monaten oder weniger angewandt werden. Diese Behandlung steht sowohl Banken mit als auch Banken ohne Rating offen, nicht jedoch Banken, die ein Risikogewicht von 150% erhalten.*

**** In Ausnahmefällen kann ein Risikogewicht von 50% für den Teil eines mit Grundpfandrechten besicherten Kredits angewandt werden, der nicht den niedrigeren Wert von 50% des Marktwertes oder 60% des Beleihungswertes der besichernden Immobilie überschreitet und nicht im Verzug ist. Dies wird nur zulässig sein, wenn Verluste aus gewerblichen Immobilienkrediten bis zum niedrigeren Wert von 50% des Marktwertes oder 60% des Beleihungsauslaufes auf Grundlage des Beleihungswertes nicht größer als 0,3% der ausstehenden Kredite in jedem Jahr sind, und wenn die Gesamtverluste aus gewerblichen Immobilienkrediten in keinem Jahr größer als 0,5% der ausstehenden Kredite sind.*

Bei *Forderungen an Banken* kann zwischen zwei Optionen gewählt werden: Bei Option 1 erhalten alle Kreditinstitute prinzipiell ein um eine Stufe höheres Risikogewicht als des Sitzstaats. In der Option 2 basiert das Gewicht auf der Bonitätsbeurteilung der jeweiligen Bank durch die Aufsichtsbehörde, wobei für Forderungen mit einer Ursprungslaufzeit von maximal drei Monaten teilweise niedrigere Gewichte verwendet werden können.

Am bemerkenswertesten jedoch ist die Festlegung des Bonitätsgewichts für das *Retail-Segment* auf 75 %, wodurch sich die Eigenkapitalanforderung gegenüber dem Status quo von 8 % auf 6 % reduziert. Wie erwähnt, befinden sich in dieser Klasse neben Darlehen an Privatpersonen auch *Firmenkredite* mit einem Exposure unter 1 Mio. EUR. Nach übereinstimmenden Quellen fallen damit weit über 90 % aller umsatzsteuerpflichtigen Unternehmen in der Bundesrepublik in dieses Segment. Für mehr als 9 von 10 Firmenkunden müssen

Kreditinstitute, die den Standardansatz anwenden, also ab 2007 deutlich weniger Eigenkapital unterhalten. Hier hat die öffentliche Diskussion vor allem durch Verbandsvertreter und (gerade im Wahljahr 2002) auch die Politik eine *erste* gewichtige *Mittelstandskomponente* durchgesetzt. Fraglich ist, ob die dabei unterstellte breite Risikodiversifikation tatsächlich (immer) anzutreffen ist. Zwar rechtfertigt eine Portefeuillestruktur mit vielen kleinen Engagements die *Hoffnung auf Risikostreuung.* Es sind indes auch *Verbundwirkungen* und damit *Klumpenrisiken* denkbar, z.B. bei der Insolvenz eines großen Arbeitgebers in der Region und den nachfolgenden Problemen zahlreicher kleinerer und mittelgroßer Unternehmen – vom Zulieferer bis zum Einzelhändler [Paul (2002)].

In Teilen verändert werden auch die Anrechnungssätze für *hypothekarisch gesicherte Forderungen*. Bei wohnwirtschaftlichen Realkrediten an Privatpersonen (im Standardansatz nicht im Retail-Segment) sinkt das Bonitätsgewicht von bisher 50 % auf 35 %; in Deutschland privilegierte gewerbliche Realkredite (Kreditvergabe übersteigt niedrigeren Wert aus 50 % des Marktwertes sowie 60 % des Beleihungswerts des betreffenden Objektes nicht) behalten den gewohnten Anrechnungssatz von 50 % (in beiden Fällen: sofern kein Zahlungsverzug des Schuldners von mehr als 90 Tagen vorliegt). Ein Bonitätsgewicht von 100 % gilt demgemäß für nicht privilegierte Hypothekarkredite.

Im *internen Ratingansatz* muss ein Kreditinstitut bis zu fünf Parameter berücksichtigen:

- Wahrscheinlichkeit, dass es zu einem Ausfall kommt (PD, Probability of Default). Dabei werden verschiedene Indikatoren für die Ausfallgefahr vorgeschlagen (z.B. Zahlungsverzug von mehr als 90 Tagen).
- Ausstehender Betrag, wenn es zum Ausfall kommt (EAD, Exposure at Default).
- Prozentsatz des Exposures, der bei einem Ausfall des Schuldners gefährdet wäre (LGD, Loss Given Default).
- Restlaufzeit des Kredits (M, Maturity).
- Unternehmensumsatz (S, Sales).

Hat die Bank den IRB-Basisansatz gewählt, dann hat sie lediglich die PD zu ermitteln und bei den anderen Parametern auf die Vorgaben der Bankenaufsicht zurückzugreifen. In diesem Zusammenhang muss sie jeden Kreditnehmer einzeln bewerten und in eine von mindestens sieben Risikoklassen einordnen. Darüber hinaus sind weitere Anforderungen an die Ausgestaltung des Ratingsystems zu erfüllen, deren Einhaltung regelmäßig von der Bankenaufsicht überprüft wird (Säule 2); auch müssen die den IRB-Ansatz anwendenden Banken bestimmten Publikationsvorgaben nachkommen (Säule 3).

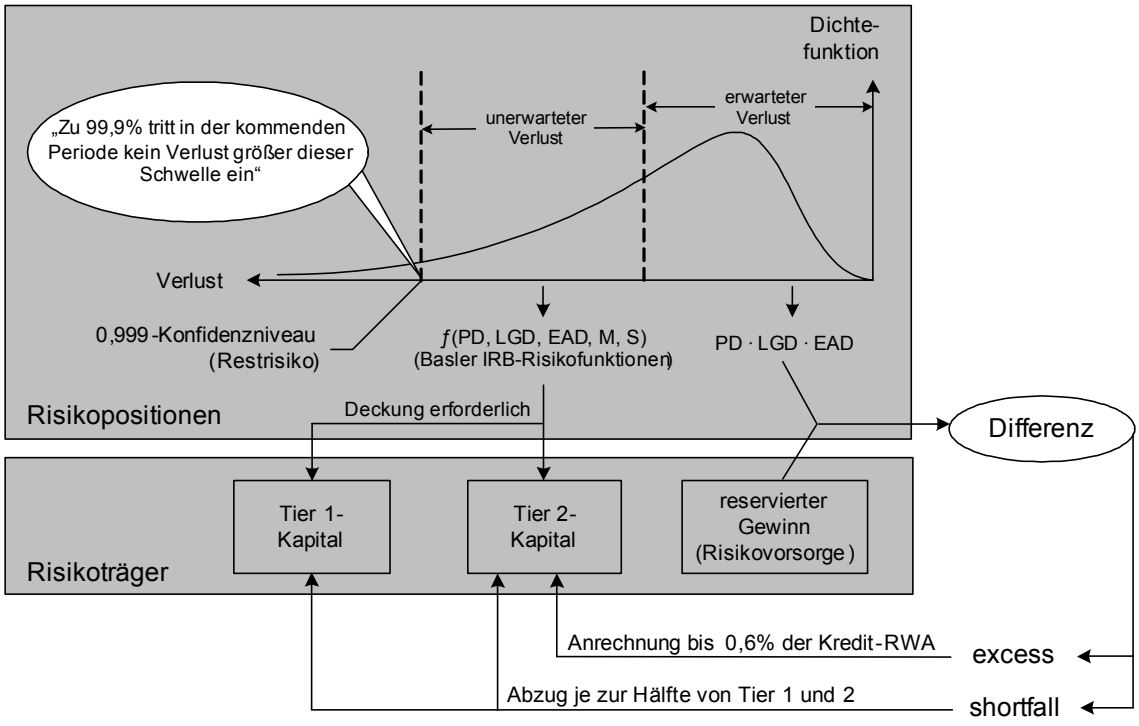
Das konkrete Bonitätsgewicht in den IRB-Ansätzen ergibt sich dann unter Zuhilfenahme der (je nach Ansatz vorgegebenen oder selbst ermittelten) weiteren Parameter, die in eine komplexe *Risikogewichtungsfunktion* Eingang finden [Wilkens, Baule und Entrop (2004)].

Gegenüber früheren Konsultationspapieren ist dabei materiell besonders bedeutend, dass Basel eine *Eigenkapitalunterlegung künftig nur noch für unerwartete Verluste* vorsieht. Erwartete Verluste (*Expected Losses, EL*), also die durchschnittlich z.B. in einem Kundensegment in der Vergangenheit angefallenen, ausfallbedingten Wertberichtigungen und Abschreibungen, sollen durch die (verdienten!) Standard-Risikokosten abgedeckt werden. Unerwartete Verluste (*Unexpected Losses, UL*) sind die in einzelnen Perioden über den Durchschnitt hinausgehenden Ausfälle; derartige nicht antizipierte Verluste im Sinne von Ex-post-Überraschungen sollen durch regulatorisches Eigenkapital aufgefangen werden (*„UL Only-Ansatz“*).

Damit ist zwar unverändert der gesamte Risikovorsorgebedarf zu ermitteln. In Zukunft ist aber in einer Art „aufsichtlichen Deckungsbeitragsrechnung“ für dasjenige Bankportfolio, für das der IRB-Ansatz gewählt wurde, zunächst der Teil des darauf entfallenden (Ein-Jahres-)Verlusts mit den für dieses Portfolio gebildeten Einzel- und Pauschalwertberichtigungen zu vergleichen. Sind diese Vorsorgepositionen kleiner als der erwartete Verlust, muss die Bank diese Unterdeckung je zur Hälfte vom Tier 1- und Tier 2-Kapital abziehen (also dem Zähler des Solvabilitätskoeffizienten; der Abzug des „shortfalls“ vom Kernkapital ist gemäß Säule 3 zu veröffentlichen). Im Falle des Überschusses von Wertberichtigungen kann die Bank diese bis zu 0,6 % der risikogewichteten Aktiva aus dem Kreditgeschäft als Ergänzungskapital anrechnen.

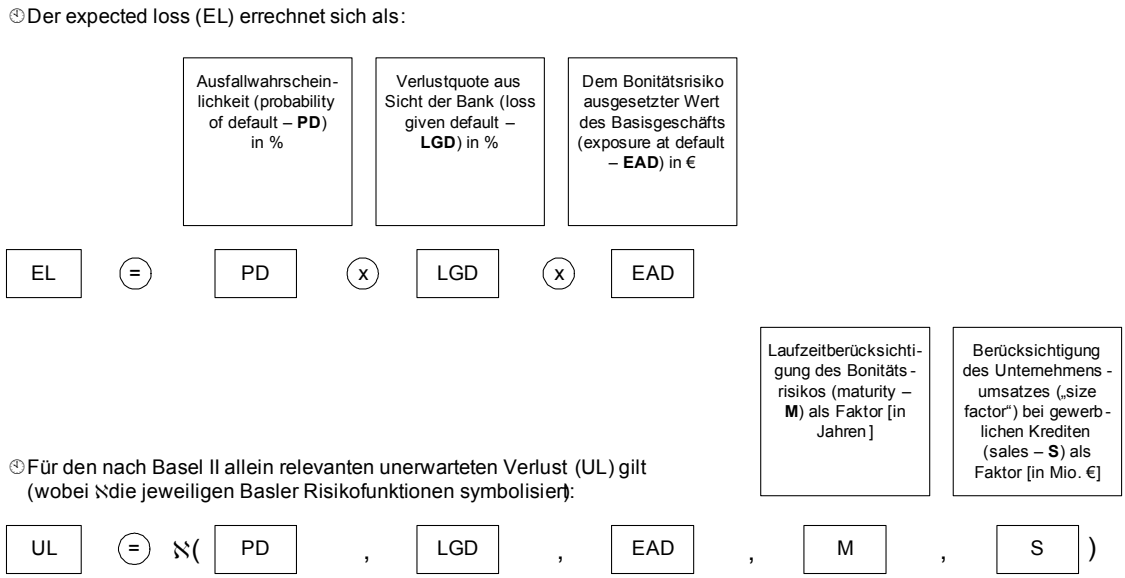
Somit erfolgt im UL Only-Ansatz die *Unterlegung des erwarteten Verlusts durch eine andere „Eigenkapitalqualität“ als die des unerwarteten Verlusts:* Einzel- und Pauschalwertberichtigungen reservieren Gewinn als Risikoträger für möglicherweise auftretende Kreditausfälle, zählen aber in Deutschland nicht zum regulatorischen Eigenkapital (Tier 1, Tier 2), welches (abgesehen von 340 f. HGB- und Neubewertungsreserven) entweder tatsächlich entstandenen oder in Form von Rücklagen (einschl. des Fonds für allgemeine Bankrisiken) verwendeten Gewinn bzw. von Beteiligungskapitalgebern dauerhaft bereitgestellte Mittel als Risikoträger umfasst [vgl. ausführlicher Paul, Stein und Kaltofen (2004)].

Abbildung 7: *Konzeption der Eigenkapitalunterlegung für unterschiedliche Verlustkategorien*



Die Verlustkalkulation im Kreditgeschäft erfolgt demnach grundsätzlich zweigeteilt:

Abbildung 8a: *Berechnung des erwarteten und des unerwarteten Verlusts*



Sofern der EL ausreichend durch Risikovorsorge abgedeckt ist, führt die reine UL-Kalibrierung jedoch dazu, dass Banken für ausgefallene Kredite kein Kapital mehr vorzuhalten haben: Da der Verlust eingetreten ist, kann es keine Überraschungskomponente mehr geben. So geht der LGD im IRB-Basisansatz auch als risikolose Konstante in das Basler Risikomodell ein.

