# Finanzielle Globalisierung in historischer Perspektive

## Kapitalflüsse von Reich nach Arm, Investitionsrisiken und globale öffentliche Güter

Inaugural-Dissertation zur Erlangung des akademischen Grades eines Doktors der Wirtschaftswissenschaft des Fachbereichs der Freien Universität Berlin,

vorgelegt von

Moritz Schularick

(M.Sc., M.A.)

aus Berlin

Berlin, 2004

Erstgutachter: Prof. Dr. Carl-Ludwig Holtfrerich, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, John-F.-Kennedy-Institut, Freie Universität Berlin.

Zweitgutachter: Prof. Dr. Niall Ferguson, Harvard University, Cambridge (MA), USA.

INHALTSVERZEICHNIS

Tabellenverzeichnis iv

Abbildungsverzeichnis v

**Einleitung 1**

1. Finanzielle Globalisierung und Entwicklung 7
2. Globalisierung in historischer Perspektive 10
3. Länderrisiken, Kapitalexport und globale öffentliche Güter 14
4. Datengrundlage, Definitionen und Methoden 20
5. Gliederung und Überblick 22

TEIL I: Finanzielle Globalisierung und Kapitalflüsse von Reich nach Arm in historischer Perspektive 25

**Kapitel 1: Finanzielle Globalisierung in historischer Perspektive 27**

1. Finanzielle Globalisierung 27
2. Weltwirtschaftliche Kapitalverflechtung im historischen Vergleich 29
3. Die Verteilung der globalen Kapitalanlagen zwischen Reich und Arm 40
4. Nettokapitalflüsse zwischen Reich und Arm 49
5. Internationale Vermögenspositionen 54
6. Zusammenfassung 57

**Kapitel 2: Globalisierung als „Rich-Rich Affair“ 58**

1. Das Lucas-Paradoxon in historischer Perspektive 58
2. Ausländisches Kapital in den Entwicklungsländern 64
3. Die ökonomische Bedeutung von Investitionen in Entwicklungsländern 65
4. Ungleichmäßige Integration – Globalisierung als „Rich-Rich Affair“ 67
5. Veränderungen in der Komposition der Kapitalflüsse 70
6. Portfolioinvestitionen als Schlüssel zur finanziellen Globalisierung 73
7. Der internationale Anleihemarkt als Motor der Entwicklungsfinanzierung vor 1914 76
8. Transaktionskosten im internationalen Kreditmarkt 79
9. Zusammenfassung 81

TEIL II: Länderrisiko und Kapitalmarktintegration 82

**Kapitel 3: Investitionsrisiken und Kapitalflüsse von Reich nach Arm 84**

1. Kapitalverflechtung in theoretischer Perspektive 84
2. Investitionsrisiken, Kapitalproduktivität und Entwicklungsfinanzierung im internationalen Anleihemarkt 91
3. Länderrisiko und „sovereign ceiling“ 97
4. Die Determinanten des Länderrisikos 99
5. Mikroökonomische Perspektiven auf den internationalen Kreditmarkt 103
6. Zusammenfassung 107

**Kapitel 4: Länderrisiken im historischen Vergleich 108**

1. Daten und Quellen 108
2. Risikoprämien im Vergleich 110
3. Länderrisiko und Kapitalexport 114
4. Zusammenfassung 117

**Kapitel 5: Auslandsverschuldung und ökonomische Instabilität im historischen Vergleich 118**

1. Auslandverschuldung als entwicklungsökonomisches Problem 119
2. Öffentliche Auslandsverschuldung 121
3. Terms of Trade, Exportstrukturen und Wachstumsfluktuationen 125
4. Schuldendienst und Liquidität 130
5. Zusammenfassung 134

**Kapitel 6: Das Zinsniveau in den Industrieländern 136**

1. Das Zinsniveau im Norden und Kapitalflüsse in den Süden 136
2. Das Zinsniveau, Finanzierungskosten und Ausfallrisiken 138
3. Das Zinsniveau und der Risikoappetit der Investoren 142
4. Der Goldstandard und die Inflationserwartungen 144
5. Die Stabilität der Zinsen unter dem Goldstandard 150
6. Rückkehr zu einem niedrigen Zinsniveau? 152
7. Zusammenfassung 154

Teil III: Imperialismus, Hegemonie und globale öffentliche Güter 156

**Kapitel 7: Imperialismus und Kapitalexport 159**

1. Imperialismus und Kapitalexport: alte und neue Fragen 159
2. Sonderstellung der Kolonien? 164
3. Determinanten der Risikowahrnehmung 165
4. Auswahl der Kontrollvariablen und empirischer Ansatz 167
5. Der Empire-Effekt: statistische Ergebnisse 175
6. Sensitivitätsanalyse 178
7. Anleiherenditen innerhalb des britischen Empire 182
8. Der Empire-Effekt und Kapitalflüsse in die Kolonien 184
9. Zusammenfassung 188

**Kapitel 8: Der Goldstandard als “Seal of Approval”? 189**

1. Der Goldstandard und wirtschaftspolitische Glaubwürdigkeit 189
2. Die Goldstandard-Hypothese und ihre Kritiker 191
3. Datenbasis und empirischer Ansatz 198
4. Überprüfung der Goldstandard-Hypothese 201
5. Determinanten der Glaubwürdigkeit 209
6. Zusammenfassung 212

**Kapitel 9: Hegemonie, informelles Empire und Zinskonvergenz 214**

1. Zinskonvergenz 1880-1913 214
2. Reduktion der realen Schuldenlast durch Wachstum und Inflation? 221
3. Dekomposition der Zinskonvergenz 229
4. Die Einschränkung der Finanzhoheit der Peripherie 236
5. Der Anstieg der „recovery rates“ 247
6. Interventionsdrohungen und finanzielle Interessensphären 249
7. Zusammenfassung 255

**Schlussfolgerungen 257**

1. Desintegration 258
2. Marktvertrauen 259
3. Globalisierung und Souveränität: das Dilemma 265
4. Grenzen der Globalisierung? 267

**Zusammenfassung der Ergebnisse 271**

**Datenanhang 274**

1. Datenanhang zu Teil I 275
2. Datenanhang zu Teil II 276
3. Datenanhang zu Teil III 278

**Bibliographie 284**

# TABELLENVERZEICHNIS


Tab. 1.1: Auslandsforderungen im Jahr 1913/1914 32
Tab. 1.2: Auslandsanlagen 1900 und 1913 relativ zur Wirtschaftsleistung 33
Tab. 1.3: Vergleich der historischen und „deflationierten“ BIP-Schätzungen für ausgewählte Länder 35
Tab. 1.4: Mögliche Korrektur des Welt-BIP im Jahr 1913 37
Tab. 1.5: Gesamtbestände an internationalen Finanzanlagen im Jahr 2000 und 2001 40
Tab. 1.6: Entwickelte und weniger entwickelte Länder in der Weltwirtschaft (1913 ggü. 2000) 43
Tab. 1.7: Verteilung der internationalen Investitionsbestände (Forderungen) im Jahr 1913/14 44
Tab. 1.8: Vergleich der Bestands- und Flußstatistiken für britische Finanzanlagen 46
Tab. 1.9: Internationale Investitionsbestände am Jahresende 2000 und 2001 47
Tab. 1.10: Geographische Verteilung der Auslandsinvestitionen 48
Tab. 1.11: Nettokapitalexporte der Industrieländer, 1890-1913 ggü. 1990-2000 53
Tab. 1.12: Internationale Vermögenspositionen im Jahr 1913 55
Tab. 1.13: Internationale Vermögenspositionen der wichtigsten Industrieländer im Jahr 2000 57
Tab. 2.1: Die wichtigsten Empfänger ausländischer Investitionen 1913/14 ggü. 2001 59
Tab. 2.2: Die Beziehung zwischen Kapitalfluß und Einkommensniveau im historischen Vergleich 62
Tab. 2.3: Umfang der ausländischen Investitionen in ausgewählten Entwicklungsländern 65
Tab. 2.4: Direkt- und Portfolioinvestitionen der wichtigsten Gläubiger zum Jahresende 2001 66
Tab. 2.5: Direktinvestitionen außerhalb der EU zum Jahresende 2000 67
Tab. 2.6: Relative Integration der Entwicklungs- und Industrieländer (1913 ggü. 2000) 69
Tab. 2.7: Direktinvestitionen im Jahr 1913 72
Tab. 2.8: Komposition der globalen Investitionsbestände am Jahresende 2001 75
Tab. 2.9: Öffentliche Infrastrukturinvestitionen („public overhead investment“) 77
Tab. 2.10: Komposition des britischen Kapitalexports in einzelne Entwicklungsländer 78
Tab. 3.1: Schuldendienstbelastung in ausgewählten lateinamerikanischen Ländern in den 1980er Jahren 105
Tab. 3.2: Auslandsverschuldung im Jahr der Zahlungsunfähigkeit 106
Tab. 4.1.: Vergleich der Risikoprämien 113
Tab. 5.1: Öffentliche Verschuldung 1900-1913 124
Tab. 5.2: Öffentliche Auslandsverschuldung 1990-2001 125
Tab. 5.3.: Variabilität der Terms of Trade der Entwicklungsländer 127
Tab. 5.4: Fluktuation der Exporteinnahmen und Wachstumsraten sowie Exporte von Primärprodukten 129
Tab. 5.5: Öffentlicher Auslandsschuldendienst 1900-1913 ggü. 1990-2001 133
Tab. 7.1: Überblicksstatistik der Renditedaten 167
Tab. 7.2: Überblicksstatistik der ökonomischen Variablen 171
Tab. 7.3: Schätzung des Empire-Effekts 177
Tab. 7.4: Sensitivitätsanalyse 180
Tab. 7.5: Risikoprämien im britischen Empire 183

Tab. 7.6: Länderrisiko und Kapitalexport 187
Tab. 8.1: Überblick über das Datensample 199
Tab. 8.2: Reproduktion der Ergebnisse früherer Studien 203
Tab. 8.3: Erweiterung des Samples 205
Tab. 8.4: Goldregressionen für verschiedene Subsamples 207
Tab. 8.5: Ökonomische Strukturindikatoren der Ländergruppen 211
Tab. 9.1: Staatsschuld und öffentlicher Schuldendienst (1895/99 gegenüber 1910/13) 225
Tab. 9.2: Determinanten der Risikoprämien unabhängiger Entwicklungsländer - Querschnittsanalyse 233
Tab. 9.3: Statistische Dekomposition der Zinskonvergenz 234

## ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abb. 1.1: Anteil von Kapitalflüssen in Entwicklungsländer an den gesamten Kapitalflüssen (1990-2000) 49
Abb. 1.2: Leistungsbilanzsalden der vier größten Volkswirtschaften 1880-1913 50
Abb. 1.3: Leistungsbilanzsalden der vier größten Volkswirtschaften 1990-2000 50
Abb. 2.1: Kapitalfluß pro Kopf und Einkommensniveau (1890-1914) 60
Abb. 2.2: Kapitalfluß pro Kopf und Einkommensniveau (1990-2000) 61
Abb. 2.3: Neuemissionen internationaler Schuldtitel (1994-2002) 79
Abb. 3.1: Angebot und Nachfrage im internationalen Kreditmarkt 95
Abb. 4.1: Spread des historischen Bondmarktindex über dem Consol (1880-1913) 111
Abb. 4.2: Spread des EMBI (1991-2003) 111
Abb. 4.3: Graphischer Vergleich der Risikoaufschläge 112
Abb. 4.5: Risikoprämien und Kapitalexport – Korrelation (1880-1913) 116
Abb. 4.6: Risikoprämien und Kapitalexport (1991-2001) 116
Abb. 5.1: Jährlicher Schuldendienst im Verhältnis zur Staatsschuld 134
Abb. 6.1: Langfristige Anleiherenditen in den Industrieländern (1880-2003) 136
Abb. 6.2: US-Zinsniveau und Nettokapitalflüsse in Entwicklungsländer (1990-2002) 143
Abb. 6.3: Britische Bondmarktrenditen und Konsumentenpreisinflation (1880-1913) 148
Abb. 6.4: US-Bondmarktrenditen und Konsumentenpreisinflation (1970-2003) 148
Abb. 6.5: Langfristige Inflationserwartungen in den USA (1980-2003) 152
Abb. 7.1: Kapitalexporte in unterentwickelte britische Kolonien 161
Abb. 7.2: Risikoprämien und BIP pro Kopf im Jahr 1913 163
Abb. 7.3: Risikostruktur der britischen Finanzanlagen 185
Abb. 8.1.: Zinskonvergenz und Ausbreitung des Goldstandards in die Peripherie 192
Abb. 8.2.: Zinskonvergenz nach Entwicklungsstand 209
Abb. 9.1: Zinskonvergenz 1880-1913 214

Abb. 9.2: Anleihespreads, Rendite des Consol und Kapitalexport 215
Abb. 9.3: Zinskonvergenz 1913 ggü. 1896 219
Abb. 9.4: Zinskonvergenz nach Regionen 220
Abb. 9.6: Zinskonvergenz und Staatsschuld/Exporte 227
Abb. 9.7: Zinskonvergenz und Schuldendienst (1895/99 ggü. 1910/13) 227
Abb. 9.8: Zinskonvergenz und Schuldendienst (1885/89 ggü. 1910/13) 228
Abb. 9.9: Schuldendienst und Risikoprämien 1910/13 229
Abb. 9.10: Britische Kapitalexporte nach Griechenland, Portugal und in das Osmanische Reich 240
Abb. 9.11: Garantierter und effektiver Zins der griechischen Konsolidierungsanleihe 241
Abb. 9.12: Staatsschuld und Risikoprämien des Osmanischen Reiches 1880-1914 242
Abb. 9.13: Erwarteter „recovery value“ - Tiefstpreis im Jahr der Zahlungsunfähigkeit 248

# EINLEITUNG

*We are concerned about the obstacles developing countries face in mobilizing the resources needed to finance their sustained development.*
United Nations Millenium Declaration, 2000[1]

*Any form of capital investment is, in the last analysis, an act of faith.*
Ragnar Nurkse, 1954[2]

Jahr für Jahr wachsen die privaten Ersparnisse der Einwohner der reichen Länder der Welt um mehr als fünf Billionen US-Dollar. Gleichzeitig lebt eine Milliarde Menschen auf der Erde von weniger als einem Dollar am Tag in absoluter Armut. Der Mangel an Investitionskapital ist nicht die einzige Ursache für die wirtschaftliche und soziale Rückständigkeit der „Dritten Welt". Dennoch ist und bleibt die Mobilisierung eines größeren Teils der Ersparnisse der reichen Welt für produktive Investitionen in der armen Welt eine der wichtigsten Herausforderungen für die globale Entwicklung. Die Vereinten Nationen haben im Jahr 2000 feierlich erklärt, die Anzahl der Menschen in absoluter Armut bis 2015 um die Hälfte reduzieren zu wollen. Auch für die Verwirklichung der „Millenium Development Goals" ist es notwendig, daß die Kapitaltransfers von Reich nach Arm deutlich steigen. Die Weltorganisation hat dies auf dem „Monterrey-Gipfel" zur Entwicklungsfinanzierung selbst festgestellt:

„Mobilizing and increasing the effective use of financial resources … to eliminate poverty, improve social conditions and raise living standards, and protect our environment, will be our first step to ensuring that the twenty-first century becomes the century of development for all."[3]

Aber woher sollen die finanziellen Ressourcen in Zeiten knapper öffentlicher Kassen kommen? In den 1990er Jahren haben Politiker und Ökonomen nicht auf öffentliches, sondern auf privates Kapital gesetzt. Der private Kapitalmarkt sollte zum Motor der Entwicklungsfinanzierung werden, nachdem die zweifelhafte Bilanz öffentlicher sowie die systemischen Risiken

[1] United Nations (2000), *United Nations Millenium Declaration*, 4.