Nach Ansicht des Ausschusses sollten ausgefallene Kredite jedoch aufgrund der Unsicherheit über die Werthaltigkeit von Sicherheiten eine Kapitalunterlegung erhalten, in der insbesondere adverse Konjunktureinflüsse auf die Erlösquoten abgebildet sind. Daher wurde für den fortgeschrittenen Ansatz verankert, dass Kreditinstitute ihre bankinternen LGD-Schätzungen nicht mehr an ausfallgewichteten Mittelwerten („default weighted average LGDs“), sondern an konservativen Konjunktur-Szenarien ausrichten sollen. Zu schätzen ist demnach eine *„Abschwung“-LGD („downturn LGD“)*, wodurch für ausgefallene Kredite nunmehr eine Kapitalanforderung resultieren dürfte. Denn dieser Stresswert wird in der Regel den EL übersteigen, bei dem Banken einen erwarteten LGD-Wert schätzen müssen, der das gegenwärtige wirtschaftliche Umfeld und den derzeitigen Wert der Sicherheiten berücksichtigt. Diese Differenz zwischen Abschwung-LGD und der erwarteten LGD führt dann zu einem UL-Risikogewicht für ein latentes, systematisches Risiko in dem noch nicht einzelwertberichtigten oder abgeschriebenen Teil einer ausgefallenen Kreditforderung.

Diese differenzierte Behandlung der Komponente LGD mag auf den ersten Blick unnötig kompliziert anmuten, denn der *Gesamtbetrag der notwendigen Vorsorge* für den erwarteten und den unerwarteten Verlust wäre *kein anderer* gewesen, hätte man – wie bei nicht ausgefallenen Krediten – auch im Rahmen des EL auf die Abschwung-LGD abgestellt.

Abbildung 8b: *Differenzierte Behandlung des Parameters LGD*

	Nicht ausgefallene Kredite	**Ausgefallene Kredite (PD = 100 %)**
Basis IRB-Ansatz	LGD aufsichtlich vorgegeben (LGDfix) EL = PD · LGDfix · EAD UL = [RW(PD) · LGDfix · EAD – EL] · f(M2,5)	LGD aufsichtlich vorgegeben (LGDfix) EL = LGDfix · EAD UL: keine Kapitalunterlegung
Fortg. IRB-Ansatz	EL = PD · LGDstress · EAD UL = [RW(PD) · LGDstress · EAD – EL] · f(M)	EL = LGDe · EAD UL = LGDstress · EAD – EL

RW[PD]: Risikogewicht in Abhängigkeit der PD
f(M): Restlaufzeitanpassung; f(M2,5) für Unternehmen mit sowohl Jahresumsatz als auch Bilanzsumme kleiner 500 Mio. Euro; entfällt bei Retail-Forderungen
LGDstress: bedingte (conditional) Verlustquote („stress“ bzw. „downturn“ LGD), z.B. ausfallgewichtete Verlustquote für die Jahre mit den höchsten realisierten Verlusten oder Verlustquantile; für nicht ausgefallene Forderungen in Abhängigkeit von Forderungsklasse und Besicherungsart zu ermitteln; für ausgefallene Forderungen auf der Ebene von Einzelforderungen zu schätzen
LGDe: erwartete Verlustquote im Sinne ausfallgewichteter Mittelwerte

An dieser Stelle erlangt jedoch erneut die unterschiedliche Qualität der Deckungsmasse für den Verlust an Bedeutung: Der Aufsicht kommt es darauf an, dass Banken *auch für ausgefallene Kredite* „härtere“ Vorsorgekomponenten in Form von *regulatorischem Eigenkapital* unterhalten.

Ohne die Beleuchtung der Risikogewichtungsfunktionen an dieser Stelle eingehend fortsetzen zu können, sollen doch nach dem derzeitigen Diskussionsstand zu erwartende zentrale Konsequenzen für die Eigenkapitalunterlegung betrachtet werden, wobei Unternehmens- (und durch das Retail-Segment auch Privat-)kunden im Fokus stehen. Bei den dafür im Folgenden verwendeten Funktionen ist zu berücksichtigen: Die ermittelten Werte enthalten einen so genannten *Scaling-Faktor von 1,06,* mit dem die sich aus dem IRB ergebenden Anrechnungsbeträge multipliziert wurden. Über die endgültige Höhe dieses Faktors, durch den vor dem Hintergrund des UL Only-Konzepts im Durchschnitt und unter Berücksichtigung des neuen Risikokomplexes der operationellen Risiken dasselbe Eigenkapital wie unter Basel I erforderlich sein soll, will Basel erst nach der nächsten Auswirkungsstudie entscheiden [Deutsche Bundesbank (2004), S.93].

Für das *Retail-Segment* wird im internen Ratingansatz nicht zwischen einer Basis- und einer fortgeschrittenen Variante unterschieden, sondern der IRB-Retail ist stets ein fortgeschrittener Ansatz. – Im Übrigen besteht innerhalb des Retail-Segments aber eine Differenzierung in (1) Wohnwirtschaftliche Realkredite (Baufinanzierungen), (2) Qualifizierte revolvierende Retailforderungen (insbesondere aus dem Kreditkartengeschäft, materiell aber wohl auch Dispositions- und Kontokorrent-Kredite) und (3) Übriges oder sonstiges Retail (unspezifische Forderungen an Privat- und Firmenkunden, letztere mit einem Exposure bis 1 Mio. EUR) mit sich deutlich unterscheidenden Risikogewichten [vgl. auch Wilkens, Baule und Entrop (2004)].

Angenommen, die Bank hat auf Basis ihrer eigenen Verlustdaten für die dritte Kategorie ihres Retail-Segments einen LGD von 45 % ermittelt (auf diesen Wert wird zur Vergleichbarkeit mit dem unten behandelten Corporate-Fall abgestellt), dann muss für die Forderungen in diesem Bereich mit einer PD von z.B. 0,03 % nur 0,38 % Eigenkapital unterhalten werden. Selbst im Falle des erheblich höheren LGD von 85 % wird die bisherige Eigenkapitalanforderung erst bei einer Ausfallwahrscheinlichkeit von mehr als 1% überschritten. Dabei ist interessant, dass eine PD von 2 % (sie entspricht einem Rating BB- von Standard & Poor's) zwar einerseits von der Aufsicht als vergleichsweise pessimistische Annahme bezeichnet wird (so der Präsident der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin, Jochen Sanio, zit. in o.V., Sanio). Andererseits ist in diesem Zusammenhang aber das Ergebnis einer Studie der Deutschen Bundesbank von Bedeutung. Untersucht wurde die Kreditqualität von ca. 20.000 deutschen Unternehmen. Diese wurden dazu in drei Größenklassen unterteilt. Die Größenklasse mit den kleinsten Unternehmen enthielt Firmen, die weniger als 50 Mitarbeiter beschäftigten und eine Bilanzsumme von weniger als 5 Mio. EUR oder einen Jahresumsatz unter 7 Mio. EUR aufwiesen. Für jedes Unternehmen wurde eine Ausfallwahrscheinlichkeit bestimmt, die mit einem von vielen Banken genutzten Kreditrisikomodell ermittelt wurde. Für die Klasse der kleinsten Unternehmen ermittelte die Bundesbank auf dieser

Basis eine mittlere Ausfallwahrscheinlichkeit (Median) von 2 % [Hofmann (2002c) sowie Becker, Brackschulze und Müller (2004)]. – Noch stärker als im „sonstigen Retail“ wird die Eigenkapitalunterlegung für *revolvierende Kredite* an Privatpersonen bis zu 100.000 EUR mit einem hohen Verhältnis zukünftiger Gewinne zu den zu erwartenden Verlusten im Bereich niedriger PDs sinken. Der vergleichsweise hohe LGD-Wert ist Ausdruck der Erfahrung, dass die einzige „Sicherheit“ in diesem (z.B. Kreditkarten-)Geschäft in der Marge besteht.

Abbildung 9 : *Risikogewichtungsfunktionen nach Assetklassen*

	Basisansatz	**Fortgeschrittener Ansatz**
Risikokomponenten*	PD, LGD, EAD, S**, M = 2,5 (nur PD bankintern bestimmt)	PD, LGD, EAD, S**, M*** (sämtlich bankintern bestimmt)
Bestimmung von RW für UL über eine Risikogewichtungsfunktion	RW = SF x 12,5 x f(PD, LGD, S, M)	
Risikogewichtete Aktiva (RWA)	RWA = RW x EAD	
Summe RWA einer Forderungsklasse	$RWA_{Klasse} = \Sigma\ RWA$	
Summe RWA über alle IRB-Forderungsklassen	$RWA_{IRB} = \Sigma\ RWA_{Klasse}$	

RW = risk-weight (Risikogewicht)
RWA = risk-weighted assets [(unterlegungspflichtige) risikogewichtete Aktiva]
M = maturity [(Rest-)Laufzeit einer Forderung]
S = sales (Jahresumsatz)
SF = Scaling-Faktor von 1,06 [Stand: August 2004]
* Die Risikokomponenten S und M gelten nicht für das Retail-Portfolio
** Gilt nur für die Forderungsklasse „Unternehmen“
*** Die nationalen Aufsichtsbehörden können für inländische Unternehmen mit Jahresumsatz und Bilanzsumme von unter 500 Mio. € die Laufzeitanpassung mit pauschal M = 2,5 veranschlagen. Ansonsten gilt: 1 ≤ M ≤ 5.

Forderungs klasse	**Risikogewichte (RW) und gewichtete Risikoaktiva (RWA) für UL**	
Unternehmen, Banken und Staaten	$RW = SF \cdot 12{,}5 \cdot LGD \cdot \left(N\left(\frac{N^{-1}(PD) + \sqrt{\rho} \cdot N^{-1}(0{,}999)}{\sqrt{1-\rho}} \right) - PD \right) \cdot \frac{1}{(1 - 1{,}5 \cdot b)} \cdot (1 + (M - 2{,}5) \cdot b)$ mit $\rho = 0{,}12 \cdot \frac{1 - e^{-50 \cdot PD}}{1 - e^{-50}} + 0{,}24 \cdot \left(1 - \frac{1 - e^{-50 \cdot PD}}{1 - e^{-50}}\right) - 0{,}04 \cdot \left(1 - \frac{S - 5}{45}\right)$ mit $S = \begin{cases} 5;\ \text{sales} < 5\ \text{Mio. €} \\ \text{sales};\ 5 \le \text{sales} \le 50\ \text{Mio. €} \\ 50;\ \text{sales} < 50\ \text{Mio. €}\ \text{sowie bei Forderungen an Banken und Staaten} \end{cases}$ mit $b = (0{,}11852 - 0{,}05478 \cdot \ln(PD))^2$ $RWA = RW \cdot EAD$	
Retail	$RW = SF \cdot 12{,}5 \cdot LGD \cdot \left(N\left(\frac{N^{-1}(PD) + \sqrt{\rho} \cdot N^{-1}(0{,}999)}{\sqrt{1-\rho}} \right) - PD \right)$ $RWA = RW \cdot EAD$	***Hypothekarkredite:*** $\rho = 0{,}15$ ***Revolvierende Kredite:*** $\rho = 0{,}04$ ***Sonstiges Retail:*** $\rho = 0{,}03 \cdot \frac{1 - e^{-35PD}}{1 - e^{-35}} + 0{,}16 \cdot \left(1 - \frac{1 - e^{-35PD}}{1 - e^{-35}}\right)$

Abbildung 10: *UL-Eigenkapitalunterlegung im Retail-Segment (IRB-Ansatz)*

Ausfallwahrschein-lichkeit (PD)	Basel I	Realkredite	Sonstiges Retail		Revol-vierende
		LGD=25%*	LGD=45%	LGD=85%	LGD=85%**
		Scaling-Faktor 1,06			
0,03%	8%	0,20%	0,38%	0,71%	0,16%
0,5%		1,65%	2,74%	5,18%	1,61%
1%		2,66%	3,88%	7,33%	2,76%
2%		4,14%	4,92%	9,29%	4,63%
6%		7,66%	5,74%	10,85%	9,87%
12%		10,32%	6,84%	12,92%	14,86%
20%		11,92%	8,50%	16,06%	18,90%

Realistische Rechengröße für die (zumeist) …
* …mit dem finanzierten Objekt besicherten Realkredite
** …unbesicherten revolvierenden Kredite (z.B. Verfügungskonten, Kreditkarten)

Ausleihungen an Unternehmen mit einem Exposure ≥1 Mio. EUR fallen – wie erwähnt – in das *Corporate-Segment.* Auch in den *IRB-Ansätzen* werden Kreditinstitute zum einen für Unternehmen besserer Bonität deutlich weniger Eigenkapital als bisher unterhalten müssen. Zum anderen hat der Basler Ausschuss eine *zweite Mittelstandskomponente* (neben den Retail-Regelungen) im Rahmen eines nationalen Wahlrechts eingebaut, indem die Eigenkapitalanforderungen an Unternehmen mit einem Jahresumsatz (die Bankenaufsicht darf allerdings auch die Bilanzsumme verwenden) unter 50 Mio. EUR mit Hilfe eines so genannten „*size factors*“ noch weiter abgesenkt werden können. Die Höhe dieses Faktors variiert in den einzelnen Unternehmensgrößenklassen und bringt in der Spitze bis rund 25 %, im Durchschnitt etwa 20 % Eigenkapitalentlastung mit sich (in der rechten Spalte der folgenden Abbildung zum Vergleich erneut das Retail-Segment; beim IRB-Basisansatz wird dabei im Corporate-Segment ein erwarteter Verlust bei Ausfall des Kredits (LGD) von 45 % sowie eine Kreditlaufzeit von 2,5 Jahren von der Aufsicht vorgegeben).

Fokussiert man noch einmal auf *kleinere und mittelständische Unternehmen*, deren zukünftige Finanzierungskosten stark im Blickpunkt der Öffentlichkeit stehen, so fasst der Basler Ausschuss diese als „small and medium-sized enterprises“ (SME) zusammen und ordnet sie im Hinblick auf die Eigenkapitalanforderungen der Kreditinstitute drei Klassen zu [in Anlehnung an Stein (2002)].

Abbildung 11: *UL-Eigenkapitalunterlegung Corporates (IRB-Ansatz)*

Ausfallwahrschein-lichkeit (PD)	**Basel I**	**Umsatzhöhe in Mio. € (S)**			**Sonstiges Retail**
	8%	**S ≥ 50**	**S = 20**	**S = 5**	
		LGD = 45%; M = 2,5; Scaling-Faktor 1,06			
0,03%		1,22%	1,04%	0,96%	0,38%
0,5%		5,90%	5,06%	4,66%	2,74%
1%		7,83%	6,69%	6,14%	3,88%
2%		9,74%	8,42%	7,51%	4,92%
6%		13,54%	11,29%	10,13%	5,74%
12%		17,48%	14,81%	13,39%	6,84%
20%		20,20%	17,47%	15,98%	8,50%

Der *untere (i.S.v. dem Umsatz nach kleinere) Mittelstand* befindet sich im *Retail-Bereich*. Zieht man für einen Belastungsvergleich zur heute gültigen Regelung einer pauschalen Eigenkapitalanforderung von 8 % das oben beschriebene Ergebnis der Bundesbank-Studie einer mittleren Ausfallwahrscheinlichkeit (PD) von 2 % für dieses Segment heran, ergibt sich im Standardansatz – wie bereits erwähnt – eine Entlastung von 25 % (6 statt bisher 8 %). Im internen Ratingansatz beträgt die Entlastung bei einem LGD von 45 % für ein Durchschnittsunternehmen (mit ebenfalls 2 %iger PD, unbesicherter Kredit) 38,5% (4,92 statt bisher 8 % Eigenkapitalanforderung). Erst bei einem LGD von über 73% wird die bisherige Eigenkapitalanforderung überschritten.

Abbildung 12: *Segmentierung des Mittelstands und Konsequenzen für die Eigenkapitalunterlegung*

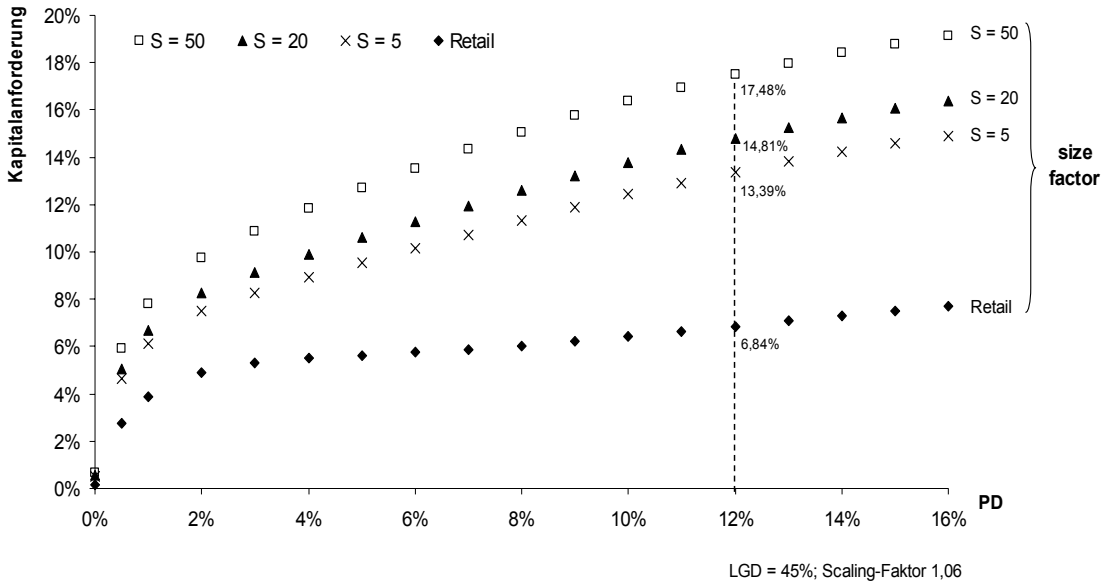
Mittelstands-segment	Umsatz-klasse in Mio. €	Kredit-volumen in Mio. €	Anteil am Unternehmens-bestand	Eigenkapitalanforderungen (bei ∅ PD von 2%)		Eigenkapitalentlastung bzw. -belastung ggü. Basel I	
				Standard-ansatz	IRB-Ansatz (LGD=45%; Scaling-Faktor 1,06)	Standard-ansatz	IRB-Ansatz (LGD=45%; Scaling-Faktor 1,06)
Gehobener Mittelstand (Forderungsklasse „Unternehmen“)	≥ 50	-	< 1%	12% (externes Rating < BB+) 8% (ohne Rating)	9,74%	50% (externes Rating < BB+) 0% (ohne Rating)	+21,8%
Mittlerer Mittelstand (Forderungsklasse „Unternehmen“)	< 50	≥ 1	3%	12% (externes Rating < BB+) 8% (ohne Rating)	7,51% (Umsatz bspw. 5 Mio. €)	50% (externes Rating < BB+) 0% (ohne Rating)	-6,1%
Unterer Mittelstand (Forderungsklasse „Retail“)	-	< 1	≈ 95%	6%	4,92%	-25%	-38,5%

Die folgende Abbildung zeigt darüber hinaus, wie sich die geforderte Kapitalunterlegung für diejenigen Unternehmen verändert, die anders als das Durchschnittsunternehmen eine aus Sicht der Bank niedrigere oder höhere Ausfallwahrscheinlichkeit haben. Hier wird noch einmal deutlich, in welchem Maße es für Unternehmen mit guter Bonität im IRB-Ansatz zu noch weitergehenden Entlastungen, für solche mit deutlich schlechterer umgekehrt aber auch zu einer Belastung kommen kann [vgl. dazu die empirischen Ergebnisse mit Blick auf das Retail-Portfolio bei Paul, Stein und Kaltofen (2004)].

Da im unteren Mittelstand für die dort gebildeten Retail-Portfolios außerdem keine Einzelratings, sondern vereinfachte Bewertungsverfahren Anwendung finden sollen – somit der Aufwand der Banken in diesem Punkt tendenziell geringer sein dürfte – sind solche Institute im Vorteil, die ihren Geschäftsschwerpunkt in der Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen besitzen.

Den entgegengesetzten Pol bilden die Unternehmen des *gehobenen (i.S.v. dem Umsatz nach größeren) Mittelstandes* ab einem Jahresumsatz von 50 Mio. EUR. Für sie sollen die allgemeinen Risikogewichte – ermittelt mit Hilfe des Standard-, alternativ des IRB-Ansatzes des *Corporate-Segmentes* Gültigkeit besitzen. Führte man den Belastungsvergleich analog zu dem im unteren Mittelstand durch (also mit einer durchschnittlichen Ausfallwahrscheinlichkeit von 2 %, unbesicherter Kredit), ergäbe sich nur dann keine Veränderung gegenüber dem Status quo, wenn eine Bank ihre Kapitalanforderung nach dem Standardansatz bestimmte und das betreffende Unternehmen über kein externes Rating verfügte. Bei externen Bonitätsbewertungen schlechter als BB- tritt dagegen eine Mehrbelastung ein – ebenso im IRB-Ansatz bei der gewählten PD von 2 %; bei 1,07 % wird der Status quo erreicht. – Unternehmen, die in diesem Segment angesiedelt sind, brauchen trotzdem wohl nicht fürchten, dass sie die „Zeche zahlen“. Die bereits angesprochenen Untersuchungen der Deutschen Bundesbank legen den Schluss nahe, dass den größeren im Vergleich zu den kleineren Unternehmen im Durchschnitt eine niedrigere Ausfallwahrscheinlichkeit zuzuordnen ist, so dass die Eigenkapitalunterlegung bei den meisten Unternehmen des gehobenen Mittelstandes in etwa dem heutigen Status quo entsprechen oder sogar deutlich darunter liegen dürfte (vgl. o.V., Laufzeiten).

Abbildung 13: *Size Factor für den mittleren Mittelstand*



Zwischen die beiden Pole schiebt sich der mittlere Mittelstand, definiert durch eine Unternehmensgröße bis 50 Mio. EUR Jahresumsatz. In dieser Kategorie gilt der „size factor", also eine zusätzliche Differenzierung der Risikogewichtungsfunktion in Abhängigkeit von der jeweiligen Unternehmensgröße. Die allgemeine Risikogewichtungsfunktion des Corporate-Segmentes wird dadurch mit der jeweiligen Unternehmensgröße verschoben, wobei der Entlastungseffekt nicht so stark ausfällt wie im unteren Mittelstand. Somit hängt eine eventuelle Be- oder Entlastung von der Ausfallwahrscheinlichkeit und der Unternehmensgröße ab. Im hier gewählten Beispiel ist ein leichter Anstieg der Eigenkapitalanforderungen zu verzeichnen; ab einer PD unter 1,79 % würde sich bei gleicher Umsatzklasse eine Absenkung ergeben. – Das mittlere Mittelstandssegment ist im Standardansatz nicht vorgesehen und wird dort wie der gehobene Mittelstand behandelt. - Die bisher angesprochenen Bonitätsgewichte verstehen sich im Übrigen vor Anrechnung von *Sicherheiten*, die zu einer weiteren Reduktion der Eigenkapitalanforderungen führen können. Der Umfang der anerkennungsfähigen Sicherheiten liegt über dem des bisherigen Grundsatzes I und steigt vom Standard- über den Basis- hin zum fortgeschrittenen Ansatz an.

Lediglich im *fortgeschrittenen Ansatz* und dort (falls von einem nationalen Wahlrecht Gebrauch gemacht wird) auch nur für Kreditnehmer mit einer Bilanzsumme und einem Jahresumsatz ab 500 Mio. EUR schreibt Basel zwingend *sog. Laufzeitzuschläge* vor, die dem (vermuteten) Anstieg des Bonitätsrisikos mit zunehmender Laufzeit des Kredits Rechnung tragen sollen. Die Begrenzung dieser auf größere Unternehmen berücksichtigt nicht zuletzt die Bedenken der deutschen Seite, da hier zu Lande eine ausgeprägte Langfristkultur in der Unternehmensfinanzierung besteht. Die langfristige Bankenfinanzierung fungiert quasi als Eigenkapitalersatz: 2/3 der an Unternehmen und wirtschaftlich Selbstständige ausgereichten Mittel weisen eine vereinbarte Laufzeit von über 5 Jahren auf [vgl. ausführlich Paul, Stein

und Horsch (2002)]. – Bei Krediten an Unternehmen mit einem Jahresumsatz und Bilanzsumme unter 500 Mio. EUR ist also nicht die tatsächliche Duration zu berechnen, sondern von einer 2,5-jährigen Laufzeit auszugehen.

Kreditinstitute, die den *IRB-Ansatz* nutzen, sollen in einem überschaubaren Zeitraum *alle bedeutenden Forderungsklassen* in diesen Ansatz überführt haben. Eine dauerhafte freie Wahl zwischen Standard- und IRB-Ansatz auf Ebene der Forderungsklassen würde nach Basler Auffassung potenziell zum „Rosinenpicken" verführen: Banken könnten versucht sein, jeweils das Verfahren zu wählen, mit dem sich die geringere Kapitalanforderung verbindet. Sowohl in der Basler Rahmenvereinbarung als auch im EU-Richtlinienentwurf ist daher das zeitlich unbegrenzte Verbleiben im Standardansatz prinzipiell nur für Portfolios mit nicht materiellem Volumen und Risikogehalt gestattet. Als Bemessungsgrundlage für die temporäre partielle Nutzung des IRB-Ansatzes (*partial use*) sollen sowohl der EAD als auch die risikogewichteten Aktiva herangezogen werden. So könnte die Schwelle für den IRB-Eintritt z.B. bei 50 % (des gesamten Kreditexposures bzw. -risikos), diejenige für den Austritt bei unter 10 % liegen.

Abschließend sei erwähnt, dass der Basler Ausschuss zwei „Floors" eingezogen hat. Demnach können die Eigenkapitalanforderungen für das nach dem IRB-Basisansatz ermittelte Kreditrisiko sowie das operationelle Risiko im ersten Jahr der Gültigkeit (2007) nicht unter 95 %, im zweiten (2008) nicht unter 90 % und im dritten (2009) nicht unter 80% des bisherigen Niveaus sinken. Im Falle der fortgeschrittenen Ansätze für das Kredit- und operationelle Risiko (die erst ab 2008 in Kraft treten) betragen die Begrenzungen ebenfalls 90 bzw. 80 %. Bis 2009 kann der Eigenkapitalbedarf daher von jetzt 8 % nicht unter 6,4 % sinken.

F. Wesentliche grundlegende Konsequenzen für die Beziehungen der Banken zu ihren Kunden

Welche Konsequenzen von Gewicht ergeben sich nun im Bank/Kunde-Verhältnis [vgl. die eingehende Behandlung zentraler Problemfelder bei Paul (2003), Paul und Stein (2003a und b, 2004) sowie für die USA Berger (2004)]?

In der öffentlichen Diskussion über die Basler Vorstellungen stand in den vergangenen beiden Jahren eindeutig die Zukunft der Mittelstandsfinanzierung im Brennpunkt des Interesses. Unter Führung der Mittelstandsverbände – mit dem Bundeskanzler im Schlepptau – ist die Befürchtung geäußert worden, durch Basel II könne die Kreditversorgung in Gefahr geraten, ja sogar ein „Kreditnotstand" wurde prophezeit. Derartige *Kreditrationierungen* sind aus heutiger Sicht allerdings *nicht zu erwarten*. Zum einen steht das Ziel des Ausschusses im Raum, die *Eigenkapitalanforderungen im Rahmen der endgültigen Kalibrierung insgesamt nicht ansteigen* zu lassen, so dass durch Basel II bedingte dramatische *Rückzüge aus dem Kredit-*

geschäft wenig plausibel erscheinen. Zum anderen wurde bereits ausführlich sowohl auf die „Mittelstands-Komponenten“ (vor allem im Retail-Segment) hingewiesen. Zudem ist der Katalog anerkennungsfähiger *Sicherheiten* gerade mit Blick auf den Mittelstand erweitert worden ist, was ebenfalls dazu beitragen dürfte, die Kreditverfügbarkeit speziell von Schuldnern personengeführter Unternehmen zumindest zu erhalten.