[2] Nurkse (1954), "International Investment To-Day in the Light of Nineteenth-Century Experience", 755.

[3] United Nations (2002), *Report of the International Conference on Financing for Development*, 2.

bankvermittelter Entwicklungskredite in der Schuldenkrise der 1980er Jahre offenkundig geworden waren. Der internationale Finanzmarkt sollte Kapital von Reich nach Arm transferieren und gleichzeitig – schließlich handelt es sich um private, profitmotivierte Investitionen – die Nebenwirkung haben, verschwenderische und korrupte Regierungen in den Entwicklungsländern im Sinne ökonomisch vernünftiger Politiken zu „disziplinieren".[4] Dafür mußten zunächst die formalen Barrieren beseitigt werden, die den freien Kapitalfluß verhinderten. Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs in vielen Entwicklungsländern hat ab den späten 1980er Jahren die Grundlage für den Prozeß geschaffen, der heute als „finanzielle Globalisierung" viel diskutiert wird: einen weitgehend liberalisierten internationalen Finanzmarkt, der es Investoren erlaubt, ihr Kapital weltweit anzulegen. Roger C. Altman, ein ranghoher Beamter des amerikanischen Schatzamtes, das die Kapitalverkehrsliberalisierung in den 1990er Jahren vorantrieb[5], beschrieb die Hoffnungen in die finanzielle Globalisierung in den folgenden Worten:

„The worldwide elimination of barriers to trade and capital … have created the global financial marketplace, which informed observers hailed for bringing private capital to the developing world, encouraging economic growth and democracy."[6]

In der ökonomischen Theorie gibt es kaum Zweifel an den enormen Chancen der globalen Finanzintegration: Länder mit geringer Kapitalausstattung können sich im Weltmarkt Kapital leihen, um es in der heimischen Volkswirtschaft zu investieren.[7] Ohne eine substantiell höhere Ersparnisbildung kann die Investitionsquote in armen Ländern steigen und das Wirtschaftswachstum angekurbelt werden. Kapitalbesitzer können zudem Risiken weltweit diversifizieren und dadurch mehr Kapital für innovative Investitionen bereitstellen. Durch die Öffnung nationaler Kapitalmärkte könnte das Kapital auf globaler Ebene ohne Rücksicht auf die Geographie dorthin fließen, wo seine Produktivität am höchsten ist, bis sich die Realzinsen weltweit angleichen. Mit dem Titel von Herbert Feis' bekanntem Buch gesprochen, können die reichen Länder der Welt in einem offenen

[4] Obstfeld (1998), "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?", 3.

[5] Zum Einfluß des U.S. Department of the Treasury auf die Politik der Kapitalverkehrsliberalisierung siehe DeLong und Eichengreen (2001), "Between Meltdown and Moral Hazard: The International Monetary and Financial Policies of the Clinton Administration".

[6] Zitiert in Bhagwati (1998), "The Capital Myth", 10.

[7] Siehe Obstfeld (1998), "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?", 2.

Kapitalmarkt „the World's Banker" werden.[8] Es ist zwar nicht einfach, die Wohlfahrtsgewinne aus dieser effizienten Allokation des Kapitals zu quantifizieren, in der Theorie können sie freilich große Ausmaße erreichen.[9]

Aber wie liest sich die Bilanz eines guten Jahrzehnts finanzieller Globalisierung? Haben sich die Hoffnungen erfüllt? Maurice Obstfeld und Alan Taylor stellen fest, daß sich der Bestand an internationalen Investitionen, die in weniger entwickelten Volkswirtschaften plaziert sind, auf einem „all-time low" befindet.[10] Auch andere Ökonomen sehen die entwicklungsökonomische „performance" des globalen Kapitalmarktes kritisch. Jagdish Bhagwati spricht vom „Capital Myth"; mit Kenneth Rogoff ist inzwischen auch ein ehemaliger Chefvolkswirt des Internationalen Währungsfonds (IWF) zu namhaften Wirtschaftswissenschaftlern wie Joseph Stiglitz, Paul Krugmann, John Williamson oder James Tobin gestoßen, die der Finanzglobalisierung in dieser Hinsicht ein schlechtes Zeugnis ausstellen.[11] Dani Rodrik hat die Ratlosigkeit der Profession im Titel eines Aufsatzes prägnant zusammengefaßt: „Who needs capital-account convertibility?"[12] Barry Eichengreen und David Leblang haben unlängst in einer langfristigen historischen Studie den Einfluß von Kapitalmobilität auf die Wachstumsraten von 21 Ländern im Zeitraum von 1880 bis 1997 untersucht.[13] Ihre Studie hat auch für die Autoren ein überraschendes Ergebnis gebracht, nämlich „the striking and (...) counterintuitive result that capital controls are associated with faster growth."[14]

---

[8] Feis (1965 [1930]), *Europe, The World's Banker 1870-1914*.

[9] Obstfeld (1998), "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?", 2ff.

[10] Obstfeld und Taylor (2003a), "Globalization and Capital Markets", 175.

[11] Siehe Reinhart, Rogoff und Savastano (2003), "Debt Intolerance", 60. Die Autoren argumentieren: "The deeply entrenched idea that an emerging market economy's growth trajectory will be hampered by limited access to debt markets is no longer as compelling as was once thought." Siehe auch Stiglitz (2002), *Globalization and Its Discontents*, 64ff. sowie Bhagwati (1998), "The Capital Myth"; Gourinchas und Jeanne (2004), "The Elusive Gains from International Financial Integration"; Krugman (1998), "Heresy Time"; Stiglitz (2002), *Globalization and Its Discontents;* Tobin (1999), "Financial Re-Globalization"; Tobin (2000), "Financial Globalization"; Wyplosz (1998), "International Capital Market Failures".

[12] Rodrik (Hrsg.) (1998), *Who Needs Capital-Account Convertibility?*

[13] Eichengreen und Leblang (2002), "Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahatir Right?".

[14] Ibid., 4.

Offenbar fließt trotz der Liberalisierung nur relativ wenig Kapital von Reich nach Arm.[15] Und dort, wo Ausländer im letzten Jahrzehnt in Boomphasen massiv investiert haben, haben Finanzkrisen die positiven Effekte oft überschattet.

Aus wirtschaftspolitischer Perspektive ist also eine ganze Reihe von Fragen an die finanzielle Globalisierung unbeantwortet[16]: Wie erfolgreich ist die gegenwärtige Globalisierungsperiode in bezug auf die Integration der Entwicklungsländer in den globalen Kapitalmarkt? Wie groß dürfen die Hoffnungen sein, daß der Kapitalmarkt zum Motor der Entwicklungsfinanzierung wird? Wie erklärt sich die Kluft zwischen Theorie und Praxis der internationalen Finanzintegration? Die praktischen Erfahrungen mit der finanziellen Globalisierung des letzten Jahrzehnts haben bereits eine voluminöse Debatte über die Vor- und Nachteile der Kapitalverkehrsliberalisierung in Entwicklungsländern ausgelöst, deren Ende nicht abzusehen ist.[17] Aber selbst der IWF, einer der wichtigsten Befürworter der Kapitalverkehrsliberalisierung in den 1990er Jahren, stellt heute fest:

---

[15] Optimistische Prognosen finden sich etwa in World Bank (1997), *Private Capital Flows to Developing Countries*.

[16] Siehe die Beiträge von: Edwards (Hrsg.) (2000), *Capital Flows and the Emerging Economies;* Eichengreen (2000a), "Taming Capital Flows"; Gourinchas und Jeanne (2004), "The Elusive Gains from International Financial Integration"; Griffith-Jones und Leape (2002), "Capital Flows to Developing Countries: Does the Emperor Have Clothes?"; Hawkins (2002), "International Bank Lending. Water Flowing Uphill?"; Kaminsky und Schmukler (2002), "Short Run Pain, Long Run Gain: The Effects of Financial Globalization"; Lane und Milesi-Ferretti (2003), "International Financial Integration"; Milanovic (2003), "The Two Faces of Globalization"; Prasad, Rogoff, Wei und Kose (2003), *Effects of Financial Globalization on Developing Countries;* Reinhart, Rogoff und Savastano (2003), "Debt Intolerance"; Rodrik (Hrsg.) (1998), *Who Needs Capital-Account Convertibility;* Stiglitz (2000), "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability"; Tobin (2000), "Financial Globalization". Siehe auch Roubini und Setser (2004), *Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*, 25, sowie Edison, Levine, Ricci und Slok (2002), "International Financial Integration and Economic Growth".

[17] Für konträre Positionen siehe Anjaria (1998), "The Capital Truth. What Works for Commodities Should Work for Cash"; Eatwell (1997), "International Financial Liberalization: The Impact on World Development"; Edwards (2001), "Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?"; Eichengreen und Leblang (2002), "Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahatir Right?"; Gourinchas und Jeanne (2004), "The Elusive Gains from International Financial Integration"; Griffith-Jones und Leape (2002), "Capital Flows to Developing Countries: Does the Emperor Have Clothes?"; Stiglitz (2002), *Globalization and Its Discontents*, Kap.8.

"Theoretical models have identified a number of channels through which international financial integration can promote economic growth in developing countries ... However, a systematic examination of the evidence suggests that it is difficult to establish a strong causal relationship… there is as yet no clear and robust empirical proof that the effect is quantitatively significant."[18]

Welche Rolle der internationale Kapitalmarkt für den Kapitaltransfer von Reich nach spielen kann und welche Rahmenbedingungen dafür gegeben sein müssen – dies sind die fundamentalen Fragen, die die vorliegende Untersuchung beantworten will. Der wichtigste methodische Ansatz der Studie liegt darin, diese wirtschaftspolitische Problematik aus wirtschaftshistorischer Perspektive zu erörtern. Die Studie gehört somit in ein expandierendes Forschungsfeld, das unter dem Titel „Globalization in historical perspective" zusammengefaßt werden kann.[19] Die Wirtschaftsgeschichte soll dabei durch den Vergleich der gegenwärtigen Globalisierung mit ihrem historischen Vorgänger – der Zeit des klassischen Goldstandards von 1880 bis 1914 – helfen, die Chancen und Risiken des vieldiskutierten Phänomens Globalisierung besser zu verstehen und praktische Antworten auf wichtige Fragen geben, die theoretisch umstritten sind. Denn gerade im Bereich der Wirtschafts- und Entwicklungspolitik sind praktische Urteile darüber gefragt, ob die Liberalisierungswelle der letzten fünfzehn Jahre die entwicklungspolitischen Hoffnungen erfüllen kann bzw. erfüllt hat, die manche in die Öffnung des privaten Kapitalmarktes gesetzt haben.

Um ein zentrales Ergebnis dieser Studie vorwegzunehmen: Die erste Ära finanzieller Globalisierung vor dem Ersten Weltkrieg demonstriert, daß der internationale Finanzmarkt den Kapitaltransfer von Reich nach Arm bewerkstelligen kann. Der globale Markt hat im späten 19. und frühen 20. Jahrhundert in historisch wohl einmaligem Umfang Ersparnisse aus dem reichen Norden in den kapitalarmen Süden transferiert. Entgegen der häufig geäußerten Diagnose scheint die gegenwärtige Finanzglobalisierung in dieser Hinsicht nicht zu weit, sondern eben noch nicht weit genug gegangen zu sein. In historischer Perspektive ist nicht zu viel, sondern zu wenig und zu ungleichmäßige Finanzintegration das Charakteristikum der heutigen Globalisierung.

Eine wirtschaftshistorisch-vergleichende Perspektive auf die gegenwärtige Globalisierung ist aus einem weiteren Grund von wirtschaftspolitischem Interesse: Die internationale Makroökonomie betrachtet die wirtschaftspolitischen Optionen, die offene Volkswirtschaften haben, aus dem

[18] Prasad, Rogoff, Wei und Kose (2003), *Effects of Financial Globalization on Developing Countries*, 5.

[19] Dazu siehe unten.