Auch wenn empirisch *nicht* von einer *generellen Rationierung der Kredite* gesprochen werden kann, zeigt aber ein Blick auf die drei großen Sektoren der Kreditwirtschaft Sparkassen, Kreditgenossenschaften und Großbanken, dass mittlerweile in allen Bankengruppen *rückläufige Wachstumsraten des Kreditgeschäfts* zu verzeichnen sind. Auffällig ist, dass die Großbanken ihr Kreditvolumen Ende 2003 bereits im 10. Quartal hintereinander scharf zurückgefahren hatten. Demgegenüber ist bei den Kreditgenossenschaften die Expansion erstmals im Dezember 2002 zum Erliegen gekommen; die Werte für 2003 bestätigen den beschleunigten Abwärtstrend. Allein die Sparkassen weiteten in 2002 ihre Kreditvergabe noch leicht aus, rutschten 2003 aber ebenfalls ins Minus.

Als Ursache sollte jedoch nicht vorschnell auf die Vorwegnahme von Basel verwiesen werden. Denn möglicherweise ist die *Kreditaufnahme gerade für kleinere und mittlere Unternehmen nicht wegen, sondern trotz Basel II* und sogar rückläufigen Eigenkapitalanforderungen derzeit erschwert. Hier muss erstens gesehen werden, dass die *nachhaltig schwache konjunkturelle Lage* in Deutschland – seit Mitte 2000 waren die Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts zunächst in rasantem Sinkflug, verharrten dann auf niedrigem Niveau und zeigen erst seit Mitte 2004 eine Aufwärtstendenz – eine verhaltenere Kreditnachfrage mit sich gebracht hat. Dort, wo auf Grund der schlechten wirtschaftlichen Lage die Absatz- und Gewinnaussichten unbefriedigend sind, fehlt der Anreiz zu investieren und ergo auch die Notwendigkeit einer Kapitalbeschaffung über Investitionskredite. Die verfügbaren Daten legen zudem nahe, dass im Einklang mit der schwachen Konjunktur Unternehmen ihre freien Cashflows zunehmend nicht mehr investiv verwenden, sondern ihre Verschuldung bei den Banken zurückführen.

Zweitens befand sich die *deutsche Kreditwirtschaft in ihrer schwersten Strukturkrise der Nachkriegszeit,* weshalb auch im Hinblick auf die Verzinsung des Eigenkapitals im internationalen Vergleich mittlerweile ein deutlicher Rückstand vorliegt. Während die Banken in den USA in der Periode 1999-2003 eine Eigenkapitalrendite von durchschnittlich 14,5 %, diejenigen in Europa 10,2 % (1997-2001) nach Steuern erzielten, beträgt der Wert für Deutschland nur 3,7 % nach Steuern. Damit dürften die geforderten Prämien für das Eingehen von Haftungsrisiken (= Eigenkapitalkosten) angesichts der beiden „Horrorjahre“ – so wiesen etwa mehrere deutsche Banken in seltener Eintracht für 2003 Verluste von je rund 2,7 Mrd. EUR aus (Commerzbank, Dresdner Bank, HypoVereinsbank, WestLB) – ganz deutlich unterschritten worden sein.

Die *Ursachen* für diese Entwicklung sind eng mit dem Kreditgeschäft verbunden. Bei den zentralen Komponenten der Gewinn- und Verlustrechnung der Kreditinstitute zeigt sich:

- Der *Zinsüberschuss* ist in allen Bankengruppen insbesondere aufgrund der Verbriefungstendenz in den letzten 10 Jahren deutlich gesunken: bei Großbanken zwischen 1994 und 2003 um rd. 50 % (auf nur noch gut 1 % der Bilanzsumme), bei den Sparkassen um 28 % und bei den Kreditgenossenschaften um 20 %. Diese Einbrüche konnten nicht entsprechend durch Steigerungen des Provisionsüberschusses kompensiert werden – zum einen, da deutsche Institute bei den Angeboten im Investment Banking-Bereich vielfach noch immer einen Nachholbedarf haben, zum anderen aufgrund der Börsenabschwünge der letzten Jahre.
- Verschärft wurde diese Situation durch die dramatischen Kreditausfälle, die die Banken nicht nur bei einigen spektakulären Einzelengagements, sondern auch im Mengenkreditgeschäft hinnehmen mussten. Diese wurden vor allem durch die Rekordzahl von Insolvenzen in der deutschen Nachkriegszeit hervorgerufen. Im Durchschnitt der Jahre 1994 bis 2003 zehrte das durch Wertberichtigungen und Abschreibungen dominierte Bewertungsergebnis mehr als die Hälfte des Teilbetriebsergebnisses (also Zins- und Provisionsüberschuss abzüglich Sach- und Personalaufwand) der Kreditinstitute auf. Im Jahre 2002 stieg diese Quote sogar auf 100 %! Der weitaus größte Teil betraf dabei das inländische Kreditgeschäft.
- Zudem konnte der Anstieg der *Bearbeitungsaufwendungen* gerade für das Kreditgeschäft in den letzten Jahren nur mühsam gebremst werden. Die Ursache hierfür liegt nicht zuletzt in der wesentlichen Ausweitung der regulatorischen Anforderungen an die Aufbauorganisation und Prozessgestaltung, die in den „Mindestanforderungen an das Kreditgeschäft“ (MaK) sowie dem Basel II-Paket formuliert werden.

Gerade der internationale Vergleich zeigt aber im Übrigen auch, dass es *vordergründig* wäre, das *Kreditgeschäft generell als Wertvernichter einzustufen.* Vergleicht man die Eigenkapitalrenditen vor Steuern der 50 (an der Bilanzsumme gemessen) größten Banken Europas in den Jahren 2002/03, so liegen die deutschen Institute angesichts der skizzierten Entwicklung sämtlich im unteren Drittel. Ebenso kreditlastige Banken im Ausland dominieren dagegen das obere Drittel (ING Group, Lloyds TSB, Svenska Handelsbanken, Barclays, ABN Amro) mit Renditen zwischen 15 und 30 % (eigene Berechnungen nach Bankscope). Angesichts der sich global immer weiter angleichenden Rahmenbedingungen bzw. Strukturtrends des Kreditgeschäfts, denen auch diese Institute nicht ausweichen können (Securitization, Verbreitung des Internet, Regulierung usw.), scheinen zahlreiche ausländische Anbieter erfolgreichere Geschäftsmodelle als die Mehrzahl der deutschen Kreditinstitute zu verfolgen (fokussiertere Zielgruppenauswahl, weitgehendere Leistungsstandardisierung u.a.).

Bezogen auf das *Altgeschäft* sind alle Bankengruppen unter dem Wertsteigerungsziel bestrebt, ihr *Volumen* speziell an Problemkrediten zu *reduzieren (Mengenkomponente)* – in einem ersten Schritt zumeist durch die Konzentration in einer eigenständigen Einheit (mitunter sogar Gesellschaft). Prominente Beispiele sind die Institutional Restructuring Unit der Dresdner Bank (2003 mit einem Bestand in Höhe 36 Mrd. EUR) oder die BAG der genossenschaftlichen Bankengruppe. Diesen „Bad Banks“ ist aufgrund ihrer Spezialisierungsvorteile ein „wertschonenderes“ Management der Engagements möglich – sei es durch neue Nutzungskonzepte der Sicherheiten im Rahmen der Fortführung, der Sicherheitenverwertung bei Abwicklung oder aber der Weitergabe von Kreditpaketen an die immer liquider gewordenen Märkte für solche nonperforming loans (nach Angaben der BIZ betrug der Anteil der notleidenden an den insgesamt auf den Sekundärmärkten gehandelten Krediten in Europa 2003 über 30 %). Im Gegensatz zum japanischen Modell der weitgehenden Staatsfinanzierung der Bad Banks haben sich insofern effektive Marktlösungen entwickelt.

Im Neugeschäft sehen sich die Kreditinstitute gezwungen, immer sorgfältiger auszuwählen, mit welchen Kunden sie welche Geschäfte (erneut: Mengenkomponente) zu welchen Konditionen (Preiskomponente) abschließen. Angesichts der schwachen Renditeentwicklung nimmt ihre Bereitschaft tendenziell ab, reines (Eigenkapital bindendes, niedrig verzinsliches und zudem risikoträchtiges) Kreditgeschäft ohne die Chance auf Zusatzerträge aus anderen Geschäftsfeldern anzubieten [Deutsche Bank AG, Finanzbericht (2003), S.39: „Durch den weiteren Ausbau einer kapitalmarktorientierten Preisge-staltung im Kreditgeschäft werden wir unsere Bilanz stärker auf profitablere Kundenbeziehungen konzentrieren.“]. Werden Kredite „gewährt“, so streben die Kreditinstitute immer stärker eine risikoorientierte Preisstellung an. Vor dem Hintergrund der teils freiwillig, teils durch Basel II regulatorisch initiierten internen Ratings besteht hierfür eine zunehmend bessere Basis. Während die Differenzierung von Zinsforderungen über die Bonitätsklassen hinweg bei Buchkrediten gegenüber dem Kapitalmarktpricing derzeit noch einen Rückstand aufweist, ist demnach künftig eine deutlichere Konditionenspreizung zu erwarten. Hiervon würden Kreditnehmer guter Bonität profitieren, die angesichts zu stark einheitlicher Preise in der Vergangenheit diejenigen schlechterer Bonität subventionierten [vgl. in diesem Zusammenhang auch Thießen (2004)].

Solche Kreditnehmer aber, deren Bonität gefallen ist, müssen dagegen in stärkerem Maße mit zeitnaher und deutlicherer Erhöhung ihrer Kreditkonditionen rechnen. Deshalb kann es auch nicht überraschen, dass – je nach Zusammensetzung des Kreditportefeuilles der betrachteten Bank – Zusatzbe- oder aber Entlastungen zu verzeichnen sind; verallgemeinernde Aussagen in diesem Bereich sind problematisch [vgl. empirische Ergebnisse bei Taistra und Tiskens (2001), Grunert, Kleff, Norden und Weber (2002), Schwaiger und Lawrenz, (2002) sowie die Überlegungen bei Hartmann-Wendels (2002) und Paul, Stein und Kaltofen, (2004)].

Die mit dem Rating (in den Gruppen der Genossenschaftsbanken sowie der Sparkassen weitgehend nach einheitlicher Methodik durchgeführt) verbundene Transparenz forciert zudem die Tendenz deutscher Banken, zur Erwirtschaftung einer den Ansprüchen der Shareholder genügenden Eigenkapitalrendite *Risiken von Kreditpools in den großen Verbundorganisationen zu handeln oder über innovative Formen der Verbriefung an den Kapitalmarkt weiterzureichen* (und selbst nur noch kleine Abschnitte in ihren Portefeuilles zu behalten). Auch von daher ist mittelfristig eine Angleichung der bankbetrieblichen Preiskalkulation an die Renditeforderungen des Kapitalmarktes zu erwarten. Durch die Einbringung von Kreditforderungen in kapitalmarktbezogene Formen der Unternehmensfinanzierung besteht (gerade vor dem Hintergrund der True-Sale-Initiative) aus Sicht einer Bank die Möglichkeit, ansonsten illiquide Forderungen zu mobilisieren und ertragssteigernd einzusetzen. Der in den Kreditzinsen enthaltene Zuschlag für das Immobilitätsrisiko, dem die Bank unterliegt, die ihre Geldanlage nicht jederzeit liquidieren kann, weil für sie ein Markt und die für einen Handel notwendige Ausstattung nicht besteht, könnte künftig also geringer ausfallen.

Und schließlich schafft ein ausgefeiltes Ratingsystem die Voraussetzung dafür, im *Risikomanagement* möglichst passgenaue *Kreditderivate* einzusetzen. Vor diesem Hintergrund kann es nicht überraschen, dass die Marktvolumina für diese Übertragungen von Kreditrisiken in den letzten Jahren dramatisch angewachsen sind: für ABS zwischen 1993 und 2003 weltweit von ca. 500 auf über 2.500 Mrd. US-$ (Europa 50 auf 700 Mrd. US-$), bei Kreditderivaten zwischen 1997 und 2004 weltweit von ca. 50 auf 4.500 Mrd. US-$ (Angaben – teils geschätzt – der BIZ im Jahresbericht 2004).

Im Zusammenhang mit den auf Ratings basierenden neuen Basler Regelungen wird jedoch auch die Frage intensiv diskutiert, ob die *Eigenkapitalanforderungen prozyklisch* wirken, indem sie den Zwang zur Zuführung neuen Haftkapitals, zum Abbau von Krediten oder eben Zinserhöhungen auf Seiten der Banken forcieren und damit die realwirtschaftlichen Abschwungtendenzen eher noch verstärken – und dieses bei Verwendung ähnlicher Risikomodelle zudem gleichgerichtet und somit in systemischer Sicht problematischer Weise. Da es gewichtige empirische Hinweise auf hohe Korrelationen sowohl der Ausfallwahrscheinlichkeit (PD) als auch der Verluste im Insolvenzfall (LGD) mit dem Konjunkturzyklus gibt, will der Basler Ausschuss in der noch ausstehenden Phase der endgültigen Kalibrierung der Risikogewichte diesen Problemkreis näher ausleuchten [vgl. empirische Ergebnisse z.B. in den Ausführungen der Vorauflagen sowie bei Ervin und Wilde (2001), Altman, Resti und Sironi (2002), Ayuso, Pérez und Saurina (2002), Goodhart (2002), Gordy (2002), Lowe (2002), Allen und Saunders (2003), Amato und Furfine (2003), Berger und Udell (2003) sowie Catarineu-Rabell, Jackson und Tso-mocos (2003)]. Wie zuvor gezeigt, findet sich in den jüngsten Basler Vorschlägen die Aufforderung, für die Parameter PD und LGD sowohl *Through-the-Cycle*- als auch *Stress*-Schätzungen vorzunehmen, also auf Größen im Durchschnitt eines

Konjunktur- und Preiszyklus und Extremwerte abzustellen [Hofmann (2004b) sowie Rudolph (2004)]. Während erstere die Risikogewichtungsfunktionen dominieren, könnten letztere in die Gesamtbeurteilung der Bank durch die Aufsicht im Rahmen der zweiten Säule eingehen.

Es ist indes an dieser Stelle darauf hinzuweisen, dass der Anteil der Zins- an den gesamten Aufwendungen deutscher Unternehmen nur bei etwa 1,5 % liegt. Selbst eine drastische Erhöhung des Zinsniveaus um 40 % führte daher – bei gleichen Kreditmengen und -strukturen – zu einer Belastung der Kostensituation von nur 0,6 %. Bei Anteilen der Materialeinsatz- und der Personalkosten von demgegenüber 60 bzw. 17 % ist leicht einzusehen, dass sehr viel stärkere Effekte von der Preisentwicklung für die beschafften Materialien und den Lohnrunden ausgehen. Noch einmal: Der gewichtigste Anstoß für Gewinnerwartungen und damit die Investitions- und Kreditaufnahmebereitschaft kommt von den Absatzaussichten und entsprechenden Umsatzerlösen her [Paul, Stein und Horsch (2002) sowie Deutsche Bundesbank (2002b)].

G. Basel II und seine Implikationen für Entwicklungsländer – ein Aufriss

Während die Basel II-Diskussion in Deutschland vergleichsweise stark durch die Frage der Kreditverfügbarkeit für den Mittelstand geprägt war, ist in den letzten Jahren im internationalen Kontext ebendiese Frage mit Blick auf Entwicklungsländer thematisiert worden. Unabhängig davon, dass Bankkredite bei der Leistungsbilanzfinanzierung von Entwicklungsländern im Vergleich zu ausländischen Direktinvestitionen und wertpapiergestütztem Portfolio-Kapital eine nur untergeordnete Rolle spielen, gar für die Gruppe hochverschuldeter Länder insbes. in Afrika und Asien kaum verfügbar sind [vgl. empirische Belege bei Stolz und Puschmann (2003)], lassen sich im Themenkreis „Entwicklungsländer und Basel II“ vor allem drei Kernprobleme identifizieren:

a) Mögliche Kreditrationierungen von Entwicklungsländern durch entwickelte Länder

b) Mögliche Kreditrationierungen innerhalb der Entwicklungsländer

c) Mögliche negative Konsequenzen aus der Nichtanwendung von Basel II durch einzelne Länder.

Zu a): Da das neue Rahmenwerk Abschied nimmt von den die tatsächliche Bonität der Kreditschuldner weitgehend ignorierenden Eigenkapitalanforderungen, diese sich stattdessen zumindest in den IRB-Ansätzen vor allem an den individuellen Ausfallwahrscheinlichkeiten der Vergangenheit orientieren, wird in Teilen der Literatur auf die u.U. gravierend ansteigende Eigenkapitalunterlegungspflicht für Kredite an Entwicklungsländer hingewiesen und hieraus die Gefahr entweder (von der Mengenseite her) einer *Kreditrationierung* oder aber (von der Preisseite her) *„unbezahlbarer“ Zinsforderungen* der Kreditinstitute abgeleitet [vgl. vor

allem Bhattacharya und Griffith-Jones (2004) sowie Griffith-Jones, Segoviano und Spratt (2002 und 2004)]. Dieses Szenario dürfte indes nur dann drohen, wenn die neuen Anforderungen, die das notwendige *„regulatorische“ Kapital* definieren, primäre Orientierungsgröße des Bankmanagements bei der Festlegung der hurdle rate des Kundenzinses sind. Alternativ könnte dieses seine Kreditvergabeentscheidung am *„ökonomischen“ Kapital* ausrichten, das sich aus dem im internen Risikomanagement ermittelten unerwarteten Verlust ableitet (und preislich entsprechend abgedeckt sein muss).

Die neueste empirische Studie für dieses Problemfeld haben Liebig, Porath, Weder di Mauro und Wedow (2004) vorgelegt. Sie greifen auf ein Datenset zurück, das 95 % der Auslandskredite deutscher Banken umfasst. Es entstammt einer Erhebung der Deutschen Bundesbank bei 50 Banken für den Zeitraum 1996 bis 2002. Für den gewonnenen Engagementpool wurde anhand eines Value at Risk-Modells der unerwartete Verlust berechnet und dem regulatorischen Kapital gegenübergestellt. Die Ergebnisse gaben einen eindeutigen Hinweis darauf, dass das *ökonomische Kapital bindenden Charakter* besaß und der unexpected loss einen signifikanten Beitrag bei der Erklärung der Kreditvergabeentscheidung besitzt. Dementsprechend konnten die Banken bei den ausgereichten Krediten Zinssätze durchsetzen, die dem intern ermittelten Ausfallrisiko Rechnung trugen. Dies galt insbesondere für Groß- und Landesbaken (mit am weitesten entwickelten Verfahren des risikoorientierten Pricings), in den letzten Jahren der Betrachtungsperiode aber auch für andere Bankengruppen (die indes bei der Finanzierung von Entwicklungsländern eine untergeordnete Rolle spielen). Die These, dass Banken schon in der Vergangenheit fortgeschrittene Risikomodelle bei der Kreditvergabe einsetzten, wurde somit gestützt. Wenn Basel nun das regulatorische Kapital an das ökonomische Kapital annähert, ist insofern *keine gravierende Auswirkung auf die Kreditvergabe* zu befürchten.

Möglicherweise weiten Kreditinstitute ihr Engagement in relativ riskanten Anlagen sogar aus, wenn die Auswahl der zur Verfügung stehenden Investitionsmöglichkeiten größer wird. Denn dann wird es möglich, das Portfoliorisiko durch die Kreditvergabe an Entwicklungsländer stärker zu diversifizieren und damit ein besseres Rendite/Risiko-Profil zu erhalten. Um jedoch auch mit Blick auf diesen Aspekt eine Annäherung zwischen bankinternem Kalkül und regulatorischer Anforderung zu erreichen, wäre die baldige aufsichtsrechtliche Zulassung von Kreditportfoliomodellen für die Zwecke der Eigenkapitalberechnung zu begrüßen, zumal hier negative Korrelationen zwischen den Risikoprofilen von Entwicklungs- und entwickelten Ländern Berücksichtigung finden können [Griffith-Jones, Segoviano und Spratt (2002 und 2004)].

Im Übrigen gilt für die auch mit Blick auf Entwicklungsländer diskutierte Problematik der *Prozyklizität* wiederum: Zum einen ist ein gewisses „Atmen“ der Kapitalanforderungen mit der im Zeitverlauf schwankenden Risikolage in den Banken gewünscht und notwendig. Zum ande-

ren aber bleibt abzuwarten (und empirisch zu beobachten), ob die zuletzt von Basel eingebauten „Stabilisatoren“ diesen Effekt nicht möglicherweise bereits sachgerecht einschränken.

Zu b): Mögliche Veränderungen der Kreditvergabemöglichkeit und -bereitschaft von Banken in den Entwicklungsländern selbst gegenüber ihrer Klientel wird zunächst davon abhängen, ob der jeweilige Sitzstaat die Basler Vorschläge übernimmt (siehe c). Sofern dies der Fall ist, lassen sich ähnliche Ergebnisse wie für die Entwicklung hier zu Lande ableiten: Die Mehrzahl der Kreditinstitute wird den *Standardansatz* anwenden und damit gegenüber dem Status quo gerade im Geschäft mit kleineren Kreditschuldnern *auf der Eigenkapitalseite eher entlastet*. Sollte eine Bank für eine Variante des *IRB-Ansatzes* votieren (und dies ist angesichts der hohen Anforderungen sicherlich nur wenigen Instituten in ausgewählten Ländern möglich), so muss für das Retail-Portfolio, in dem sich die Mehrzahl ihrer Schuldner befinden dürfte, nicht automatisch mit steigenden Eigenkapitalanforderungen verbunden. Denn neben den tendenziell vergleichsweise hohen Ausfallwahrscheinlichkeiten der Kreditnehmer ist eben auch die gewichtige Komponente des loss given default zu berücksichtigen. Gerade diejenigen Kreditinstitute, die Projekte zum *Auf- bzw. Ausbau kommunaler oder privater, betrieblicher Infrastruktur* finanzieren, bei denen *werthaltige Sicherheiten* entstehen, könnten daher von den neuen Regelungen *profitieren*.

Zu c): Angesichts dessen, dass der Basler Akkord noch nicht endgültig verabschiedet ist, kann es auch nicht überraschen, dass bis dato unklar ist, welche Länder das Rahmenwerk später anwenden werden. Und selbst dort, wo die Übernahme der Regeln dem Grunde nach bereits frühzeitig positiv entschieden wurde, ist zumeist noch festzulegen, für welche Teilmenge der Kreditwirtschaft die Vorschriften gelten sollen. Dieses „Patchwork“-Problem wird zwar häufig mit Blick auf Entwicklungsländer thematisiert [Rathmann (2004)], ist indes nicht auf diese beschränkt: In den USA etwa werden nur 10-20 Banken verpflichtet werden, sich nach den Basler Regeln zu richten.

Dabei ist zweckmäßigerweise zu unterscheiden nach dem Anwendungs*willen* des nationalen Gesetzgebers und der Anwendungs*fähigkeit* der Kreditinstitute in dem jeweiligen Land. Auch Entwicklungsländer werden es *schwer* haben, *dauerhaft außerhalb der „Basler Welt“* zu leben, denn dieses dürfte automatisch mit einer (noch) höheren *Risikoprämie* auf den internationalen Finanzmärkten verbunden sein („regulatorischer Malus“). Eine solche Erfahrung musste etwa Japan machen, als es angesichts der Krisenentwicklungen in der heimischen Kreditwirtschaft (aus falsch verstandener Fürsorgepflicht und letztlich krisenverlängernd) die Aufsichtsregeln lockerte [eingehend Bonn (1998)].

Deshalb engt sich der Entscheidungsraum wohl auf die Frage des Umfangs und der Geschwindigkeit ein, in dem/der Basel mitvollzogen wird. Fraglos ist derzeit die Mehrzahl der Banken in den Entwicklungsländern und sind auch die dortigen Aufsichtsbehörden *noch*

nicht in der Lage, den gesetzten Maßstäben gerecht zu werden [Belege bei Powell (2004)]. Hält man starr an letzteren fest (die ja – wie gezeigt – selbst von vielen Banken in der Bundesrepublik nicht erfüllt werden), versperrt man den Kreditwirtschaften in den Entwicklungsländern auf Jahre das Tor zur Basler Welt und *vergrößert* so den *Abstand zu den entwickelten Ländern* nun mit Hilfe der (Banken-)Regulierung (noch) weiter.

Insofern sollte der für die qualitative Aufsicht (wie gesagt) leitende *Grundsatz der „Proportionalität“* auch im internationalen Kontext angewandt werden: Sucht man dort nach den für die Komplexität des jeweiligen Kreditinstituts passenden Anforderungen an das Risikomanagement der Banken, muss hier nach den für die Struktur und den Entwicklungsstand der Kreditwirtschaft in dem jeweiligen Land sachgerechten Ausschnitten aus dem Basler Gesamtpaket Ausschau gehalten werden. Nur zwei Beispiele: Um etwa das Aufblühen einer für die Umsetzung der ersten Säule bedeutenden Ratingkultur überhaupt zu ermöglichen, dürfen die quantitativen und qualitativen Anforderungen der Aufsichtsbehörden nicht identisch sein mit denen in Europa. Und angesichts der schon für die Kreditwirtschaft hier zu Lande im Grenzbereich der Überregulierung liegenden Vorschriften zur regelmäßigen Vor-Ort-Kontrolle kann in dieser Hinsicht in Entwicklungsländern erst recht abgespeckt“ werden. Die aus einer solchen *Abkehr vom regulatorischen „one size fits all“* resultierenden Gefahren scheinen angesichts der doch vergleichsweise geringen Bedeutung dieser Länder für die Stabilität des internationalen Finanzsystems überschaubar.

H. Ausblick

Wenn auch nur in Überblicksform, so konnten die Ausführungen doch zeigen, dass mit den Basler Vorschlägen tatsächlich epochale Veränderungen in der Kreditwirtschaft anstehen. Sowohl die Beziehungen der Institute zu den sie beaufsichtigenden Behörden als auch zu ihren Kunden werden nachhaltig beeinflusst. Angesichts der vorgebrachten Bedenken in Bezug auf die Tragfähigkeit zahlreicher Bausteine des von Basel errichteten Gebäudes [vgl. auch zur Übersicht die Aufsätze bei Centre for the Study of Financial Innovation (2002)] besteht für Kreditwirtschaft und Wissenschaft die Aufgabe, sich weiter aktiv in den Fertigstellungsprozess der Regulierung einzuschalten. Insbesondere müssen das *Zusammenspiel der drei Säulen schärfer konturiert*, die *Anreizkompatibilität* der Vorschläge *verbessert* und deren *theoretisches Fundament* verstärkt werden, um dem Eindruck der Beliebigkeit und vorrangiger Rücksichtnahme auf „politische“ Vorgaben zu begegnen. Mit Blick auf Entwicklungsländer wurde herausgearbeitet, dass Gefahren eher aus der Nichtanwendung als aus der Umsetzung von Basel II erwachsen können.

Literatur

Allen, Linda ; Saunders, Anthony (2003): A Survey of Cyclical Effects in Credit Risk Measurement Models, BIS Working Papers no. 126.

Altman, Edward I. ; Resti, Andrea ; Sironi, Andrea (2002): The link between default and recovery rates: effects on the procyclicality of regulatory capital ratios, BIS Working Papers no. 113.

Amato, Jeffrey D. ; Furfine, Craig (2003): Are Credit Ratings Procyclical?, BIS Working Papers no. 129.

Ayuso, Juan ; Pérez, Daniel ; Saurina, Jesús (2002): Are Capital Buffers Pro-Cyclical?, BIS Working Papers.