Blickwinkel des sogenannten Trilemmas.[20] Dies besagt, daß aus einem Menü von drei im Prinzip wünschenswerten wirtschaftspolitischen Zielen – Kapitalmobilität, Wechselkursstabilität und unabhängiger Geldpolitik – stets nur zwei gleichzeitig realisiert werden können. Mit dem Zusammenbruch des Systems von Bretton-Woods wurde die Wechselkursstabilität den beiden anderen Zielen der Kapitalmobilität und der eigenständigen Geldpolitik „geopfert". Es gibt gewichtige politökonomische Gründe, nicht an der Möglichkeit geldpolitischer Konjunktursteuerung zu rütteln, ob aber die ökonomischen Effekte der Kapitalmobilität die Aufgabe der Wechselkursstabilität rechtfertigen, ist eine offene Frage. Für eine Antwort spielt die entwicklungsökonomische „performance" des globalen Kapitalmarktes eine Schlüsselrolle. Nur wenn die globale Allokation des Kapitals tatsächlich stärkere Wachstumsimpulse bringt als die Erleichterung des Güterhandels unter festen Wechselkursen, wäre diese Wahl – unter dem Blickwinkel globaler Wachstumseffekte – sinnvoll. Jüngere quantitative Forschungen lassen kaum Zweifel daran, daß die Wechselkursstabilität unter dem Goldstandard ein wichtige Ursache für den rapiden Aufschwung des Welthandels in den drei Jahrzehnten vor dem Ersten Weltkrieg war.[21] Daß der freie Kapitalverkehr heute vergleichbare globale Wachstumseffekte bringt, hat John Williamson bereits vor einigen Jahren bezweifelt. Seine Zweifel sind weiterhin aktuell:

"Capital is now flowing on a vast scale to the most capital-rich country on earth [the USA] and is fleeing areas where its real productivity is almost certainly higher. The net benefits of unrestricted capital mobility are indeed debatable."[22]

In der Tat ist die rapide Zunahme der Finanzintegration der Weltwirtschaft in den letzten beiden Jahrzehnten nicht mit einem Anstieg der Wachstumsraten des globalen Pro-Kopf-Einkommens einhergegangen. Im Gegensatz zum Beginn des 20. Jahrhunderts, als finanzielle Globalisierung und Wirtschaftswachtum im Gleichschritt zunahmen, findet sich am Ende des Jahrhunderts eine gegenläufige Entwicklung (siehe Abbildung).

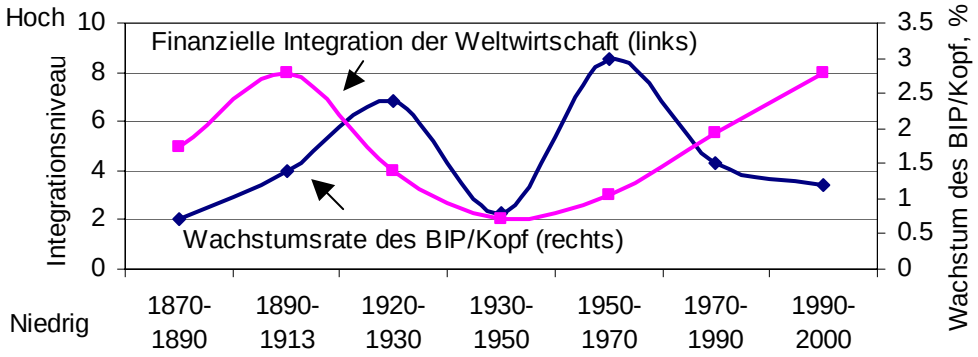
---

[20] Eine langfristige Perspektive auf das sogenannte Trilemma findet sich in: Obstfeld, Shambaugh und Taylor (2004), "The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility".

[21] López-Cordóva und Meissner (2003), "Exchange-Rate Regimes and International Trade: Evidence from the Classical Gold Standard Era".

[22] Williamson (1987), "International Capital Flows", 897.

Abbildung: Finanzielle Integration der Weltwirtschaft und Wachstum des BIP pro Kopf, 1870-2000




Quellen: für Wachstum des BIP pro Kopf in der Weltwirtschaft: Bairoch und Kozul-Wright (1996), 14, sowie World Development Indicators, World Bank (2003b); U-Kurve des finanziellen Integrationsniveaus nach Obstfeld und Taylor (2003a), 127.

# 1. Finanzielle Globalisierung und Entwicklung

Das Wort „Globalisierung“ ist eine Schöpfung des späten zwanzigsten Jahrhunderts. Das beschriebene Phänomen, die rapide Zunahme zwischenstaatlicher Wirtschaftsbeziehungen bis hin zur globalen Marktintegration, ist es nicht. Die deutsche Nationalökonomie prägte schon im 19. Jahrhundert den Begriff der „Weltwirtschaft“ als Antwort auf die immer engere Verflechtung und Verbindung einzelner Volkswirtschaften.[23] Einer der ersten Definitionsversuche stammt von Adolph Wagner aus dem Jahr 1892: „Die Weltwirtschaft ist der Inbegriff der miteinander verkehrenden Einzelwirtschaften vieler, schließlich aller Volkswirtschaften der Erde.“[24] Gustav Schmoller, Haupt der historischen Schule der Nationalökonomie, hatte für die „Weltwirtschaft“ den höchsten Platz in seinem Stufenmodell der Wirtschaftsgeschichte reserviert. Nach Schmoller ist die Weltwirtschaft die „Summe der heute einander berührenden, in gegenseitige Abhängigkeit gekommenen Volkswirtschaften“[25].

[23] Vgl.Pohl (1989), *Aufbruch der Weltwirtschaft. Geschichte der Weltwirtschaft von der Mitte des 19. Jahrhunderts bis zum Ersten Weltkrieg*, 9ff.

[24] Wagner (1892), *Grundlegung der politischen Ökonomie: Erster Theil*, 361/362.

[25] Schmoller, zitiert in Pohl (1989), *Aufbruch der Weltwirtschaft. Geschichte der Weltwirtschaft von der Mitte des 19. Jahrhunderts bis zum Ersten Weltkrieg*, 14.

Trotz ihrer Hellsichtigkeit für die Intensivierung internationaler Wirtschaftsbeziehungen blieb das Phänomen des Zusammenwachsens der Einzelwirtschaften für die historische Schule der Nationalökonomie konzeptionell schwer zu fassen. Im Zentrum des historistischen Denkens der Epoche stand schließlich der Staat, der ökonomische Prozesse lenkte und das Wirtschafts- und Kulturleben formte – und in dessen Interesse auch die „Staatswissenschaft" Nationalökonomie zu denken hatte. Für Friedrich List etwa waren „Volkswirtschaft" und „Weltwirtschaft" unüberbrückbare Gegensätze, weil es keinen Weltstaat gebe, der das Wirtschaftsleben regulieren könne.[26] Am Vorabend des Ersten Weltkrieges schien August Sartorius von Waltershausen der Gegensatz zwischen politisch eingebetteter Volkswirtschaft und politisch formloser Weltwirtschaft das wichtigste Strukturmerkmal der Epoche.[27] Der gleiche latente Konflikt zwischen länderübergreifenden Marktprozessen und der Beschränkung des Politischen auf den Nationalstaat sollte auch am Ende des 20. Jahrhunderts wieder im Mittelpunkt der Diskussion um die Globalisierung stehen.[28]

Gleichzeitig mit der Beobachtung der zunehmenden wirtschaftlichen Interdependenz der einzelnen Ökonomien begann – damals wie heute – das Nachdenken über „Weltwirtschaftspolitik", über Mittel und Wege, die Vorteile des Zusammenwachsens der Weltwirtschaft zu nutzen. Wie die Chancen weltwirtschaftlicher Integration genutzt werden können, ist auch am Anfang des 21. Jahrhunderts wieder eine Frage von besonderer Aktualität. Insbesondere die Suche nach mehr Wachstum und Entwicklung in der „Dritten Welt" steht im Mittelpunkt der akademischen und politischen Überlegungen. Nachdem die alten entwicklungspolitischen Dogmen, etwa die sogenannte Importsubstitutionspolitik, viele Länder in Überschuldung und national verwaltete Ineffizienz geführt hatten, schien in den späten 1980er Jahren die Zeit gekommen, Marktkräften im Entwicklungsprozeß wieder mehr Raum zu geben. Liberalisierung, Deregulierung und Integration in den Weltmarkt wurden als ökonomische Paradigmen wiederentdeckt. Als entwicklungsökonomische „Blaupause" haben Marktöffnung und „Globalisierungspolitik" binnen eines Jahrzehnts aber eine beachtliche Karriere gemacht: In weiten Kreisen sind sie zum Schlagwort für eine unausgewogene Wirtschaftspolitik geworden, „Globalisierung" selbst zum Inbegriff einer entwicklungsfeindlichen Weltwirtschaftsordnung. In kaum einem anderen Bereich ist die Kritik an der Globalisierung lauter als bei der internationalen Finanzintegration und der Kapitalverkehrsliberalisierung.

Der schwedische Ökonom Ragnar Nurkse hatte bereits in den fünfziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts davor gewarnt, die Erfahrungen des 19. Jahrhunderts zu verallgemeinern

---

[26] Ibid., 10.

[27] Vgl. Waltershausen (1913), *Begriff und Entwicklungsmöglichkeit der heutigen Weltwirtschaft.*

[28] Siehe etwa Rodrik (2002), "Feasible Globalizations"; Wolf (2004), *Why Globalisation Works.*

und allzu große Hoffnungen in den globalen Kapitalmarkt als Motor der Entwicklungsfinanzierung zu setzen:

"There is (…) a feeling of nostalgia for the nineteenth-century environment that made this flow of capital possible. The question is: why can we not re-create that environment? The answer, I submit, must start from the fact that the circumstances in which overseas investment, and more especially British investment, went on in the nineteenth-century…were in some ways quite exceptional. To realise this is not only of historical interest. So long as the peculiar features of that experience are not fully appreciated, memories of wonders worked by foreign investment in the past can only lead to false hopes and frustration."[29]

Auch in der volkswirtschaftlichen Theorie sind wichtige Fragen in bezug auf den entwicklungsökonomischen Nutzen der globalen Finanzintegration unbeantwortet. Das beste Beispiel hierfür ist das sogenannte Lucas-Paradoxon der unzureichenden Kapitalflüsse von Reich nach Arm. Robert Lucas veröffentlichte 1990 in der American Economic Review einen kleinen Artikel, in dem er unter dem Titel „Why doesn't capital flow from rich to poor countries?" zwar nicht als erster, aber am pointiertesten die Annahmen der neoklassischen Wachstumstheorie in Frage stellte.[30] Wenn, so argumentierte Lucas, die Produktivität des Kapitals tatsächlich – wie es die gängigen neoklassischen Modelle implizierten – von der Grundausstattung einer Volkswirtschaft mit Kapital abhinge, dann müßten internationale Differenzen in der Kapitalausstattung über die Kapitalproduktivität in verschiedenen Volkswirtschaften entscheiden. Investitionen müßten dann in Indien eine Rendite erzielen, die 58mal höher wäre als die von Investitionen in den USA. Bei solchen Renditedifferenzen wäre zu erwarten, daß Kapital in großen Mengen aus den USA nach Indien fließt, die Investitionstätigkeit in den USA sogar ganz zum Stillstand kommt, bis sich die Kapitalverzinsung angeglichen hätte. Da dies offenkundig nicht der Fall ist, schloß Lucas, daß andere Faktoren am Werk sein müssen.

[29] Nurkse (1954), "International Investment To-Day in the Light of Nineteenth-Century Experience", 744.

[30] Lucas (1990), "Why Doesn't Capital Flow From Rich to Poor Countries?"

Wo die Ursachen für das Lucas-Paradoxon liegen, bleibt umstritten.[31] Sollte – mit Lucas selbst – die „neue“ Wachstumstheorie darin recht haben, daß dritte Faktoren (außer der relativen Ausstattung mit Kapital) die Produktivität des Kapitals in verschiedenen Ländern maßgeblich beeinflußen, wäre der entwicklungsökonomische Nutzen globaler Marktintegration auch theoretisch zweifelhaft. Statt zu globaler Konvergenz könnte finanzielle Globalisierung zu globaler Divergenz führen, weil einige reiche Länder aufgrund ihrer besseren Ausstattung mit dritten Faktoren wie Humankapital oder Institutionen überproportional von der Mobilität des Produktionsfaktors Kapital profitieren würden. Ein wirtschaftshistorischer Vergleich, wie er in dieser Studie betrieben wird, kann die wachstumstheoretische Debatte zwischen „neuer“ und neoklassischer Lehre nur bedingt bereichern. Dennoch ist es unter Umständen aufschlußreich, das Lucas-Paradoxon in langfristiger Perspektive zu betrachten.[32] Lucas selbst hat in seinem Artikel darauf hingewiesen, daß die Zeit des europäischen Imperialismus für eine solche Betrachtung besonders interessant sei, weil die europäischen Kolonien im 19. Jahrhundert ein Testfeld für die Hypothese seien, daß trotz erheblicher Unterschiede in der Kapitalproduktivität mangelnde Investitionssicherheit für die geringen Kapitalflüsse von Reich nach Arm verantwortlich sei.[33]

## 2. Globalisierung in historischer Perspektive

In den letzten zehn Jahren ist die Anzahl der Studien, die das Phänomen Globalisierung aus historischer Perspektive betrachtet haben, sprunghaft gestiegen. Zwar gab es schon vor der Globalisierungsdiskussion eine umfangreiche wirtschaftshistorische Literatur, die der wachsenden Integration der Weltwirtschaft seit dem 19. Jahrhundert gewidmet war und den traditionellen nationalstaatlichen Rahmen der Wirtschaftsgeschichtsschreibung verlassen hatte.[34] Aber die neuere

---

[31] Alfaro, Kalemli-Ozcan und Volossovych (2003), "Why doesn't Capital Flow From Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation"; Barro, Mankiw und Sala-i-Martin (1995), "Capital Mobility in Neoclassical Models of Growth"; Clemens (2001), "Do Rich Countries Invest Less In Poor Countries Than the Poor Countries Themselves?"; Cohen und Soto (2003), "Why Are Poor Countries Poor?"; Gourinchas und Jeanne (2004), "The Elusive Gains from International Financial Integration".

[32] Vgl. Clemens und Williamson (2004), "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom".

[33] Lucas (1990), "Why Doesn't Capital Flow From Rich to Poor Countries?", 95.

[34] Vgl. Bairoch (1997a), *Victoires et Déboires (2);* Cameron (1992), *Geschichte der Weltwirtschaft;* Fischer (1979), *Die Weltwirtschaft im 20. Jahrhundert;* Maddison (1989), *The World Economy in the 20th Century;* Woodruff

Literatur hat einen Perspektivenwechsel vollzogen und – stärker quantitativ und theoretisch orientiert – die Wirtschaftsgeschichte des späten 19. Jahrhunderts unter dem Blickwinkel der Integration der Faktormärkte analysiert.

Das neue Interesse an den weltwirtschaftlichen Integrationsprozessen im 19. Jahrhundert war zudem nicht mehr auf die Wirtschaftsgeschichte beschränkt, sondern auch in der Volkswirtschaftspolitik und –theorie zu finden. Jeffrey Sachs und Andrew Warner etwa haben in einem viel beachteten Beitrag mit dem Titel „Economic Reform and the Process of Global Integration" aus dem Jahr 1994 die Erfahrungen der ersten Globalisierung im späten 19. Jahrhundert als Beleg für die Konvergenzeffekte der Marktintegration interpretiert:

„The world economy at the end of the twentieth century looks much like the world economy at the end of the nineteenth century. A global capitalist system is taking shape, drawing almost all regions of the world into arrangements of open trade and harmonized economic institutions. As in the nineteenth century, this new round of globalization promises to lead to convergence for the countries that join the system."[35]

In den neueren Forschungen zur ersten Globalisierung stand zunächst der deskriptive Vergleich der beiden Perioden im Vordergrund, der aber zunehmend durch analytische Studien in Teilbereichen der Globalisierung ergänzt wurde.[36] Viele Studien waren zunächst weniger „global" als es die diversen Titel vermuten ließen. In der Regel lag der Schwerpunkt auf dem Zusammenwachsen der atlantischen Ökonomien, während die Erfahrungen der Peripherie anfänglich nur relativ geringe

---

(1966), *The Impact of Western Man*. Eine Synthese aus älteren und neueren Fragestellungen ist Fischer (1998), *Expansion, Integration, Globalisierung. Studien zur Geschichte der Weltwirtschaft.*

[35] Sachs und Warner (1995), "Economic Reform and the Process of Economic Integration", 62/63.

[36] Siehe für den deskriptiven Vergleich der beiden Perioden: Baldwin und Martin (1999), "Two Waves of Globalization: Superficial Similarities, Fundamental Differences"; Bordo, Eichengreen und Irwin (1999), "Is Globalization Really Different Than Globalization a Hundred Years Ago?"; Crafts (2000), "Globalization and Growth in the Twentieth Century"; eine repräsentative Sammlung von analytischen Einzelstudien ist Bordo, Taylor und Williamson (Hrsg.) (2003), *Globalization in Historical Perspective*. An empirischen Studien zum globalen Kapitalmarkt in beiden Phasen sind besonders hervorzuheben: Obstfeld und Taylor (2003a), "Globalization and Capital Markets"; Bordo und Flandreau (2001), "Core, Periphery, Exchange Rate Regimes, and Globalization"; Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913;* Mauro, Sussman und Yafeh (2000), "Emerging Market Spreads: Then Versus Now".

Aufmerksamkeit erregten.[37] Die langfristigen Trends der Kapitalmarktintegration sowie die Strukturen und Triebkräfte der finanziellen Globalisierung vor 1914 sind erst in den letzten Jahren verstärkt thematisiert worden.[38] Die Untersuchungen brachten ein erstaunliches Ausmaß an internationaler Finanzintegration vor dem Ersten Weltkrieg zutage. Ein weiteres, wenn auch empirisch noch umstrittenenes Ergebnis ist, daß die Finanzintermediation von Reich nach Arm vor 1914 besser funktioniert hat als in der gegenwärtigen Globalisierung.[39] Eine systematische Aufarbeitung der zur Verfügung stehenden Daten steht weiterhin aus, und die wirtschaftshistorischen Forschungslücken sind in diesem Bereich paradoxerweise groß. Das Paradox liegt darin, daß im Zuge der Debatte um die marxistischen Thesen zum „ökonomischen Imperialismus“ die Kapitalexporte der imperialistischen Mächte in die Peripherie der Gegenstand einer jahrzehntelangen wissenschaftlichen Auseinandersetzung waren.[40] Dennoch gibt es nur wenige Studien, die die Strukturen der Kapitalverflechtung zwischen reichen und armen Ländern gleichsam unvoreingenommen unter einem

---

[37] Ein Beispiel ist O'Rourke und Williamson (2000), *Globalization and History*. Explizit mit den Erfahrungen der Peripherie beschäftigen sich: Bordo und Flandreau (2001), "Core, Periphery, Exchange Rate Regimes, and Globalization"; Catao und Solomou (2003), "Exchange Rates in the Periphery and International Adjustment Under the Gold Standard"; Clemens und Williamson (2000), "Where Did British Foreign Capital Go? Fundamentals, Failures and the Lucas Paradoxon"; Obstfeld und Taylor (2003a), "Globalization and Capital Markets".

[38] Siehe Baldwin und Martin (1999), "Two Waves of Globalization: Superficial Similarities, Fundamental Differences"; Bordo, Eichengreen und Irwin (1999), "Is Globalization Really Different Than Globalization a Hundred Years Ago?"; Bordo, Taylor und Williamson (Hrsg.) (2003), *Globalization in Historical Perspective;* Ferguson (2003c), "Globalization With Gunboats"; Mauro, Sussman und Yafeh (2000), "Emerging Market Spreads: Then Versus Now"; O'Rourke und Williamson (2000), *Globalization and History;* Williamson (1997), "Globalization, Convergence and History".

[39] Diese Auffassung vertreten etwa Obstfeld und Taylor (2003a), "Globalization and Capital Markets". Siehe auch Taylor (2004), "Global Finance: Past and Present" und O'Rourke (2001), "Globalization and Inequality: Historical Trends". Eine abweichende Meinung haben hingegen Clemens und Williamson (2004), "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom".

[40] Die Literatur ist umfangreich. Zu den immer noch lesenswerten Beiträgen gehören: Davis und Huttenback (1986), *Mammon and the Pursuit of Empire. The Political Economy of British Imperialism;* Fieldhouse (1973), *Economics and Empire 1830-1914;* Hilferding (1955 [1910]), *Das Finanzkapital;* Hobson (1902), *Imperialism. A Study;* Landes (1961), "Some Thoughts on the Nature of Economic Imperialism"; Lenin (1946 [1917]), *Der Imperialismus als höchstes Stadium des Kapitalismus;* Marseille (1984), *Empire colonial et capitalisme francais;* Platt (1968), *Finance, Trade, and Politics in British Foreign Policy 1815-1914.*

wirtschaftspolitischen und entwicklungsökonomischen Blickwinkel analysiert haben.[41] Diese Lücke soll im ersten Teil dieser Arbeit geschlossen werden.

In der Literatur blieb zudem umstritten, welche Faktoren für die „tiefe" Integration des globalen Kapitalmarktes vor 1914 verantwortlich waren. Auf der einen Seite stehen Autoren, die das freie Spiel der Marktkräfte – das *laissez faire, laissez passer* – betonen. Die erfolgreiche Finanzglobalisierung vor 1914 sei in erster Linie ein Produkt autonomer Marktkräfte gewesen, andere Faktoren, etwa politische, seien demgegenüber nur Randerscheinungen der ersten Globalisierung gewesen[42]:

„These results reinforce the impression (…) that the pre-1914 global capital market was relatively unimpeded by barriers and that market forces were left free to operate. Furthermore, this environment did not keep poorer countries from participation in financial globalization…poorer regions of the world, whether colonial outposts or not, also had substantial access to foreign finance."[43]

Eine solche Lesart der ersten Globalisierung steht in deutlichem Kontrast zur älteren Literatur, die kaum Zweifel daran hatte, daß politische Faktoren neben der unsichtbaren Hand des Marktes die europäischen Kapitalexporte in die weltwirtschaftliche Peripherie maßgeblich beeinflußt haben[44]. Herbert Feis etwa hat in seinem bekannten Buch unterstrichen, daß „financial transactions between western Europe and the other areas were an important element in political affairs."[45] Das Credo eines Teils der ökonomischen Forschung, daß – in den Worten von Robert Gilpin – „markets by themselves

---

[41] Erst vor kurzer Zeit haben drei Studien die Grundlagen gelegt: Twomey (2000), *A Century of Foreign Investment in the Third World*; Obstfeld und Taylor (2004), *Global Capital Markets: Integration, Crisis, Growth*; sowie in manchen Aspekten auch Clemens und Williamson (2004), "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom".

[42] Siehe etwa Obstfeld und Taylor (2003b), "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 vs. 1925-1931".

[43] Obstfeld und Taylor (2004), *Global Capital Markets: Integration, Crisis, Growth*, 245.

[44] Etwa Feis (1965 [1930]), *Europe, The World's Banker 1870-1914;* Viner (1928), "Political Aspects of International Finance"; Viner (1993 [1929]), "International Finance and Balance of Power Diplomacy"; Winkler (1933), *Foreign Bonds. An Autopsy*.

[45] Feis (1965 [1930]), *Europe, The World's Banker 1870-1914*, xxvi.

will manage the world economy“[46], traf nicht auf allgemeine Zustimmung. Andere Autoren haben betont, daß offene Märkte und das privatwirtschaftliche Profitmotiv eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für das Verständnis der ersten Finanzglobalisierung seien.[47] Die finanzielle Integration der Weltwirtschaft im 19. Jahrhundert sei weder so autonom noch voraussetzungsfrei gewesen, wie es den Anschein habe.

## 3. Länderrisiken, Kapitalexport und globale öffentliche Güter

Auf besonderes Interesse ist die Frage gestoßen, warum die Welt vor 1914 in den Augen der Investoren ein derart sicherer Platz war, daß diese bereit waren, in großem Umfang Kapital in Entwicklungsländern anzulegen. Daß eine enge Verbindung zwischen der Risikoeinschätzung des Finanzmarktes und dem Kapitalexport besteht, läßt sich theoretisch klar belegen: Ein Anleger muß vor seiner Investitionsentscheidung die Risiken der Kapitalanlage einschätzen, weil sie die erwartete Rendite maßgeblich beeinflussen. Auch ökonomisch vielversprechende Investitionsprojekte in Entwicklungsländern können unrentabel werden, wenn das Risiko politischer oder finanzieller Instabilität zu groß oder die Vertragsdurchsetzung unsicher ist. Der Finanzmarkt wird eine Prämie für die Übernahme dieser Risiken verlangen, die unter Umständen prohibitiv hoch ist und die ökonomischen Anreize für Kapitalhandel zwischen Reich und Arm zusammenbrechen läßt. Fundamentale Unterschiede in der Kapitalproduktivität zwischen reichen und armen Ländern können durch solche Risiken leicht überlagert werden.[48] Ein Mindestmaß an Vertrauen des Finanzmarktes in die Entwicklungschancen der Peripherie ist insofern ein zentraler Baustein erfolgreicher Finanzintermediation von Reich nach Arm.

In der Globalisierungsdebatte der letzten Jahre war oftmals die Diagnose zu hören, daß der Nationalstaat durch die ökonomische Globalisierung ausgehöhlt würde und zunehmend an Bedeutung verlöre. Mittlerweile sind aber auch viele liberale Denker eines Besseren belehrt. Zu wenig Staat bzw. Staatsversagen gilt inzwischen als wichtige Ursache, warum viele Entwicklungsländer unzureichend

---

[46] Gilpin (2001), *Global Political Economy*, 94.

[47] Siehe insbesondere Ferguson (2003a), "The City of London and British Imperialism: New Light on an Old Question"; Ferguson (2003c), "Globalization With Gunboats"; Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913;* Mitchener und Weidenmier (2004a), "Empire, Public Goods, and the Roosevelt Corollary"; Eichengreen (2003), "A Century of Capital Flows", 21-24.

[48] Reinhart und Rogoff (2004), "Serial Default and the 'Paradox' of Rich to Poor Capital Flows", 12.

in den globalen Markt integriert sind.[49] Denn für die internationale Finanzintegration spielen Staaten weiter eine entscheidende Rolle. Die Markteinschätzung des Länderrisikos bzw. des „sovereign risk" – des Ausfallrisikos des Staates – ist eine Schlüsselgröße für die Finanzintegration. Unternehmen, die im Staat ansässig sind, können in der Regel nicht kreditwürdiger sein als der Staat selbst (aufgrund des „sovereign ceiling").[50] Nur wenn der Staat also ein Mindestmaß an finanzieller und politischer Stabilität garantiert, können auch für private Unternehmungen in diesen Ländern die Risikoprämien so weit sinken, daß sie Zugang zum globalen Kapitalmarkt bekommen. Das Kreditrisiko des Staates entscheidet somit über das Kreditrisiko der gesamten Volkswirtschaft und damit über deren Attraktivität für internationale Investoren. Die Einschätzung von langfristigen Investitionsrisiken stellt allerdings hohe Anforderungen an die Voraussicht, Rationalität und Information des Marktes.[51] Keynes bemerkte dazu bereits im Jahr 1909:

"The investor … will be affected … not by the net income he will receive from his investment in the long run, but by his expectations. These will often depend on fashion, upon advertisement, or

---

[49] Dies ist etwa eine der Kernthesen des neuen Buchs von Martin Wolf (2004), *Why Globalisation Works*, 316. Siehe auch die pessimistischen Einschätzungen in Reinhard (2000), *Geschichte der Staatsgewalt*, 480ff.

[50] Als „sovereign ceiling" bezeichnen die internationalen Ratingagenturen die „Deckelung" der Bonitätseinstufung von Unternehmen. Ein Unternehmen kann demnach nicht kreditwürdiger sein als der Staat, in dem es ansässig ist. Eine ausführliche Beschreibung findet sich in Standard & Poor's (1998), *Sovereign Credit Ratings: A Primer*. Siehe die ausführliche Behandlung in Kapitel 3.