Barth, James R. ; Caprio, Gerard ; Levine, Ross (2004): Bank regulation and supervision: what works best?, in: Journal of Financial Intermediation, vol. 13, S. 205-248.

Basel Committee on Banking Supervision (1999): A New Capital Adequacy Framework.

Basel Committee on Banking Supervision (2001a): Working Paper on Pillar 3 – Market Discipline.

Basel Committee on Banking Supervision (2001b): Working Paper on the Internal Ratings-Based Approach to Specialised Lending Exposures.

Basel Committee on Banking Supervision (2001c): Working Paper on the Treatment of Asset Securitisations.

Basel Committee on Banking Supervision (2002a): Draft Paper – The Third Pillar: Market Discipline.

Basel Committee on Banking Supervision (2002b): Public disclosures by banks: results of the 2000 disclosure survey.

Basel Committee on Banking Supervision (2003): Sound Practices for the Management and Supervision of Operational Risk.

Basel Committee on Banking Supervision (2004a): International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards – A Revised Framework.

Basel Committee on Banking Supervision (2004b): Implementation of Basel II: Practical Considerations.

Basel Committee on Banking Supervision (2004c): Principles for the Management and Supervision of Interest Rate Risk.

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (2001a): Überblick über die Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung.

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (2001b): Die Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung. Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (2004): Internationale Konvergenz der Kapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen, überarbeitete Rahmenvereinbarung.

Bhattacharya, Amar ; Griffith-Jones, Stephany (2004): The Search for a Stable and Equitable Global Financial System, Ppaer fort he conference on „Stability, Growth and the Search for a New Development Agenda: Reconsidering the Washington Consensus, Santiago de Chile, 29./30. 3. 2004.

Becker, Bernhard ; Brackschulze, Kai ; Müller, Stefan (2004): Basel II und Kreditkonditionen für den Mittelstand – Die kritische Hürde „BB“, in: Deutsches Steuerrecht, 42. Jg., S. 740-745.

Berger, Allen N. (2004): Potential Competitive Effects of Basel II on Banks in SME Credit Markets in the United States, Working Paper.

Berger, Allen N. ; Udell, Gregory F. (2003): The Institutional Memory Hypothesis and the Procyclicality of Bank Lending Behaviour, BIS Working Papers no. 125.

Bonn, Joachim K. (1998): Bankenkrisen und Bankenregulierung, Wiesbaden.

Burghof, Hans-Peter (1998): Eigenkapitalnormen in der Theorie der Finanzintermediation, Berlin.

Burghof, Hans-Peter ; Rudolph, Bernd (1996): Bankenaufsicht: Theorie und Praxis der Regulierung, Wiesbaden.

Caterineu-Rabell, Eva ; Jackson, Patricia ; Tsomocos, Dimitrios P. (2003): Procycality and the New Basel Accord, Working Paper, Bank of England.

Centre for the Study of Financial Innovation (2002): Bumps on the road to Basel: An anthology of views on Basel 2, London.

Commission on the European Communities (2004): Proposal for Directives of the European Parliament and of the Council, Markt/1050/04, Brüssel.

Committee of European Banking Supervisors (CEBS, 2004): The Application of the Supervisory Review Process under Pillar 2, London (www.c-ebs.org).

Deutsche Bundesbank (2001): Die neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II), in: Monatsberichte, 53. Jg., Nr. 4, S. 15-44.

Deutsche Bundesbank (2002a): Das Eigenkapital der Kreditinstitute aus bankinterner und regulatorischer Sicht, in: Monatsberichte, 54. Jg., Nr. 1, S. 41-61.

Deutsche Bundesbank (2002b): Geldpolitik und Investitionsverhalten – eine empirische Untersuchung, in: Monatsberichte, 54. Jg., Nr. 7, S. 41-55.

Deutsche Bundesbank (2004): Neue Eigenkapitalanforderungen für Kreditinstitute (Basel II), in: Monatsberichte, 56. Jg., Nr. 9, S. 75-100.

Einhaus, Christian (2002a und b): Operationelle Risiken, Teil 1: Grundlagen der Diskussion, Teil 2: Operationelle Risiken in Kreditinstituten, in: Die Sparkasse, 119. Jg., S. 488-490 und 566-569.

Ervin, D. Wilson ; Wilde, Tom (2001): Pro-cyclicality in the new Basel Accord, in: RISK, 10/2001, S. S28-S32.

Eucken, Walter (1949): Die Wettbewerbsordnung und ihre Verwirklichung, in: ORDO, 2. Jg., S. 1-99.

Europäische Zentralbank (2001): Die neue Basler Eigenkapitalvereinbarung aus Sicht der EZB, in: Monatsberichte, Nr. 5, S. 65-84.

Gövert, Marco ; Pfingsten, Andreas ; Sträter, Norbert (2004): Helfen die MaK bei der Vermeidung von Bankschieflagen?, in: ZfgK, 57. Jg., S. 676-682.

Goodhart, Charles (2002): Basel and pro-cyclicality, in: Centre for the Study of Financial Innovation (Ed.): Bumps on the road to Basel: An anthology of views on Basel 2, London, S. 26-28.

Gordy, Michael (2002): A Risk-Factor Model Foundation for Ratings-Based Bank Capital Rules, Working Paper, Federal Reserve Board, Washington D.C.

Gorton, Gary ; Winton, Andrew (2002): Financial Intermediation, NBER Working Paper w8928, Cambridge (Mass.).

Greenbaum, Stuart I. ; Thakor, Anjan V. (1995): Contemporary Financial Intermediation, Fort Worth u.a.

Griffith-Jones, Stephany ; Segoviano, Miguel Angel/Spratt, Stephen (2002): Basel II and Developing Countries: Diversification and Portfolio Effects, Working Paper, December 2002.

Griffith-Jones, Stephany ; Segoviano, Miguel Angel ; Spratt, Stephen (2004): CAD3 and Developing Countries: the Potential Impact of Diversification Effects on International Lending Patterns and Pro-cyclicality, August 2004.

Grunert, Jens ; Kleff, Volker ; Norden, Lars ; Weber, Martin (2002): Mittelstand und Basel II: Der Einfluss der neuen Eigenkapitalvereinbarung für Banken auf die Kalkulation von Kreditzinsen, Working Paper, Universität Mannheim.

Hartmann-Wendels, Thomas (2002): Basel II – Auswirkungen auf die Kreditwirtschaft, in: WISU, S. 526-536.

Hayek, Friedrich A. (1945): The use of knowledge in society, in: American Economic Review, vol. 35, S. 519-530.

Hayek, Friedrich A. von (1976): Die Verwertung des Wissens in der Gesellschaft, in: Ders.: Individualismus und wirtschaftliche Ordnung, 2. Aufl., Salzburg, S. 103-121.

Hayek, Friedrich A. von (1980): Recht, Gesetzgebung und Freiheit, Bd. 1: Regeln und Ordnung, München.

Hellwig, Martin (1998): Systemische Risiken im Finanzsektor, in: Duwendag, Dieter (Hrsg.): Finanzmärkte im Spannungsfeld von Globalisierung, Regulierung und Geldpolitik, Berlin, S. 123-151.

Hillen, Karl-Heinz (2004): Anforderungen der Bankenaufsicht, in: Hofmann (2004d), S. 337-364.

Hofmann, Gerhard (2002a): Der aktuelle Diskussionsstand im Überblick, Vortrag im Rahmen der Expertenkonferenz der Deutschen Bundesbank am 13.3.2002 in Frankfurt/M. „Basel II – die internationalen Eigenkapitalregeln in der aktuellen Diskussion“.

Hofmann, Gerhard (2002b): Basel II – Stand der Verhandlungen, Vortrag im Rahmen des Fachkongresses des Instituts für Kredit- und Finanzwirtschaft am 20.6.2002 in Bochum „Basel II und das Kreditrisikomanagement der Banken“.

Hofmann, Gerhard (2002c): Basel II ist unverzichtbar, in: ifo Schnelldienst, 55. Jg., Nr. 3, S. 9-11.

Hofmann, Gerhard (2004a): Basel II aktuell: Was war im Ausschuss noch zu klären, und wie sind Sie mit dem gefundenen Kompromiss zufrieden?, in: ZfgK, 57. Jg., S. 570-571.

Hofmann, Gerhard (2004b): Basel II, Vortrag im Rahmen der 10. Sommerschule des DSGV am 13. Juli 2004 in Bonn.

Hofmann, Gerhard (2004c): Basel II als neuer Regulierungsrahmen, in: Paul/Stein (2004), S.1-26.

Hofmann, Gerhard (2004d): Basel II und MaK. Regulatorische Vorgaben, bankinterne Verfahren, Bewertungen, 2, Aufl., Frankfurt.

Hofmann, Matthias (2002): Identifizierung, Quantifizierung und Steuerung operationeller Risiken in Kreditinstituten, Frankfurt/M.

Jackson, Patricia ; Perraudin, William ; Saporta, Victoria (2001): Regulatory and ‘economic’ solvency standards for internationally active banks, Working Paper.

Kaiser, Thomas (2004): Berücksichtigung der Operationellen Risiken, in: Hofmann (2004d), S. 227-240.

Keiner, Thomas (2001): Rating für den Mittelstand, Frankfurt/New York.

Kirzner, Israel M. (1988): Unternehmer und Marktdynamik, München.

Kotz, Hans-Helmut (2001): Wenn Techniker politisieren, in: Süddeutsche Zeitung v.27.12.2001, S. 22.

Krumnow, Jürgen ; Sprißler, Wolfgang ; Bellavite-Hövermann, Yvette ; Kemmer, Michael ; Alves, Silke ; Brütting, Christian ; Lauinger, Rolf H. ; Löw, Edgar ; Naumann, Thomas K. ; Paul, Stephan ; Pfitzer, Norbert ; Scharpf, Paul (Hrsg., 2004): Rechnungslegung der Kreditinstitute, 2. Aufl., Stuttgart.

Kupiec, Paul (2001): Is the New Basel Accord Incentive Compatible?, Working Paper.

Liebig, Thilo ; Porath, Daniel ; Weder di Mauro, Beatrice ; Wedow, Michael (2004): How will Basel II affect bank lending to emerging markets? An analysis based on German bank level data, Deutsche Bundesbank (ed.): Discussion Paper, Series 2: Banking and Financial Supervision, No. 5/2004, Frankfurt.

Lowe, Philip (2002): Credit Risk Management and Procycality, BIS Working Papers no. 116.

Meister, Edgar (1999): Die adäquate Bemessung und Kapitalunterlegung des Kreditrisikos ist das zentrale Thema der Aufsicht, in: ZfgK, 52. Jg., S. 148-150.

Meister, Edgar (2001): Die Beschlüsse des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht, Manuskript des Vortrags am 23.3.2001.

Mises, Ludwig von (1940): Human action, London u.a.

Naumann, Thomas K. (2004): Bewertung der Offenlegungspflichten aus Sicht der Banken, in: Hofmann (2004d), S. 365-378.

Paul, Michael ; Paul, Stephan ; Stein, Stefan (2003): Szenen einer Ehe – Mittelstand und Banken in der Beziehungskrise?, Berlin/Bochum/Wien.

Paul, Stephan (1994): Bankenintermediation und Verbriefung – Neue Chancen und Risiken für Kreditinstitute durch Asset Backed Securities?, Wiesbaden.

Paul, Stephan (1999): Überlegungen zur Harmonisierung und Deregulierung der Aufsicht über die Finanzintermediäre Banken und Versicherungen, unveröff. Habilitationsschrift, Bochum.

Paul, Stephan (2000): „Qualitative“ Bankenaufsicht – „Königsweg“ der Regulierung?, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Bd. 1, S. 281-299.

Paul, Stephan (2001): Asset Backed Securities, in: Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 3. Aufl., Stuttgart, Sp. 126-133.

Paul, Stephan (2002): Basel II und die Benachteiligung des deutschen Mittelstands – Irrwege des Lobbyismus, Dokumentation des Pressegesprächs im Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie am 25.6.2002.

Paul, Stephan (Hrsg., 2003): Basel II, Mittelstand und Kreditpreise, ff forschungsfolge 01 des ikf, Frankfurt/M.

Paul, Stephan (2004a): Basel II im Überblick, in: Hofmann (2004d), S. 5-58.

Paul, Stephan (2004b): Überwachung der Banken unter marktwirtschaftlichen Gesichtspunkten, in: Hofmann (2004d), S. 303-334.

Paul, Stephan ; Paul, Michael ; Stein, Stefan (2002a): Basel II und Rating – Aktion statt Agonie, in: ifo Schnelldienst, 55. Jg., Nr. 3, S. 14-19.

Paul, Stephan ; Paul, Thomas ; Stein, Stefan (2002b): Rating-Agenturen für den Mittelstand, in: Rating aktuell, 1. Jg., Nr. 2, S. 36-38.

Paul, Stephan ; Stein, Stefan (2002): Rating, Basel II und die Unternehmensfinanzierung, Köln.

Paul, Stephan ; Stein, Stefan (2003a): Basel II und die deutsche Kreditwirtschaft – ein Überblick, in: Paul, Stephan (2003), S. 35-70.

Paul, Stephan ; Stein, Stefan (2003b): Auf der Bremsspur: Für den Mittelstand und seine Banken zeigt die Qualitätsampel gelb-rot, in: Finanzbetrieb, 5. Jg., S. 417-431.

Paul, Stephan ; Stein, Stefan (Hrsg., 2004): Brennpunkt Kreditgeschäft, ff forschungsfolge 03 des ikf, Frankfurt/M.

Paul, Stephan ; Stein, Stefan ; Horsch, Andreas (2002): Treiben die Banken den Mittelstand in die Krise?, in: ZfgK, 55. Jg., S. 578-582.

Paul, Stephan ; Stein, Stefan ; Kaltofen, Daniel (2004): Messung und Management des Kreditrisikos im Retail-Bereich, in: Hofmann (2004d), S. 111-144.

Piaz, Jean-Marc (2002): Operational risk management bei Banken, Zürich.