[51] Die Anleger müssen nicht zuletzt eine Vorstellung davon haben, welche Wirtschaftspolitik im Laufe der Zeit Wachstum und Wohlstand generiert und damit die Investitionsrisiken langfristig stabilisert bzw. reduziert. Erst der Abgleich solcher (impliziten) Entwicklungsmodelle mit der Realität erlaubt ein Urteil darüber, ob sich ein Land auf dem richtigen Weg befindet. Ein bekanntes Beispiel eines solchen Modells ist der Washington Consensus – ursprünglich eine von John Williamson aufgestellte Liste mit zehn Politikvorschlägen, die der IWF und die Weltbank in den achtziger Jahren vielen Entwicklungsländern unterbreiteten (Williamson (1989), "What Washington Means By Policy Reform"). In den folgenden Jahren wurde der Washington Consensus zu einer umfassenden „Blaupause" für richtige Wirtschaftspolitik, welche die Perzeption von Entwicklungsprozessen – auch am Finanzmarkt – nachhaltig prägte. Im Zuge der Liberalisierung des Kapitalverkehrs wurde es für viele Länder zunehmend wichtig, das Vertrauen des Marktes – „market confidence" – und damit günstige Finanzierungskonditionen nicht einzubüßen. Anderseits erfreute sich auch die Idee der Disziplinierung der Wirtschaftspolitik durch den Markt – die sogenannte „market discipline" – großer Beliebtheit. Diese Idee fußte auf der Annahme, daß der Markt wirtschaftspolitische Fehlentwicklungen voraussehen und rechtzeitig „bestrafen" würde. Siehe auch die Beiträge in Flandreau (Hrsg.) (2003), *Money Doctors*.

upon purely irrational waves of optimism and depression. Similarly by risk we must mean… the risk as estimated, wisely or foolishly, by the investor." [52]

Wie treffsicher der Finanzmarkt die Zukunft antizipieren kann, bleibt umstritten.[53] Entscheidend ist aber, daß die Zukunftserwartungen *ex ante* stabilisiert sein müssen, damit Projekte in der Einschätzung des Investors auch dann profitabel bleiben, wenn er die erwarteten Gewinne um die (wahrgenommenen) Ausfallrisiken bereinigt. In dieser Abhängigkeit von der Erwartungsbildung der Akteure liegt der wichtigste Unterschied zwischen Güter- und Finanzmärkten. Da Marktvertrauen und Risikoeinschätzung des Marktes zentrale Größen für das Ausmaß der Entwicklungsfinanzierung sind, rückt die Frage nach den Ursachen der niedrigen Länderrisiken vor 1914 in den Mittelpunkt: Warum hielten europäische Investoren periphere Volkswirtschaften in der ersten Globalisierung für vergleichsweise sichere Anlageziele? Die Implikationen dieser Fragestellung gehen über die Wirtschaftsgeschichte hinaus. Denn in dem Maße, wie die Wahrnehmung geringer Investitionsrisiken ein entscheidender Faktor für Umfang der Kapitalflüsse von Reich nach Arm in der ersten Globalisierung gewesen sein könnte – und hohe Investitionsrisiken heute eine tiefere Finanzintegration der Entwicklungsländer verhindern könnten –, sind die Ursachen des Marktvertrauens vor 1914 von erheblichem wirtschaftspolitischem Interesse.

Möglich ist, daß das Marktvertrauen vor 1914 eine Funktion solider Wirtschafts- und Finanzpolitik in der Peripherie war. Marc Flandreau und Frédéric Zumer etwa argumentieren, daß der Schlüssel zum Verständnis der Entwicklungsfinanzierung vor 1914 der Rückgang der Verschuldung der öffentlichen Hand sei, der durch die weltweite Inflation nach 1896 ausgelöst wurde. Dadurch habe sich die finanzielle Situation vieler Entwicklungsländer kontinuierlich gebessert, was die Investitionsrisiken gesenkt und das Angebot an Kapital erhöht habe.[54] Andere Forscher haben auf den Goldstandard als „seal of approval" für solide Finanzpolitik verwiesen.[55]

---

[52] Zitiert in Moggridge (1992), *Maynard Keynes. An Economist's Biography*, 204.

[53] Möglich ist, daß die Erwartungen nicht „riskant", also mathematisch mit verschiedenen Wahrscheinlichkeiten beschreibbar, sondern – nach der klassischen Unterscheidung von Frank Knight – unsicher sind, so daß die Akteure zukünftigen „Zuständen" der Welt keine konkreten Wahrscheinlichkeiten zuordnen können. Siehe Machina und Rothschild (1987), "Risk".

[54] Siehe Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913*.

[55] Bordo und Rockoff (1996), "The Gold Standard as a 'Good Housekeeping Seal of Approval'"; Obstfeld und Taylor (2003b), "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 vs. 1925-1931".

Vorstellbar ist auch, daß das historisch niedrige internationale Zinsniveau entscheidenden Anteil daran hatte, daß die Kreditwürdigkeit der Peripherie vor 1914 hoch war. Denn je niedriger die Finanzierungskosten sind, die sich an den langfristigen Zinssätzen orientieren, die in den internationalen Finanzzentren herrschen, desto einfacher ist es für die Entwicklungsländer, ihre reale Schuldenlast konstant zu halten.[56]

Denkbar ist schließlich auch, daß das Vertrauen des Marktes in die Entwicklungsperspektiven der Peripherie auf politisch-institutionelle Faktoren wie politische Stabilität, Vertragsdurchsetzung und sichere Eigentumsrechte zurückzuführen ist, die als Folge der europäischen (vor allem: britischen) Hegemonie die Risiken internationaler Kreditvergabe vor dem Ersten Weltkrieg reduziert haben. Niall Ferguson sieht die politische Vorrangstellung Großbritanniens und die aktive weltpolitische Rolle Londons in diesem Sinne als eigentliche Grundlage der ersten Globalisierung und auch als eine treibende Kraft hinter den Finanztransfers von Reich nach Arm.[57] Martin Wolf, der Kolumnist der Londoner *Financial Times*, kommt mit Blick auf die gegenwärtige Finanzglobalisierung zu ähnlichen Schlußflolgerungen in bezug auf die Haupthindernisse, die umfangreicheren Kapitalflüssen von Reich nach Arm im Wege stehen:

„If we ask further what would be the most powerful mechanism for ensuring that the forces of economic convergence overwhelm those of divergence, the answer has to be jurisdictional integration…if the commitments to protecting property and allowing capital to move freely were credible everywhere, the movement of capital to poor countries would greatly increase."[58]

Charles Kindleberger hat argumentiert, daß Hegemonialmächte quasi-öffentliche Güter bereitstellen, die die Voraussetzungen für die internationale Markintegration schaffen.[59] Andere Ökonomen, darunter Robert Mundell, Bruno Frey und Mancur Olson, haben ebenfalls betont, daß eine

---

[56] Dieser Zusammenhang wird in Kap. 6 ausführlich diskutiert. Wenn der Realzins der Kreditaufnahme im Ausland niedriger ist als das Exportwachstum, kann ein Land seinen gesamten Schuldendienst mit neuen Krediten finanzieren („roll-over"), ohne daß sich die Verschuldung im Verhältnis zu den verfügbaren Ressourcen erhöht.

[57] Daß die USA unwillig oder unfähig seien, eine ähnliche Rolle zu spielen, sei einer der Hauptgründe für die ungleichmäßige Integration der Weltwirtschaft in der Gegenwart; so die Argumentation in Ferguson (2004), *Colossus. The Price of America's Empire*, Kap.5.

[58] Wolf (2004), *Why Globalisation Works*, 315.

[59] Kindleberger (1981), "Dominance and Leadership in the International Economy: Exploitation, Public Goods, and Free Rides", 247.

offene Weltwirtschaft einen institutionellen Rahmen braucht, der von einem Hegemon politisch – und unter Umständen auch militärisch – garantiert werden muß.[60] Die zeitgenössiche Globalisierungsdebatte hat diese Ideen aufgenommen und unter dem Begriff der „globalen öffentlichen Güter" („global public goods") thematisiert.[61] Im internationalen Rahmen liegt eine zentrale Funktion öffentlicher Güter darin, daß sie für alle Marktteilnehmer die Risiken grenzüberschreitender Transaktionen reduzieren.[62] Die Funktion internationaler öffentlicher Güter läßt sich institutionenökonomisch beschreiben: Märkte bedürfen institutioneller Voraussetzungen, um dem ökonomischen Ideal eines integrierten Wettbewerbsmarktes nahezukommen.[63] Diese Voraussetzungen entwickeln sich nicht spontan, sondern sind oft von außerökonomischen Rahmenbedingungen abhängig. Politische Stabilität und ein funktionierendes Rechtssystem, das Eigentums- und Gläubigerrechte sichert, Vertragsfreiheit garantiert und die Durchsetzung von Verträgen ermöglicht,

---

[60] Die Theorie der hegemonialen Stabilität geht sogar davon aus, daß es ohne einen solchen Hegemon nicht zur Bereitstellung von internationalen öffentlichen Gütern und zu effizienter Marktintegration kommt, weil unterschiedliche Partikularinteressen die Organisation von Kollektivgütern verhindern. Diese inzwischen klassische Idee zur Organisation von Kollektivgütern und dem Problem der Trittbrettfahrer: stammt von Mancur Olson: Olson (1992), *Die Logik des kollektiven Handelns. Kollektivgüter und die Theorie der Gruppen* Siehe auch Gilpin (2001), *Global Political Economy*, 100. Kooperation zwischen Staaten kann in Einzelfällen dazu führen, daß derartige Voraussetzungen geschaffen werden. Auf globaler Ebene ist dies aber ohne eine Führungsnation nur schwer vorstellbar. Siehe die Diskussion in Gilpin (2001), *Global Political Economy*, 96.

[61] Etwa die Beiträge in Faust, Kaul, Le Goulven, Ryu und Schnupf (2001), "Global Public Goods: Taking the Concept Forward"; Ferroni und Mody (Hrsg.) (2002), *International Public Goods: Incentives, Measurement, and Financing;* Kaul (Hrsg.) (1999), *Global Public Goods: International Cooperation in the 21st Century;* Kaul (Hrsg.) (2003), *Providing Global Public Goods: Managing Globalization*. Öffentliche Güter sind nach der ökonomischen Definition, die auf Paul Samuelson zurückgeht, dadurch gekennzeichnet, daß sie „nichtausschließlich" sind, das heißt allen Marktteilnehmern zugute kommen, und – da keine Rivalität im Konsum besteht – beliebig oft konsumiert werden können. Im Gegensatz zu privaten Gütern, bei denen der Konsum durch einen Akteur den Konsum durch einen anderen unmöglich macht und die Möglichkeit besteht, einen Preis für die Nutzung zu verlangen, kann etwa von dem öffentlichen Gut „öffentliche Sicherheit" niemand ausgeschlossen werden. Es kommt automatisch allen zugute. Siehe Behrends (2001), *Neue Politische Ökonomie*, 53f.

[62] Siehe die Überlegungen in Morissey, te Velde und Hewitt (2002), "Defining International Public Goods". Eine vergleichbare Argumentation findet sich in Lal (2001), "Globalization, Imperialism, and Regulation" und Lal (2003), "In Defence of Empires".

[63] North (1990), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*.

sind zentrale Faktoren für die Konstitution von Märkten. Denn diese Institutionen bestimmen maßgeblich die Risiken und Kosten von Markttransaktionen und damit die Anreizstruktur, der die Akteure unterliegen. Sie entscheiden über die Form der ökonomischen Aktivitäten, die getätigt werden, und damit letztlich über die Existenz von Märkten.

In einem vielbeachteten Artikel haben Rafael La Porta und seine Koautoren gezeigt, daß die Entwicklung von Finanzmärkten entscheidend vom Schutz von Gläubigerrechten durch Rechtssysteme abhängt.[64] Je stärker die Rechtsposition von Gläubigern gegenüber den Kreditnehmern ist, desto breiter und tiefer sind die Anleihe- und Aktienmärkte. Es spricht nichts dagegen, diesen Gedanken von der nationalen auf die internationale Ebene zu übertragen: Auch die Größe und Tiefe des internationalen Finanzmarktes könnten maßgeblich von den rechtlichen Bedingungen abhängen, die Gläubiger beschützen bzw. nicht beschützen.[65] Von diesen Überlegungen zur Bedeutung von Institutionen für die Konstitution von Märkten ist es ein kurzer Weg zu der Beobachtung, daß eine imperialistische Weltordnung – wie in der Zeit vor 1914 – zumindest für die Kapitalmarktintegration einige Vorteile aufweisen könnte, falls sie sichere Eigentumsrechte garantiert. Ferguson hat dies mit Blick auf das britische Empire bejaht und festgestellt, daß „there is at least a prima facie case that the British Empire was economically beneficial, not only to Britain herself, but also to her Empire – and perhaps to the world economy as a whole“[66].

Eine solche politische Perspektive auf die erste Globalisierung würde letztlich bedeuten, die älteren – vor allem marxistischen – Theorien, welche die internationale politische Ordnung vor 1914 als ein Produkt der Kapitalinteressen interpretiert haben, gleichsam vom Kopf auf die Füße zu stellen. Nicht das Finanzinteresse könnte die Politik dominiert haben, sondern die internationale Politik über die Chancen der Finanzintegration der Peripherie entschieden haben.[67] Es ist denkbar, daß die politische und rechtliche Ordnung vor 1914 ein entscheidender Faktor für die Marktintegration gewesen ist, weil sie einen institutionellen Rahmen für den internationalen Kapitalhandel garantiert

---

[64] La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer und Vishny (1998), "Law and Finance".

[65] Siehe auch die Überlegungen in Shleifer (2003), "Will the Sovereign Debt Market Survive?".

[66] Ferguson (2003c), "Globalization With Gunboats", 7/8.

[67] Daß gerade an diesem Punkt noch Klärungsbedarf vorhanden ist, wird schnell deutlich, wenn man die Überlegungen zur Bedeutung politischer Hegemonie für die erste Globalisierung mit der Auffassung von Sachs und Warner kontrastiert, für die der europäische Imperialismus sogar eine Gefahr für die erste Globalisierung darstellte: „...the late twentieth century has certain key advantages over 1910 for the preservation of emerging market institutions. There is the spread of sovereignty, so that imperial adventures no longer seem to threaten the global peace.” (Sachs und Warner (1995), "Economic Reform and the Process of Economic Integration", 63).

hat, der Investitionsrisiken gesenkt, Gläubigerrechte gestärkt und dadurch die Integration der Entwicklungsländer in den Kapitalmarkt ermöglicht hat.

Nicht nur aus wirtschaftshistorischem, sondern auch aus wirtschaftspolitischem Blickwinkel ist daher die Frage von besonderem Interesse, warum das Marktvertrauen in die Sicherheit von Finanzinvestitionen in den Entwicklungsländern vor 1914 wesentlich höher war als heute: Ist dies auf bessere ökonomische Rahmendaten der Entwicklungsländer, etwa eine niedrigere Verschuldung, zurückzuführen? Welche Rolle hat das geringe Zinsniveau in den Industrieländern für die Kapitalflüsse von Reich nach Arm gespielt? Oder haben globale öffentliche Güter als Nebenprodukte des europäischen Imperialismus die Investitionsrisiken gesenkt und ist der Mangel an internationalen öffentlichen Gütern eine zentrale Schwachstelle der gegenwärtigen Globalisierung? Diesen Fragen ist der zweite und dritte Teil der vorliegenden Arbeit gewidmet.

## 4. Datengrundlage, Definitionen und Methoden

Die Datenbasis zur Wirtschaftsgeschichte der peripheren Volkswirtschaften vor 1914 ist weiterhin schmal. Während Außenhandelsdaten in gewissem Umfang verfügbar sind, klaffen besonders große Lücken bei kapitalmarktrelevanten Daten wie der Staatsverschuldung, dem Schuldendienst oder den öffentlichen Einnahmen. Für diese Studie mußte daher eine umfassende Datenbank erstellt werden, die im Datenanhang genauer erläutert ist. Dafür wurden Primärquellen wie das *Statesman's Yearbook*, die *Annual Reports* der *Corporation of Foreign Bondholders*, die *Statistical Abstacts for the British Empire* sowie das *Investor's Monthly Manual* und eine Reihe weiterer statistischer Publikationen systematisch ausgewertet.[68] Ein weiterer zentraler Beitrag dieser Studie sind bisher unveröffentlichte historische Anleiherenditen für ein Sample von vierzig Entwicklungsländern und Kolonien, die um Vergleichsdaten für knapp zwanzig entwickelte Länder ergänzt wurden. Damit ist es erstmals möglich, ein umfassendes quantitatives Bild der Finanzbeziehungen zwischen Reich und Arm im globalen Kapitalmarkt vor 1914 zu zeichnen.

---

[68] Ergänzend hinzugezogen wurden: London Stock Exchange (1900-1913), *The Stock Exchange Weekly Official Intelligence: an official financial gazette of information concerning all classes of securities;* Office National des valeurs mobilières (1914), *Annuaire 1913-1914;* von Juraschek (1880-1914), *Otto Hübner's Geographisch-Statistische Tabellen aller Länder der Erde;* von Juraschek (1907), *Die Staaten Europas. Statistische Darstellung.*

Weitere Daten wurden aus den genannten Primär- oder Sekundärquellen gewonnen bzw. von anderen Forschern zur Verfügung gestellt: Wechselkurse, die Terms-of-Trade, der Anteil von Primärgüterexporten an den Gesamtexporten, die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts (BIP), Bevölkerungszahlen und Angaben zum Währungsregime und zu Zahlungsausfällen – um nur die wichtigsten zu nennen.[69] Zudem hat die Publikation detaillierter Daten für britische Kapitalexporte zwischen 1865 und 1914 durch Irving Stone eine Lücke auf der Seite des wichtigsten Kapitalexporteurs geschlossen.[70] Methodisch soll diese umfangreiche Datenbasis auf verschiedene Weise ausgewertet werden. In den ersten Kapiteln steht die deskriptive Statistik im Mittelpunkt. Unterschiede zwischen den Globalisierungsperioden sowie bestimmte Strukturmerkmale der ersten Globalisierung werden mit Hilfe einer Reihe von wichtigen Kennzahlen, sogenannten „stylised facts", diskutiert. In den späteren Kapiteln werden konkrete Hypothesen getestet, wofür die erklärende Statistik, insbesondere multivariable Panel-Regressionen, als analytisches Hilfsmittel benutzt werden.

Vorab sind einige terminologische Definitionen notwendig. In dieser Studie wird viel von „Entwicklungsländern" die Rede sein, obwohl es schwierig ist, eine objektive Definition zu finden. Die internationalen Organisationen helfen sich heutzutage in der Regel mit Schwellenwerten, die sich auf das Pro-Kopf-Einkommen des jeweiligen Landes beziehen. Man kann vieles gegen diese Einengung des Entwicklungsbegriffes auf das Einkommensniveau einwenden.[71] Der größte Vorteil liegt in der Klarheit der Kriterien, auch wenn sie der Komplexität der Wirklichkeit oft nicht gerecht werden. Bis in die frühen siebziger Jahre dominierte demgegenüber ein Entwicklungsbegriff, der noch ganz von der Industrialisierung als epochalem Prozeß geprägt war. Ein Land galt dann als entwickelt, wenn es über eine moderne Industrie verfügte. Diese Unterscheidung hat sich bis heute im Gegenbegriff zu den „Entwicklungsländern" erhalten – den „Industrieländern" oder „industrial countries". Durch den rapiden ökonomischen Aufstieg einiger asiatischer Handelsökonomien sowie

---

[69] Die wichtigsten Sekundärquellen in dieser Hinsicht waren: Clemens und Williamson (2004), "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom"; Kelly (1998), "Ability and Willingness to Pay in the Age of the Pax Britannica 1890-1914"; Mitchell (1992), *International Historical Statistics: Europe 1750-1988;* Mitchell (1993), *International Historical Statistics: The Americas 1750-1988;* Mitchell (1995), *International Historical Statistics: Africa, Asia & Oceania;* Obstfeld und Taylor (2003b), "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 vs. 1925-1931", sowie Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913.*

[70] Stone (1999), *The Global Export of Capital from Great Britain 1865-1914*.

[71] Für einen umfassenden Entwicklungsbegriff plädiert zum Beispiel Sen (2000), *Ökonomie für den Menschen*, Kap.1.

den ökonomischen Abstieg der industrialisierten, aber dennoch vergleichsweise armen sozialistischen Länder hat diese Definition aber an Klarheit eingebüßt.

In der Realität sind die verschiedenen Klassifikationen – man könnte als drittes Klassifikationsschema die Geographie und die Unterscheidung zwischen Zentrum und Peripherie hinzunehmen – überraschend deckungsgleich. Westeuropa und die europäischen „offshoots“ in Nordamerika sind in jeder Definition „entwickelt“, während fast alle Länder Lateinamerikas, Afrikas, Asiens sowie Süd- und Osteuropas als „weniger entwickelt“ gelten. In der Gegenwart durchbrechen Japan und vier „Tigerstaaten“ oder „Schwellenländer“ in Ostasien – Korea, Hongkong, Singapur, Taiwan – sowie einige süd- und osteuropäische EU-Mitglieder dieses Muster; in der ersten Globalisierung haben Argentinien, Uruguay und vielleicht auch Chile den engen Zusammenhang zwischen Geographie und Pro-Kopf-Einkommen teilweise aufgehoben. Die jeweiligen Begriffspaare (reich-arm, entwickelt-weniger entwickelt, industrialisiert-rückständig, Zentrum-Peripherie) werden im folgenden grundsätzlich synonym gebraucht. Auf Abgrenzungsprobleme und Ausnahmefälle wird von Fall zu Fall explizit eingegangen, damit der definitorische Rahmen nicht von vornherein eingeengt wird: Die Erfahrungen eines relativ reichen, aber peripheren und wenig industrialisierten Landes wie Argentinien vor 1914 sind ebenso interessant wie die des Nachbarlandes Brasilien.

## 5. Gliederung und Überblick

Der Gang der Untersuchung verläuft in drei großen Schritten. Im ersten Teil werden die verfügbaren Daten zur Kapitalverflechtung zwischen Reich und Arm in beiden Globalisierungsperioden systematisch ausgewertet und „stylised facts“ herausgearbeitet. Im zweiten Teil soll theoretisch und empirisch gezeigt werden, daß niedrige Investitionsrisiken und das geringe Zinsniveau in den entwickelten Ländern die wichtigsten Ursachen für den Umfang der Entwicklungsfinanzierung vor 1914 waren. Im dritten Teil steht die Frage nach den Ursachen der niedrigen Länderrisiken in der ersten Globalisierung im Mittelpunkt. Es soll untersucht werden, ob sich das Marktvertrauen in die Sicherheit von Investitionen in Entwicklungsländern in entscheidendem Maße auf die bessere Ausstattung der Weltwirtschaft mit globalen öffentlichen Gütern – als Nebenprodukt europäischer politischer Hegemonie – zurückführen läßt.

*Teil I:* Zunächst wird in Kapitel 1 der Gesamtbestand von Auslandsinvestitionen in beiden Perioden – relativ zum BIP der Welt – ermittelt, um einen Überblick über das Ausmaß der finanziellen Globalisierung in beiden Perioden zu erhalten. Zudem werden aggregierte Daten für die Verteilung der Auslandsinvestitionen zwischen reichen und armen Ländern präsentiert. In Kapitel 2 folgt ein genauerer Blick auf das Ausmaß des Lucas-Paradoxons in beiden Perioden sowie auf die

Veränderungen in der Komposition der Kapitalflüsse. Das wichtigste Ergebnis dieses ersten Teils ist die Beobachtung, daß es in der ersten Finanzglobalisierung offenbar in sehr viel stärkerem Maße gelungen ist, privates Kapital aus den reichen Volkswirtschaften für Investitionen in den weniger entwickelten Regionen der Weltwirtschaft zu mobilisieren. Die Unterschiede sind enorm: Annähernd die Hälfte der gesamten Auslandsinvestitionen vor 1914 erreichte weniger entwickelte Weltregionen; nach 1990 waren es nur rund zehn Prozent. Auch relativ zum Bruttoinlandsprodukt hat ausländisches Kapital vor dem Ersten Weltkrieg einen weitaus größeren Beitrag zum Aufbau des Kapitalstocks in Entwicklungsländern geleistet. Vor 1914 bestand der überwiegende Teil der Entwicklungsfinanzierung aus festverzinslichen Portfolioinvestitionen. Dies steht in markantem Gegensatz zu den Erfahrungen der 1990er Jahre, in denen ausländische Direktinvestitionen die Kapitalflüsse in die Peripherie dominierten und die Marginalisierung der Entwicklungsländer im internationalen Kreditmarkt besonders eklatant hervortritt.

*Teil II:* Die Kernhypothese, die in diesem Teil theoretisch und empirisch entfaltet wird, lautet, daß in der ersten Globalisierung geringe Investitionsrisiken und historisch niedrige langfristige Zinsen in den kapitalreichen Ländern die „tiefe“ Integration armer Länder in den globalen Kapitalmarkt ermöglicht haben. Kapitel 3 erläutert aus theoretischer Perspektive, wie die Risikoeinschätzung des Marktes das Investitionsvolumen und damit das Ausmaß der internationalen Finanzintegration beeinflußt. Kapitel 4 demonstriert, daß sich die Markteinschätzung der Länderrisiken von einer Globalisierungsperiode zur anderen dramatisch verändert hat: Investoren halten Entwicklungsländer heute für wesentlich risikoreichere Investitionsziele. In Kapitel 5 wird der Frage nachgegangen, ob sich die Veränderungen in der Risikoeinschätzung des Marktes auf ökonomische Fundamentaldaten zurückführen lassen. So könnten Entwicklungsländer heute zum Beispiel höher verschuldet sein als vor hundert Jahren oder die makroökonomische Entwicklung könnte allgemein instabiler geworden sein. Dies ist aber nicht der Fall. Die verfügbaren Verschuldungsindikatoren und makroökonomischen Daten zeigen vielmehr, daß – unter rein ökonomischen Gesichtspunkten – die Investitionsrisiken vor 1914 deutlich höher hätten liegen müssen als heute. In Kapitel 6 wird der Einfluß eines zentralen Push-Faktors für den Kapitalexport analysiert, nämlich das Zinsniveau in den kapitalexportierenden Ländern. Das Kernargument dieses Kapitels lautet, daß der internationale Goldstandard eine Schlüsselrolle für den Kapitalexport in die Peripherie gespielt hat, weil er die Inflationserwartungen und damit das langfristige Zinsniveau in den kapitalreichen Ländern stark gesenkt hat.

*Teil III:* Im dritten Teil steht die Frage im Mittelpunkt, ob der europäische Imperialismus und Europas geopolitische Hegemonie globale öffentliche Güter bereitgestellt haben, die die Investitionsrisiken in der Peripherie reduziert und dadurch zu höheren Kapitalexporten geführt haben. Kapitel 7 testet ökonometrisch eine alte Frage der britischen und internationalen Finanzgeschichte des ausgehenden 19. Jahrhunderts, nämlich ob britische Kolonien bessere Finanzierungsbedingungen als

vergleichbare unabhängige Länder hatten. Die Antwort, die auf der Grundlage eines umfassenden Datensamples gegeben werden kann, ist eindeutig: Das britische Empire war eine treibende Kraft hinter dem Umfang der Entwicklungsfinanzierung in der ersten Globalisierung. Kapitel 8 überprüft die in der Literatur verbreitete, rivalisierende These, daß die Zugehörigkeit zum Goldstandard zur Integration der Entwicklungsländer in den globalen Kapitalmarkt vor 1914 beigetragen hat. Die Ergebnisse sind ernüchternd. In der statistischen Analyse zeigt sich, daß der Goldstandard kein „good housekeeping seal of approval" für Entwicklungsländer war und daß der Goldstandard keinen signifikanten Einfluß auf die Wahrnehmung von Länderrisiken in der Peripherie hatte.[72] Die Zinskonvergenz im letzten Jahrzehnt vor dem Ausbruch des Ersten Weltkrieges steht im Mittelpunkt des neunten Kapitels. Die Reduktion der Schuldenlast durch globale Inflation und höheres Wachstum kann nur einen geringen Teil des Rückgangs der Renditen auf Anleihen peripherer Kreditnehmer zwischen 1895 und 1913 erklären. Statt dessen dürften auch hier politische und institutionelle Faktoren den Ausschlag gegeben haben. Das Länderrisiko ist in dieser Lesart nach 1900 vor allem deshalb so niedrig gewesen, weil die Souveränität der Schuldner als Folge von zwei Prozessen eingeschränkt wurde: Einerseits wurde als Reaktion auf die Finanzkrisen der 1890er Jahre die Finanzhoheit vieler Entwicklungsländer zugunsten der Gläubiger stark beschnitten. Letztere konnten aufgrund dieser Erfahrungen rational erwarten, daß künftige Zahlungsausfälle sowohl weniger wahrscheinlich als auch weniger kostspielig sein würden. Andererseits gingen die politischen Großmächte nach 1900 zu einer deutlich aggressiveren Politik über und mischten sich massiv in die finanziellen Angelegenheiten der Peripherie ein.

[72] Diese Formulierung stammt von Bordo und Rockoff (1996), "The Gold Standard as a 'Good Housekeeping Seal of Approval'".