Powell, Andrew (2004): Basel II and Developing Countries: Sailing through the Sea of Standards, World Bank Policy Research Working Paper 3387, September 2004.

Rathmann, Christina (2004): Worauf sich die Bankbranche von Baden bis Brasilia gefasst macht, in: Börsen-Zeitung v. 31.12.2004, S. 36.

Rudolph, Bernd (2004): Ökonomische Analyse des neuen Baseler Akkords, in: Gillenkirch, Robert M./Schauenberg, Bernd/Schenk-Mathes, Heike Y./Velthuis, Louis J. (Hrsg.): Wertorientierte Unternehmenssteuerung, Festschrift für Helmut Laux, Berlin u.a., S. 193-231.

Sagner-Kaiser, Karin (2002): Operationelle Risiken, Vortrag im Rahmen der Expertenkonferenzder Deutschen Bundesbank am 13.3.2002 in Frankfurt/M. „Basel II – die internationalen Eigenkapitalregeln in der aktuellen Diskussion“.

Sauer, Hans Dietmar (2001): Besonders problematisch sind die Baseler Überlegungen zur Überprüfung durch die Aufsicht und Marktdisziplin, in: ZfgK, 54. Jg., S. 1126-1131.

Schneider, Dieter (1987): Mindestnormen zur Eigenkapitalausstattung als Beispiele unbegründeter Kapitalmarktregulierung?, in: Ders. (Hrsg.): Kapitalmarkt und Finanzierung, Berlin, S. 85-108.

Schneider, Dieter (1995): Betriebswirtschaftslehre, Bd. 1: Grundlagen, 2. Aufl., München/ Wien.

Schneider, Dieter (1997): Betriebswirtschaftslehre, Bd. 3: Theorie der Unternehmung, München/ Wien.

Schneider, Dieter (2001): Betriebswirtschaftslehre, Band 4: Geschichte und Methoden der Wirtschaftswissenschaft, München/Wien.

Schneider, Dieter (2002): Wettbewerbswidrige Regulierung durch Basel II, in: Betriebs-Berater, 57. Jg., Beilage 3 zu Heft 14, S. 2-11.

Schumpeter, Joseph A. (1947): Capitalism, socialism, and democracy, 2. ed., London.

Schwaiger, Walter S.A. ; Lawrenz, Jochen (2002): Standard- versus IRB-Ansatz: Auswirkungen auf die Bank Deutschland, in: ZfgK, 55. Jg., S. 147-152.

Seifert, Ekkehard (1984): Privilegierung und Regulierung im Bankwesen, Baden-Baden.

Stein, Stefan (2002): Investitionsblockaden durch Basel II?, Vortrag im Rahmen des KfW-Round Table „Mittelstand“ am 15.5.2002 in Berlin.

Steiner, Manfred ; Starbatty, Nikolaus (2001): Kritische Aspekte der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung, in: Finanzbetrieb, 3. Jg., S. 417-422.

Stolz, Stéphanie ; Puschmann, Dennis (2003): Der neue Basler Kapital Akkord und seine Implikationen für Entwicklungsländer, in: Mummert, Uwe/Sell, Friedrich L. (Hrsg.): Glo-balisierung und nationale Entwicklungspolitik, Münster 2003, S. 381-413.

Süchting, Joachim ; Paul, Stephan (1998): Bankmanagement, 4. Aufl., Stuttgart.

Taistra, Gregor ; Tiskens, Christoph ; Schmidtchen, Markus (2001): Basel II – Auswirkungen auf typische Mittelstandsportfolien, in: Die Bank, Nr. 7, S. 514-519.

Thießen, Friedrich (2004): Rating im Kreditgeschäft und strategisches Kreditnehmerverhalten, in: ZfgK, 57. Jg., S. 572-575.

Van den Brink, Gerrit J. (2001): Operational Risk – Wie Banken das Betriebsrisiko beherrschen, Stuttgart.

Wagner, Peter (2002): Basel II – Grundlegende Neuerungen zur bankaufsichtsrechtlichen Behandlung operationaler Risiken, in: ZfgK, 55. Jg., S. 160-164.

Wikens, Marco ; Baule, Rainer ; Entrop, Oliver (2004): Erfassung des Kreditrisikos nach Basel II – Eine Reflexion aus wissenschaftlicher Sicht, in: Hofmann (2004d), S. 61-92.

Wilkens, Marco ; Entrop, Oliver ; Scholz, Hendrik (2002): Eigenkapitalanforderungen für Kreditrisiken – Analyse des modifizierten IRB-Ansatzes, in: ZfgK, 55. Jg., S. 132-140.

Zimmer, Klaus (1993): Bankenregulierung: Zur Begründung und Ausgestaltung der Einlagensicherung, Baden-Baden.

DIE ARGENTINIENKRISE IN DER PRAXIS DER PROJEKTFINANZIERUNG: LESSONS LEARNED AUS SICHT DER DEG

Franziska Hollmann

A. Einleitung

Die jüngste argentinische Krise der Jahres 2001/2002 zählt zu den klassischen neuen Finanzkrisen, deren Ausbruch und Ausmaß der Folgen nur schwer abzusehen waren. Im Nachhinein kennen wir alle die Warnsignale, die auch vor der Krise erkannt wurden, die aber von niemandem länger als 6-12 Monate vor dem Zusammenbruch als besonders kritisch angesehen wurden. Erst 6 Monate vor dem Zusammenbruch verloren die Marktteilnehmer ihren Zweck- und Berufs-Optimismus und gingen keinerlei Risiken mehr ein. Dieser Zeitraum ist viel zu kurz, um eine maßgebliche Veränderung / Steuerung des Portfolios in dem Krisenland vorzunehmen. So kann die DEG wie auch andere ausländische Kreditinstitute nur langfristig bei der Auswahl der Projekte darauf achten, dass diese etwaige Länderkrisen durchstehen. Zudem kann sie im Vorfeld der Krise oder auch während der Krise auf Unternehmensebene aktiv und initiativ steuern und handeln, um bestmöglich auf die geänderten Rahmenbedingungen zu reagieren.

Argentinien zählt zu den ältesten und wichtigsten Investitionsländern der DEG. Bis zur jüngsten Argentinien-Krise hatte die DEG trotz zahlreicher Krisen, die Argentinien in den letzten Jahrzehnten erlebt hat, insgesamt gute Erfahrungen gemacht: nur in einem Projekt musste sie einen Ausfall in Höhe von 1 Mio EUR hinnehmen. Zwar haben nahezu alle mitfinanzierten Unternehmen auch die jüngste Argentinien-Krise überwunden. Davon zeigen per heute mehr als 70% uneingeschränkt gute Zukunftsaussichten. Ein großer Ausfall im Jahr 2003 in einem direkt von der Finanzsektorkrise betroffenen Darlehen an eine argentinische Bank zeugt jedoch von den erheblichen Risiken, die eine solche Länderkrise mit sich bringt.

B. Makroökonomische Faktoren

Die Hauptursachen der Krise liegen zum einen in der Dollarbindung des Peso und der daraus folgenden Überbewertung der Währung und zum anderen in der fehlgeleiteten Verwendung der Privatisierungserlöse aus den 90er Jahren. Zahlreiche Betriebe vor allem im Bereich der Infrastruktur wurden unter Präsident Menem an ausländische Investoren verkauft, wobei die Erlöse meist nicht investiv, sondern für staatliche Konsumausgaben (z.T. auch Korruption) verwendet wurden. Die Industrialisierung schritt nur langsam voran und durch die Wechselkursbindung wurde Argentinien für Auslandsinvestoren zu teuer. Ein hohes inländische Preisniveau beschränkte die Exportmöglichkeiten, was nach und nach zu einer Ab-

kopplung des Landes vom Außenhandel führte und das Land zum Import von Industriegütern zwang. Durch das knappe heimische Geldangebot sahen sich viele Unternehmen gezwungen, im Ausland Kredite aufzunehmen, so dass es Ende der 90er Jahre zu einer zunehmenden Auslandsverschuldung kam. Mit der Brasilien-Krise 1999 gingen auch die argentinischen Exporte nach Brasilien zurück und eine 4 Jahre andauernde Konjunkturkrise mit sinkenden Steuereinnahmen belastete den Staatshaushalt. Das ineffiziente und korrupte politische System und steigende Finanzierungskosten ließen die Staatsverschuldung in exorbitante Höhen schnellen. Zahlungsschwierigkeiten stellten sich ein, worauf der IWF seine Anforderung verschärfte und die Neuvergabe von Finanzierungsmitteln einstellte. Auch in gesellschaftlich-demographischer Hinsicht wurden die Konsequenzen dieser Wirtschaftspolitik deutlich: die Kluft zwischen Arm und Reich wurde immer größer, die Mittelschicht immer kleiner. Heute lebt etwa knapp 50% der argentinischen Bevölkerung unter der Armutsgrenze.

Vor dem Ausbruch der Krise (Ende 2001 / Anfang 2002) kam es zu einem absoluten Vertrauensverlust in die überbewertete Währung. Gerüchte über eine mögliche Abwertung oder völlige Dollarisierung der Wirtschaft kursierten. Durch den massiven Abzug der Depositen wurde der Kapitalabfluss beschleunigt, so dass die Banken schließlich sämtliche Sparguthaben einfroren („corralito“).

Ab 1.1.2002 wurde der argentinische Peso stufenweise abgewertet. Dabei wurde in einem ersten Schritt auf 1 USD : 1,4 ARS abgewertet. Zum Gläubiger- und Anlegerschutz wurden die argentinischen Banken gezwungen, Darlehen und Depositen zu unterschiedlichen Kursen umzurechen (zu „pesifizieren“), nämlich Darlehen 1:1 und Depositen 1:1,4. Dies führte bei den argentinischen Banken zusammen mit den Kursverlusten der öffentlichen Anleihen zu hohen Buchverlusten, von dem sich der Bankensektor bis heute nicht erholt hat. Nur durch die Möglichkeit, Aktiva noch zu Anschaffungswerten zu bilanzieren, konnten die Banken der Überschuldung entgehen.

Schließlich musste die Regierung den Wechselkurs ganz freigeben, wonach er auf bis zu 3,8 ARS : 1 USD abwertete. Devisenverkehrskontrollen wurden eingeführt.

C. Auswirkungen der Krise und Lessons Learned

1. Die argentinischen Unternehmen

Durch die mehrjährige Wirtschaftskrise waren die privaten Unternehmen bereits vor dem Zusammenbruch einem erhöhten Kostendruck ausgesetzt.

Auf die Wechselkursfreigabe konnten sich einige Unternehmen vorbereiten, indem sie Exporteinnahmen auf Auslandskonten zahlen ließen. Die später eingeführten Devisenverkehrskontrollen verhinderten jedoch eine Nutzung dieser Konten.

Obgleich einige Gesellschaften durchaus über Liquidität verfügten, hat keine Projektgesellschaft versucht, ihre Fremdwährungsverbindlichkeiten durch vorzeitige Rückzahlungen zumindest teilweise zu reduzieren.

Eine Absicherung gegen das Wechselkursrisiko war in den 6 Monaten vor der Freigabe aufgrund der Dollarbindung noch nicht möglich, da es sich in diesem Zeitraum um ein politisches Risiko handelte, das nicht durch Banken abgesichert wurde.

In den ersten Monaten nach der Wechselkursfreigabe war das Wirtschaftssystem praktisch illiquide. Dies lag an folgenden Faktoren:

- Die bereits beschriebenen Interventionen der Regierung in das Finanzsystem (Einfrieren der Depositen, Devisenverkehrskontrollen sowie die asymmetrische Pesifizierung) führten dazu, dass argentinische Banken keinerlei Liquidität mehr zur Verfügung stellten. Kurzfristige Kreditlinien wurden nicht verlängert, so dass zahlreiche Unternehmen, die sich aufgrund günstiger Zinsen zuvor mit roll-over Krediten lokal finanziert hatten, in Default gerieten. Das erhöhte Risiko führte zudem zu steigenden Finanzierungskosten.
- Auch die ausländischen Banken verlängerten ihre Kreditlinien nicht mehr und versuchten zudem, ihre Engagements zu reduzieren.
- Trotz der Quasi-Dollarisierung hatten die meisten Unternehmen vor der Abwertung in Peso fakturiert – mit Ausnahme der Exporteure von Commodities. Insbesondere die Unternehmen, die nicht oder nur in geringem Maße Exporteinnahmen erzielten und gleichzeitig Dollarverbindlichkeiten hatten, mussten jedoch zur Deckung ihrer Finanzierungskosten Preiserhöhungen oder Indexierungen an den Dollar durchsetzen. In den ersten 3 Monaten wurden daher Zahlungen zunächst ausgesetzt und fanden intensive Neuverhandlungen der Preise statt.
- Durch den allgemeinen Vertrauensverlust wurden Zahlungsziele drastisch verkürzt und zum Teil nur noch gegen Vorkasse geliefert.
- Der öffentliche Sektor wie z.B. das Gesundheitswesen reduzierte seine Zahlungen.

Als Folge sahen sich zahlreiche Unternehmen in den ersten Monaten nicht in der Lage, ihren Schuldendienst zu begleichen und beantragten bei ihren Banken Zahlungsaufschub bzw. eine Umschuldung.