# TEIL I: Finanzielle Globalisierung und Kapitalflüsse von Reich nach Arm in historischer Perspektive

*We need statistics not only for explaining things, but also in order to know what there is to be explained.*

Joseph Alois Schumpeter, 1954[73]

Der Verlauf der finanziellen Integration der Weltwirtschaft im 20. Jahrhundert stand im Mittelpunkt einer Reihe von jüngeren Untersuchungen zum Thema „Globalisierung in historischer Perspektive".[74] Ein wichtiges Ergebnis dieser Forschungen war das bemerkenswert hohe Niveau der Kapitalmarktintegration sowohl am Anfang als auch am Ende des 20. Jahrhunderts. Anschaulich beschrieben, zeigt sich eine „U-Kurve" der Finanzintegration der Weltwirtschaft im Laufe der letzten hundert Jahre. Die Zeit des klassischen Goldstandards zwischen 1880 und 1914 und die 1990er Jahre markieren die Höhepunkte der Kurve und können als zwei Perioden finanzieller Globalisierung betrachtet werden.[75]

Eine Reihe von wichtigen Fragen in bezug auf die Gemeinsamkeiten und Unterschiede der beiden Perioden, insbesondere das Ausmaß der Kapitalverflechtung zwischen Reich und Arm, sind aber erst in Ansätzen thematisiert worden: Wie unterscheidet sich das Muster internationaler Investitionsströme? Wie umfangreich war der Kapitaltransfer von Reich nach Arm in der finanziellen Globalisierung?[76]

---

[73] Schumpeter (1954), *History of Economic Analysis*, 14.

[74] Siehe die Studien von Bordo, Eichengreen und Irwin (1999), "Is Globalization Really Different Than Globalization a Hundred Years Ago?"; Obstfeld und Taylor (1997), "The Great Depression as a Watershed. International Capital Mobility over the Long-Run"; Obstfeld und Taylor (2003a), "Globalization and Capital Markets"; Obstfeld und Taylor (2004), *Global Capital Markets: Integration, Crisis, Growth;* Taylor (2002a), "A Century of Current Account Dynamics"; Twomey (2000), *A Century of Foreign Investment in the Third World.*

[75] Obstfeld und Taylor (2003a), "Globalization and Capital Markets", 127.

[76] Die Erfahrungen der Entwicklungsländer mit der finanziellen Globalisierung im 19. Jahrhundert sind – etwa im Vergleich zu der Debatte um die Integration in den Welthandel und die Entwicklung der Terms of Trade – noch

In diesem Teil sollen anhand von „stylised facts“ die Charakteristika der beiden Globalisierungsphasen herausgearbeitet werden. Den Zweck solcher Kennzahlen hat Paul Romer treffend beschrieben: “Without stylised facts to aim at, theorists would be shooting in the dark.”[77] Die Kennzahlen werden zeigen, daß Kapitalflüsse von Reich nach Arm ein zentrales Merkmal der ersten Globalisierung waren. Der globale Kapitalmarkt im ausgehenden 19. Jahrhundert ist in der Finanzintermediation zwischen entwickelten und weniger entwickelten Ländern um ein Vielfaches effektiver gewesen als sein Gegenüber am Ende des 20. Jahrhunderts.

---

ein relativ unterentwickeltes Forschungsgebiet. Eine erste Lücke hat hier Twomey (2000), *A Century of Foreign Investment in the Third World*, geschlossen.

[77] Romer (1989), "Capital Accumulation in the Theory of Long-Run Growth", 54.

# KAPITEL 1: FINANZIELLE GLOBALISIERUNG IN HISTORISCHER PERSPEKTIVE

Kaum eine andere Frage hat die ökonomische Profession im letzten Jahrzehnt so stark beschäftigt wie die nach den Chancen und Risiken der Integration der Entwicklungsländer in den globalen Kapitalmarkt. Der theoretischen Einsicht in die Vorteile des freien Kapitalhandels standen die praktischen Konsequenzen der Kapitalmobilität gegenüber, die Zweifel am Nutzen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs aufkommen ließen. Häufige Finanzkrisen und der faktische Ausschluß vieler Länder vom Kapitalmarkt haben zu einer Neubewertung der entwicklungsökonomischen Chancen der Finanzglobalisierung geführt.[78] Treten die Chancen der finanziellen Globalisierung im historischen Rückblick auf das ausgehende 19. Jahrhundert deutlicher hervor? In diesem Kapitel wird der erste umfassende Versuch gemacht, die beiden Phasen finanzieller Globalisierung unter diesem Blickwinkel zu vergleichen. Dabei werden drei Fragen im Mittelpunkt stehen:

(1) Wie hoch war das Ausmaß der Kapitalverflechtung der Weltwirtschaft am Anfang und am Ende des 20. Jahrhunderts?

(2) Wie hat sich die Verteilung der internationalen Investitionsströme zwischen reichen und armen Ländern verändert?

(3) Wie umfangreich waren die Kapitaltransfers von Reich nach Arm in beiden Perioden?

## 1. Finanzielle Globalisierung

In der ökonomischen Theorie liegen die Vorteile der finanziellen Globalisierung auf der Hand: Kapital kann über nationale Grenzen hinweg seiner produktivsten Verwendung zugeführt werden, was zu globalen Effizienzgewinnen führt. Weniger entwickelte Volkswirtschaften mit unausgeschöpften Investitionsmöglichkeiten können sich am globalen Kapitalmarkt leihen und die Investitionsquote erhöhen, ohne den eigenen Konsum zugunsten der Ersparnisbildung einzuschränken.[79] Die Kapitalmarktintegration sollte daher insbesondere Entwicklungsländern zugute kommen, die über wenig eigenes Kapital verfügen. Gleichzeitig können kapitalreiche Länder mit weitgehend ausgeschöpften Investitionsmöglichkeiten im Ausland investieren, dort höhere Erträge erzielen und auf diese Weise ihr Nationaleinkommen steigern. Die finanzielle Globalisierung erlaubt es einzelnen Ländern zudem, wirtschaftliche Risiken diversifizieren und Einkommensschwankungen zu reduzieren, indem sie Forderungen gegenüber anderen Volkswirtschaften erwerben, deren Wachstumspfad nicht

[78] Siehe die Diskussion in Obstfeld und Taylor (2004), *Global Capital Markets: Integration, Crisis, Growth*, 4f.

[79] Eine ausführliche Darstellung findet sich in Ibid., 8ff.

mit dem eigenen korreliert. Soweit die Theorie – wie aber sieht es mit der Praxis der globalen Kapitalmarktintegration aus? In welchem Maße werden und wurden die theoretischen Vorteile der Kapitalmarktintegration genutzt? Wie hoch ist der „Grad" der finanziellen Globalisierung in der Gegenwart im Vergleich zum ausgehenden 19. Jahrhundert? Wie kann man das Ausmaß an finanzieller Globalisierung überhaupt bestimmen?

Ein häufig gewählter Ansatz betrachtet das Ausmaß der finanziellen Globalisierung aus dem Blickwinkel des sogenannten Feldstein-Horioka-Paradoxons.[80] In ihrem bekannten Aufsatz haben Martin Feldstein und Charles Horioka darauf hingewiesen, daß trotz offener Kapitalmärkte die nationalen Spar- und Investitionsquoten in einzelnen Ländern weiterhin hoch korrelieren. Ein enger Zusammenhang zwischen nationalen Ersparnissen und Investitionen bedeutet aber, daß diese Volkswirtschaften nur in geringem Maße Kapital exportieren oder importieren, während sich in einem integrierten internationalen Kapitalmarkt die Investitions- und Sparquoten theoretisch völlig unabhängig voneinander entwickeln könnten.[81] Je geringer die Korrelation zu verschiedenen Zeitpunkten ist, desto höher ist das Ausmaß der internationalen Kapitalmobilität. Vergleichende Untersuchungen haben relativ robuste Evidenz für eine erstaunlich geringe Korrelation – also höhere Kapitalmobilität – in der Zeit des klassischen Goldstandards gezeigt.[82]

Allerdings ist dieses Korrelationsmaß nicht frei von Schwächen. Einerseits kann man die theoretischen Annahmen der Methode von Feldstein und Horioka insofern kritisieren, als Ersparnisse und Investitionen nicht unabhängig voneinander sind. Investitionen können sich vielmehr ihre eigenen Ersparnisse schaffen, so daß auch bei hoher Kapitalmobilität eine enge Korrelation zu erwarten wäre. Andererseits wird mit diesem Test Kapitalmobilität allein auf der Grundlage von Nettokapitalbewegungen gemessen. Wenn zwei Volkswirtschaften je 100 Milliarden Euro im jeweils anderen Land investieren, gäbe es zwar einen deutlichen Zuwachs an Kapitalverflechtung zwischen beiden Ländern, da nun ein signifikanter Teil des inländischen Kapitalstocks in ausländischem Besitz wäre. Aber Indikatoren, die allein auf Nettoflüssen beruhen, würden keinen Anstieg der finanziellen Globalisierung anzeigen. Dieses Problem betrifft auch einen zweiten Indikator, der von Alan Taylor

---

[80] Feldstein und Horioka (1980), "Domestic Saving and International Capital Flows".

[81] Dazu Obstfeld und Taylor (2004), *Global Capital Markets: Integration, Crisis, Growth*, 62ff.

[82] Siehe Bayoumi (1990), "Saving-Investment Correlations: Immobile Capital, Government Policy or Endogenous Behaviour"; Eichengreen (1990), "Trends and Cycles in Foreign Lending"; Jones und Obstfeld (1997), "Saving, Investment, and Gold: a Reassessment of Historical Current Account Data"; Obstfeld und Taylor (1997), "The Great Depression as a Watershed. International Capital Mobility over the Long-Run".

vorgeschlagen wurde, nämlich die Höhe der absoluten Werte der Leistungsbilanzsalden.[83] Kapitalmobilität und finanzielle Globalisierung sind eng verwandte, aber nicht deckungsgleiche Konzepte. Politisch und auch politökonomisch macht es einen großen Unterschied, ob – im Sinne des obigen Beispiels – fünfzig Prozent des inländischen Kapitalstocks in ausländischer Hand sind oder nicht. Aber auch unter rein ökonomischen Gesichtspunkten kann man argumentieren, daß die Annahme, Nettokapitalflüsse seien der beste Indikator für das Ausmaß der finanziellen Integration der Weltwirtschaft, zu restriktiv ist: Portfoliodiversifizierung kann zu hohen Bruttoflüssen führen, auch wenn im Saldo die Nettotransfers gering bleiben.[84]

Die Definition der Finanzglobalisierung, die hier statt dessen zugrundegelegt wird, ist ebenso umfassend wie theoretisch unproblematisch: Finanzielle Globalisierung wird als Kapitalverflechtung der Weltwirtschaft verstanden. Die finanzielle Verflechtung der Weltwirtschaft resultiert aus grenzüberschreitenden Kapitalflüssen. Je mehr Kapital internationale Grenzen überquert bzw. außerhalb des eigenen Landes angelegt ist, desto höher ist die Kapitalverflechtung und der Grad der finanziellen Globalisierung. Diese Definition folgt dem Internationalen Währungsfond, der den Anstieg der Kapitalverflechtung als Kennzeichen der Globalisierung ansieht:

"Financial globalization is an aggregate concept that refers to rising global linkages through cross-border financial flows. Financial integration refers to an individual country's linkages to international capital markets."[85]

## 2. Weltwirtschaftliche Kapitalverflechtung im historischen Vergleich

Eine Antwort auf die Frage, wie global der Kapitalmarkt am Anfang und am Ende des 20. Jahrhunderts war, liefert die Analyse des Gesamtvolumens des globalen Auslandskapitalbestands in

[83] Taylor (1996), "International Capital Mobility in History: the Savings-Investment Relationship".

[84] Neben Indikatoren für das Volumen der Kapitalbewegungen sind auch Preisdaten – etwa geringe Zinsdifferenzen – kein zuverlässiger Indikator für Marktintegration. Zwar kann ein identischer Preis für das gleiche Gut in zwei verschiedenen Volkswirtschaften signalisieren, daß Handel die Preise angeglichen hat. Aber theoretisch ist ebenso denkbar, daß die Preise aufgrund von ähnlichen Technologien, Präferenzen und Faktorausstattungen auch ohne Handel identisch sind.

[85] Prasad, Rogoff, Wei und Kose (2003), *Effects of Financial Globalization on Developing Countries*, 7.

Relation zum Weltsozialprodukt in beiden Perioden: Welche Rolle haben internationale Investitionen in der Weltwirtschaft vor 1914 und nach 1990 gespielt?

Angesichts der älteren Literatur, die europäische Finanzinvestitionen im Rahmen der Debatte um den Imperialismus und die Effekte der Kapitalexporte auf die kapitalexportierenden Ökonomien untersucht hat, sind die wichtigsten Fakten zur ersten finanziellen Globalisierung etabliert.[86] Britische Kapitalexporte wuchsen seit den 1850er Jahren kontinuierlich an und erreichten ihren Höhepunkt im letzten Jahrzehnt vor dem Weltkrieg.[87] Die Kapitalexporte anderer Länder – Frankreichs, Deutschlands, Belgiens, der Niederlande sowie etwas später auch der USA – begannen im letzten Viertel des 19. Jahrhunderts an Dynamik zu gewinnen. In den Jahren des klassischen Goldstandards, zwischen etwa 1880 und 1914, nahmen die Kapitalexporte der europäischen Gläubigernationen ungekannte Ausmaße an.

Die Statistiken für Auslandinvestitionen am Vorabend des Ersten Weltkrieges haben eine lange Geschichte.[88] Die ersten Schätzungen für Großbritannien wurden von Sir George Paish noch vor dem Ausbruch des Weltkrieges im Journal of the Royal Statistical Society präsentiert.[89] Die Zahlen von Paish wurden in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts von vielen Autoren zugrundegelegt und teilweise erweitert. Die wichtigste vergleichende Studie, die auch Schätzungen für deutsche und französische Kapitalexporte beinhaltete, stammt von Herbert Feis (in seinem 1930 erschienenen Buch über Europa als „the World's Banker". Eine weitere Lücke wurde ebenfalls in den 1930er Jahren geschlossen, als Cleona Lewis die erste Studie über US-amerikanische Kapitalexporte vorlegte. Im Prinzip sind diese Zahlen die Grundlage für die akademische Debatte geblieben: Sowohl der viel diskutierte Bericht des Royal Institute of International Affairs aus dem Jahr 1937 als auch die

---

[86] Cairncross (1992 [1953]), *Home and Foreign Investment 1870-1913;* Edelstein (1982), *Overseas Investment in the Age of High Imperialism;* Feinstein (1990), "Britain's Overseas Investments in 1913"; Imlah (1958), *Economic Elements in the Pax Britannica;* Platt (1986), *Britains's Overseas Investment on the Eve of the First World War;* Pollard (1985), "Capital Exports, 1870-1914: Harmful or Beneficial"; Thomas (1970), "The Historical Record of International Capital Movements to 1913".