Die **Liquiditätsprobleme** waren erwartungsgemäß bei den Unternehmen größer, die einen oder mehrer folgender Faktoren aufwiesen:

1. Bilanzstruktur:
   - Einem hohen Anteil Fremdwährungsdarlehen an der Bilanzsumme
   - Nicht fristengerechten Finanzierung, d.h. einem hohen Anteil kurzfristiger Verbindlichkeiten
2. Absatz:
   - Geringe oder keine Exporteinnahmen
   - Konjunkturabhängiges Güter- oder Dienstleistungsangebot (z.B. Bauwirtschaft, Luxusgüter)
3. Beschaffung:
   - Hohe Importabhängigkeit
   - Hohe Abhängigkeit von Erdölpreisen (da gleichzeitig durch den 11. September auch die Erdölpreise anzogen)

Die Auswirkungen auf den **Finanzsektor** waren dramatisch:

- Die asymmetrische Pesifizierung führte zum technischen Default der Banken; die schrittweise Wiederfreigabe der Depositen belastete die Liquidität aller Banken unabhängig von ihrer Portfoliostruktur und –qualität und Refinanzierungsstruktur.
- Staatsanleihen sind solange nahezu wertlos, wie es keine verbindliche Umschuldungsvereinbarung mit den Bondholdern gibt.
- Die Portfolioqualität hat sich trotz der Pesifizierung der Darlehen stark verschlechtert, Vollstreckungsverfahren waren etwa 1 Jahr lang ausgesetzt – bei Hypothekendarlehen noch länger.
- Die unsichere politische Lage und die ständigen Neuerungen der regulativen Vorgaben der Regierung für die Zentralbank führten im ersten halben Jahr nach der WK-Freigabe zu einem mehrfachen Wechsel des Zentralbankgouverneurs und des Topmanagements. Die unternehmerfreundlichen und bankenfeindlichen Interventionen in das Finanzsystem führten zum Rückzug ausländischer Banken bzw. Gesellschafter.

2. Das DEG-Portfolio

Bei dem ältesten Engagement von 1993, das sich zur Argentinienkrise noch im Portfolio befand, wurde damals das Länderrisiko aufgrund des abgeschlossenen Privatisierungsprozesses und der neuen Wechselkursbindung als gering angesehen. In den Jahren 1996-2001

identifizierte die DEG den stetig wachsenden Staatshaushalt, den damit verbundenen Reformbedarf und ab 1998 auch teilweise die Abwertungsgefahr als Folge der Überbewertung des Peso durch die Dollarbindung als Hauptrisiken.

Dementsprechend setzte die DEG bei ihren Neuprojekten auf Diversifizierung des Portfolios und auf strenge Anforderungen an die Partner, ein professionelles Management, einen relativ krisensicheren Markt und eine geringe Abhängigkeit vom Staat aus. Die zuletzt verabschiedeten Projekte wiesen zudem bereits zum Zeitpunkt der Verabschiedung eine hohe Exportfähigkeit aus und zeigten sich als entsprechend krisenfest.

Das DEG-Portfolio hat sich auch insgesamt als relativ krisenfest erwiesen: Zum Zeitpunkt des Zusammenbruchs (per 31.12.2001) betrug der Gesamtinvestitionsbestand der Argentinienprojekte 85,1 Mio EUR. Von 21 mitfinanzierten Unternehmen waren und sind 9 ohne Probleme durch die Krise gekommen und 9 Finanzierungen konnten erfolgreich und nachhaltig restrukturiert werden, 2 Restrukturierungen sind noch nicht abgeschlossen und ein Projekt ist gescheitert.

3. Erfolgsfaktoren der Projektgesellschaften

Die erfolgreichen Unternehmen haben gemeinsam, dass es sich weitgehend um Projekte des Verarbeitenden Gewerbes / Dienstleistungen sowie exportorientierte Agrarunternehmen handelt, die ihre Stärken in den 3 „magischen M's“ haben: sie zeichnen sich durch ein professionelles Management, einen relativ krisensicheren Markt und eine gute Finanz- und Liquiditätslage (Money) aus. Die zuletzt verabschiedeten Projekte wiesen zudem bereits zum Zeitpunkt der Verabschiedung eine hohe Exportfähigkeit aus.

Die Exportfähigkeit – heute ein wesentliches Kriterium für neue Argentinien-Projekte – war in 2 der 9 erfolgreichen Unternehmen nicht gegeben, wurde aber in diesen Fällen durch eine besonders gute Marktpositionierung im Inland aufgewogen.

Als **Krisengewinnler** lassen sich die Unternehmen, die durch die Abwertung exportfähig wurden oder ihre Exportquote erhöhen konnten bei gleich bleibenden lokal entstehenden Kosten bezeichnen. Darunter waren insbesondere die exportierenden Agrarunternehmen, die zum gleichen Zeitpunkt Rekordernten bei Soja, Getreide und gute Obst- und Gemüseernten einfahren konnten, und ihre nachgelagerten Betriebe z.B. der Verpackungsbranche.

4. Beteiligungen in und nach der Krise

Die allgemeine Befürchtung, dass Beteiligungen bei Abwertungen nachhaltig an Wert verlieren, hat sich in der Argentinien-Krise nur zum Teil als begründet erwiesen: kurzfristig hat sich der Buchwert des Eigenkapitals entsprechend der Geldentwertung auf 1/3 verringert und

durch die allgemeine Unsicherheit hätte sich zum Zeitpunkt der Krise trotz günstiger Einstiegspreise kein Käufer für eine Beteiligung gefunden.

Um die Substanz der Unternehmen zu erhalten, sehen die argentinischen Rechnungslegungsvorschriften jedoch die Regeln der Inflationsbilanzierung ähnlich IAS 29 vor. Da sich Inflation und Abwertung im Zeitverlauf ausgleichen (in Argentinien erfolgte zuerst die Abwertung und dann erst setzte die Inflation ein), sorgt die Aufwertung des Eigenkapitals um die Inflationsrate / Kaufkraftverlust mit einiger Zeitverzögerung dafür, dass der Substanzwert des Unternehmens erhalten blieb.

Durch erfolgreiche Verhandlungen der Absatzpreise und die relative Verringerung der Produktionskosten waren die im Markt erfolgreichen Unternehmen nach der Abwertung zum Teil liquiditätsstärker als vorher. Wir haben bislang noch keinen Vergleich des Unternehmenswertes vor und nach der Abwertung angestellt. Die Vermutung liegt jedoch nahe, dass auf Basis der DCF-Methode eine Abwertung nicht notwendigerweise eine nachhaltige Verringerung des Unternehmenswertes nach sich zieht.

Eine andere Frage ist, wie lange es dauert, bis Investoren wieder bereit sind, Beteiligungen zu erwerben und den Investoren einen Ausstieg zu ermöglichen. In Argentinien hat sich gezeigt, daß bis heute ausländische Investoren nicht oder nur in sehr geringem Umfang wieder in das Land zurückkehren.

Die DEG muss durch eine Krise ihre Beteiligungen länger halten als geplant und verringert dadurch die Rendite dieses Engagements. Der Werterhalt der Beteiligung auf Basis des Substanzwertes ist jedoch trotz Krise möglich. Bei den erfolgreichen Unternehmen bleibt wahrscheinlich auch auf Basis der Ertragswertberechnung der Beteiligungswert erhalten bzw. kann bei Krisengewinnlern sogar eine Wertsteigerung erfolgen.

D. Entwicklungspolitische Bedeutung der DEG als Krisenfinanzierer

Die DEG hat im Vorfeld des Zusammenbruchs der argentinischen Wirtschaft begonnen, in kurzen Zeitabständen und regelmäßig Vor-Ort-Gespräche mit den finanzierten Unternehmen, den argentinischen Banken und Institutionen (u.a. Zentralbank, Botschaft, IHK) zu führen. Diese Gespräche hatten insbesondere zum Ziel, zwischen Unternehmen und DEG ein gegenseitiges Vertrauensverhältnis und eine offene Informationskultur zu schaffen. In den ersten Monaten nach der Freigabe des Wechselkurses gab die DEG den Unternehmen finanziellen Spielraum, indem sie kurzfristige Zahlungsverzögerungen akzeptierte und Restrukturierungsgespräche aufnahm. Wo erforderlich, restrukturierte die DEG im Wesentlichen durch Verlängerung der Laufzeit und in Einzelfällen Gewährung einer neuen tilgungsfreien Zeit. Einige Unternehmen waren lange nicht in der Lage, ein tragkräftiges Budget aufzustel-

len, da die wirtschaftlichen und wirtschaftspolitischen Gegebenheiten zu instabil waren (z.B. laufende Neuverhandlungen über Preise und Vertragsbestandteile). In diesen Fällen hat die DEG erst dann einen festen Tilgungsplan wieder festgelegt, als eine verlässliche Planung möglich war.

Die DEG hat mit diesen Maßnahmen einen wichtigen Beitrag zur Stabilisierung der finanzierten Unternehmen während der Argentinienkrise geleistet.[1] Aber auch darüber hinaus zeichnet sich das Argentinien-Engagement der DEG durch positive entwicklungspolitisch Effekte aus. Hier sind u.a. zu nennen hohe Staatseinnahmen durch die mitfinanzierten Unternehmen (138 Mio USD allein durch 8 Unternehmen der Sektoren Verarbeitenden Gewerbes / Dienstleistungen und Agrarwirtschaft), nennenswerte Aus- und Fortbildungsmaßnahmen für die 4.700 direkt Beschäftigten sowie positive soziale Effekte durch überdurchschnittlich hohe Löhne und Gehälter, Transportleistungen, verbesserte Sicherheitsstandards, Finanzierung von Forschungseinrichtungen, etc.[2]

---

[1] Dies wurde in einer entwicklungspolitischen Evaluierung des Argentinien-Portfolios aus dem Jahr 2004 durch das Bundesministerium für Wirtschaftliche Entwicklung und Zusammenarbeit (BMZ) bestätigt.

[2] Eigene Auswertung des entwicklungspolitischen Ratings von Januar 2005.

SEMINARTEILNEHMER

AHLFELD, Sebastian, *Universität Giessen*
ARCE, Claudia, *KfW Entwicklungsbank, Frankfurt am Main*
BÄCKER, Gabriele, Dr., *Ruhr-Universität, Bochum*
BENDER, Dieter, Prof. Dr., *Ruhr-Universität, Bochum*
BIDLINGMAIER, Tobias, *Ruhr-Universität, Bochum*
BIRKENDORF, Tobias, *Ruhr-Universität, Bochum*
CARPIO, Abigail, *Ruhr-Universität, Bochum*
DIEHL, Martin, *Deutsche Bundesbank*
DÖRNER, Christian, *KfW Entwicklungsbank, Frankfurt am Main*
FENDEL, Ralf, Dr., *WHU Koblenz, Vallendar*
FRENKEL, Michael, Prof. Dr., *WHU Koblenz, Vallendar*
FUNKE, Katja, *WHU Koblenz, Vallendar*
GLAUBITT, Klaus, Dr., *KfW Entwicklungsbank, Frankfurt am Main*
HAGEN, Hanns Martin, *KfW Entwicklungsbank, Frankfurt am Main*
HARTMANN, Felix, *KfW Entwicklungsbank, Frankfurt am Main*
HEMMER, Hans-Rimbert, Prof. Dr., *Universität Gießen*
HERZ, Bernhard, Prof. Dr., *Universität Bayreuth*
Hoang-LAN, Ha, *Ruhr-Universität, Bochum*
HOLLMANN, Franziska, *DEG Köln*
JAINZIK, Michael, *KfW Entwicklungsbank, Frankfurt am Main*
KLUMP, Rainer, Prof. Dr., *Universität Frankfurt*
KOCH, Thomas, Dr, *DEG Köln*
KOSKE, Isabelle, *WHU Koblenz, Vallendar*
LANGHAMMER, Rolf, Prof. Dr., *Institut für Weltwirtschaft, Kiel*
LANGHAMMER, Annette, Dr., *KfW Entwicklungsbank, Frankfurt am Main*
MENKHOFF, Lukas, Prof. Dr., *Universität Hannover*
PAPENFUß, Holger, Dr., *KfW Entwicklungsbank, Frankfurt am Main*
PAUL, Stephan, Prof. Dr., *Ruhr-Universität, Bochum*
SCHEITHAUER, Claudia, *Universität Giessen*
SILLER, Roland, *KfW Entwicklungsbank, Frankfurt am Main*
STOLL, Johannes, *KfW Entwicklungsbank, Frankfurt am Main*
STRANGMANN, Uwe, Dr., *KfW Entwicklungsbank, Frankfurt am Main*
TERBERGER, Eva, Prof. Dr., *Universität Heidelberg*
THIELE, Rainer, Prof. Dr., *Institut für Weltwirtschaft, Universität Kiel*
VONALT, Joachim, Dr., *KfW Entwicklungsbank, Frankfurt am Main*
WENN, Bruno, *KfW Entwicklungsbank, Frankfurt am Main*

WICHERT, Katharina, *KfW Entwicklungsbank, Frankfurt am Main*

WINKLER, Adalbert, *Europäische Zentralbank*

WITT, Eva, *KfW Entwicklungsbank, Frankfurt am Main*

WOLF, Holger, Prof. Dr., *Centre for German and European Studies*

ZAPF, Horst, *KfW Entwicklungsbank, Frankfurt am Main*

Bisher erschienene Tagungsbände

Afrika zwischen Reformen und Staatsverfall
Hemmer, Hans-Rimbert; von Urff, Winfried, (Hrsg.); Kreditanstalt für Wiederaufbau, Frankfurt, 2004

Reformpolitik in Entwicklungsländern und Transformationsländern
Bender, Dieter; Hemmer, Hans-Rimbert, (Hrsg.); Kreditanstalt für Wiederaufbau, Frankfurt; 2003

Finanzierung von Entwicklung
Klump, Rainer; Langhammer, Rolf, (Hrsg.); Kreditanstalt für Wiederaufbau, Frankfurt; 2002

Verteilung und Entwicklung
Hemmer, Hans-Rimbert; Nienhaus, Volker, (Hrsg.); Kreditanstalt für Wiederaufbau, Frankfurt; 2001

Wissenschaft und Praxis der Entwicklungsökonomik
Hemmer, Hans-Rimbert; Kroh, Wolfgang, (Hrsg.); Kreditanstalt für Wiederaufbau, Frankfurt; 2000

Entwicklungsländer im Zeitalter der Gloablisierung
Bender, Dieter; Hemmer, Hans-Rimbert, (Hrsg.); Kreditanstalt für Wiederaufbau, Frankfurt; 1999

Die Bedeutung der Neuen Institutionenökonomik für die Entwicklungsländer
Hemmer, Hans-Rimbert, (Hrsg.); Kreditanstalt für Wiederaufbau, Frankfurt; 1998