[87] Edelstein (1982), *Overseas Investment in the Age of High Imperialism*, 20.

[88] Aus den verschiedenen Berechnungen geht nicht immer eindeutig hervor, auf welchen Stichtag sich die Bestandsstatistiken beziehen. Sowohl das letzte Friedensjahr 1913 als auch die Jahresmitte 1914 werden genannt. Für die Fragestelung dieser Untersuchung dürfte dies aber keine Rolle spielen.

[89] Paish (1909), "Great Britain's Capital Investments in Other Lands"; Paish (1911), "Great Britain's Capital Investments in Individual Colonies and Foreign Countries"; Paish (1914), "Export of Capital and the Cost of Living".

bekannte Nachkriegsstudie der Vereinten Nationen (1949) verwendeten diese Zahlen.[90] William Woodruff konnte die ursprünglichen Zahlen von Paish und Feis um neuere Schätzungen für einzelne Länder und Regionen erweitern.[91] Die Überblickstabellen von Woodruff blieben in den nächsten Jahrzehnten die Grundlage für nachfolgende Studien.[92] Andere Autoren bevorzugten zwar nach wie vor die älteren Zahlen von Feis, aber dem Volumen und der Verteilung nach sind die Unterschiede gering. Die Statistiken von Paish (und Feis) blieben somit die wichtigste Quelle.[93]

Desmond Platt hat die Geschichte dieser Statistiken kritisch nachvollzogen und dafür plädiert, die „Mickey Mouse numbers" von Paish um 25 Prozent nach unten zu korrigieren. Platt vermutete, daß Paish weder berücksichtigt hatte, daß in großem Umfang Ausländer über die Londoner Börse investiert hatten, noch daß durch Rückzahlungen von Anleihen oder durch Zahlungsausfälle der tatsächliche Bestand im Jahr 1914 wesentlich geringer war.[94] Die Korrekturen, die Platt vorschlug, wurden aber von Charles Feinstein als ebenso willkürlich verworfen.[95] Daß die Schätzungen von Paish erhebliche Unsicherheiten bargen, war bereits den zeitgenössischen Beobachtern klar. Einer von ihnen nannte die Berechnungen von Paish „an heroic effort to solve an unsoluble problem".[96] Die älteren Bestandszahlen für Großbritannien aus der Paish-Tradition können aber mit den jüngst veröffentlichten Flußdaten von Irving Stone verglichen werden, was weiter untern geschehen wird.

---

[90] Royal Institute of International Affairs (1937), *The Problem of International Investment;* United Nations (1949), *International Capital Movements during the Inter-War Period*.

[91] Woodruff (1966), *The Impact of Western Man*, 150ff.

[92] Unter anderem für Fishlow (1985), "Lessons From the Past: Capital Markets during the 19th Century and the Interwar period"; Obstfeld und Taylor (2003a), "Globalization and Capital Markets"; Twomey (2000), *A Century of Foreign Investment in the Third World*.

[93] Es herrscht Konsens, daß die Bestandsgrößen für Frankreich und für Deutschland ungenau sind. Französische Auslandsinvestitionen wurden untersucht in Cameron (1961), *France and the Eonomic Development of Europe 1800-1914*; und Lévy-Leboyer und Bourgignon (1985), *The French Economy in the Nineteeth Century;* Marseille (1984), *Empire colonial et capitalisme francais*; eine Diskussion der Zahlen für das Deutsche Reich findet sich in Platt (1986), *Britains's Overseas Investment on the Eve of the First World War*, 135, und Barth (1995), *Die deutsche Hochfinanz und die Imperialismen. Banken und Außenpolitik vor 1914*.

[94] Platt (1986), *Britains's Overseas Investment on the Eve of the First World War*.

[95] Feinstein (1990), "Britain's Overseas Investments in 1913".

[96] Zitiert in Fischer (1998), *Expansion, Integration, Globalisierung. Studien zur Geschichte der Weltwirtschaft*, 88.

Die erste Kennzahl, die von besonderem Interesse ist, betrifft das Gesamtvolumen internationaler Finanzinvestitionen im Jahr 1913, da zu früheren Zeitpunkten die Statistiken weitaus unvollständiger sind. Zudem ist die Datenlage bei den Aktiva der wichtigsten internationalen Gläubiger weit besser als bei den Verbindlichkeiten der Kapitalimporteure. Für die Weltwirtschaft als ganzes müssen aber die Aktiva den Passiva per Definition entsprechen. Die meisten Schätzungen gehen übereinstimmend davon aus, daß die Bruttoauslandsinvestitionen der vier wichtigsten Gläubiger – Großbritannien, Frankreich, Deutschland und USA – am Vorabend des Ersten Weltkrieges etwa 7 bis 8 Milliarden britische Pfund bzw. 35 bis 40 Milliarden US-Dollar betrugen. Eine exaktere Zahl hängt stark von der Bewertung deutscher Auslandsinvestitionen ab. Mira Wilkins meint, daß „in the German case, the literature in some instances seems to have confused 'gross' and 'net' foreign investments".[97] Die Schätzungen reichen hier von 4.6 bis 8.6 Milliarden Dollar, wobei Wilkins 7.3 für die beste Zahl hält. Ähnliche Schwierigkeiten existieren im Hinblick auf die Daten für die kleineren europäischen Volkswirtschaften wie Belgien, die Niederlande, die Schweiz und Schweden. Auch russische und japanische Investitionen in China, portugiesische Anlagen in Brasilien und kanadisches Eigentum von amerikanischen Aktien sind nicht mit Genauigkeit anzugeben. Aber selbst eine substantielle Reduktion der hier verwendeten Schätzung von 4.3 Mrd. Dollar für die gesamten Auslandsinvestitionen dieser Länder im Jahr 1913 würde das Gesamtbild nur marginal verändern, wie aus der folgenden Übersicht der wichtigsten Schätzungen hervorgeht (Tab. 1.1).[98]

Tab. 1.1: Auslandsforderungen im Jahr 1913/1914

| in Milliarden US-Dollar | Wilkins | Twomey | Woodruff |
|---|---|---|---|
| Großbritannien | 18 | 20.3 | 20 |
| Frankreich | 9 | 9.2 | 9.1 |
| Deutschland | 7.3 | 5.9 | 5.8 |
| USA | 3.5 | 3.5 | 3.5 |
| Niederlande | 2 | 2 | |
| Belgien | 1.5 | 1 | |
| Schweiz | 1.5 | 1.26 | |
| Andere | 2.2 | 3 | 7.1 |
| *Summe* | *45* | *46.2* | *45.5* |

Quellen: Wilkins (1989), 145, Tab. 5.3; Twomey (2000), 32, Tab. 3.1; Woodruff (1966), 154, Tab. IV/3.

[97] Wilkins (1989), *The History of Foreign Investment in the United States to 1914*, 156.

[98] Die Vereinten Nationen nennen in ihrem Bericht von 1949 die Zahl von 5.5 Mrd., die aber relativ hoch erscheint. Twomey (2000), *A Century of Foreign Investment in the Third World*, 32, halt 4.3 Mrd. für realistischer. Diese Zahl wurde übernommen.

Auf der Grundlage dieser Daten scheint es wahrscheinlich, daß der Gesamtbestand an internationalen Forderungen etwa 9 Mrd. Pfund oder knapp 45 Mrd. Dollar betrug. Im Verhältnis zum BIP der wichtigsten Gläubigernationen machten Auslandsinvestitionen etwa fünfzig Prozent aus, obwohl der Anteil von Land zu Land stark schwankte. In den Vereinigten Staaten – einer jungen Gläubigernation am Vorabend des Weltkrieges, die aber zwischen 1900 und 1913 ein beachtliches Auslandsvermögen aufbaute – war das Verhältnis mit knapp zehn Prozent am niedrigsten, Deutschland bewegte sich mit etwa fünfzig Prozent im Mittelfeld, während Großbritannien (150 Prozent) und Frankreich (95 Prozent) relativ zu ihrer Wirtschaftsleistung wesentlich mehr Kapital ins Ausland transferiert hatten.

Tab. 1.2: Auslandsanlagen 1900 und 1913 relativ zur Wirtschaftsleistung

| in Milliarden US-Dollar | Forderungen im Jahr 1900 | % des BIP | Forderungen im Jahr 1913 | % des BIP |
|---|---|---|---|---|
| Großbritannien | 12 | 120 | 20 | 147 |
| Frankreich | 5.8 | 92 | 9.1 | 93 |
| Deutschland | 4.8 | 62 | 5.8 | 47 |
| Belgien, Niederlande, Schweiz | | | 4.3 | 144 |
| *Summe der europäischen Gläubiger* | *22.6* | *94* | *38.4* | *81* |
| USA | 0.5 | 3 | 3.5 | 9 |
| *Summe* | *23.1* | *54* | *41.9* | *54* |

Quellen: Woodruff (1966), Tab. IV/3; BIP-Daten siehe Datenanhang.

Die Zahlen beziehen sich auf langfristige Kapitalanlagen. Die Datenlage bei den kurzfristigen Kapitalströmen ist lückenhaft. Während die kurzfristigen Aktiva und Passiva der wichtigsten Zentralbanken annähernd bekannt sind, liegt vor allem das Volumen privater kurzfristiger Kapitalflüsse weiterhin im Dunkeln. Generell wird davon ausgegangen, daß 60 bis 90tägige Handelskredite das Gros kurzfristiger Kapitalbewegungen ausmachten: Sterling-Wechsel, kurzfristige Kredite von Exporteuren an Importeure sowie die direkte Kreditaufnahme bei ausländischen Banken zur Importfinanzierung den Markt dominierten.[99]

Das Volumen kurzfristiger amerikanischer Wechsel wurde auf 500 Millionen Dollar im ersten Jahrzehnt des 20. Jahrhunderts geschätzt.[100] Für Großbritannien wird davon ausgegangen, daß am Vorabend des Krieges etwa zwei Drittel der ausstehenden Bankwechsel in Höhe von etwa 350 Millionen Pfund (oder 1.7 Milliarden Dollar) für Ausländer gezeichnet wurden. Angesichts

[99] Bloomfield (1963), "Short-Term Capital Movements Under the Pre-1914 Gold Standard", 34.

[100] Ibid., 41.

substantieller deutscher und vor allem französischer Forderungen, erscheint alles in allem eine Zahl von etwa drei Milliarden Dollar an kurzfristigen Forderungen realistisch. Das gesamte langfristige und kurzfristige Auslandskapital in der Weltwirtschaft hätte demnach im Jahr 1913 zu laufenden Preisen gut zehn Milliarden Pfund bzw. fünfzig Milliarden Dollar betragen. Aber die Verläßlichkeit dieser Schätzungen ist schwer zu beurteilen.

Eine zentrale Kennzahl für den Vergleich der beiden Globalisierungsphasen ist das Verhältnis der internationalen Investitionen zum BIP der Welt, weil sie die Kapitalverflechtung in Beziehung zur Wirtschaftsleistung setzt. Aber nicht nur der Zähler – das Volumen langfristiger Auslandsinvestitionen –, sondern auch der Nenner, also das BIP der Welt zu Marktpreisen im Jahr 1913/14, ist eine problematische Größe. Denn während BIP-Daten für die meisten Industrieländer und auch für einige wenige periphere Volkswirtschaften rekonstruiert wurden, sind entsprechende Daten für die Mehrzahl der Entwicklungsländer nicht vorhanden. Aus diesem Grund haben vorherige Studien mit einer relativ groben Methode versucht, Näherungswerte für das BIP der Welt zu historischen Zeitpunkten zu gewinnen[101]: Die von Maddison errechneten Daten für die Entwicklung des realen BIP in konstanten und kaufkraftbereinigten Dollars von 1990 wurden mit dem amerikanischen BIP-Deflator auf „historische“ Preise von 1913 zurückgerechnet.[102] Die größte Schwäche dieser Methode liegt darin, daß sie auf der Annahme langfristiger Kaufkraftparität der Wechselkurse beruht. Nur wenn die nominalen Wechselkurse der Entwicklungsländer in etwa den Kaufkraftparitäten entsprachen, kann diese Methode ein verläßliches Bild geben. Trotz dieser Schwäche muß angemerkt werden, daß es angesichts der Datenlücken die einzig praktikable Methode ist, das BIP vieler Entwicklungsländer vor dem Ersten Weltkrieg zu approximieren.

Wenn man auf dieser Grundlage das BIP der Welt im Jahr 1913 berechnet, ergibt sich eine Zahl von rund 210 Milliarden Dollar zu laufenden Preisen. Obstfeld und Taylor meinen daher, daß das Verhältnis des gesamten langfristigen Auslandskapitals zur Wirtschaftsleitung der Welt am Vorabend des Ersten Weltkrieges bei leicht unter zwanzig Prozent gelegen habe.[103] Auch Nicholas Crafts hält

---

[101] Etwa Clemens und Williamson (2004), "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom"; Obstfeld und Taylor (2003a), "Globalization and Capital Markets"; Taylor (2002b), "Globalization, Trade, and Development: Some Lessons From History".

[102] Entsprechende Zeitreihen finden sich in Maddison (1995), *Monitoring the World Economy, 1820-1990;* Maddison (2001), *The World Economy. A Millenial Perspective*.

[103] Siehe auch Obstfeld und Taylor (2003a), "Globalization and Capital Markets".

dies für eine realistische Größenordnung.[104] Allerdings stehen diese Zahlen aufgrund der „heroischen" Annahmen der deflationierten BIP-Schätzung auf relativ schwachen Füßen. Um eine bessere Vorstellung von der Verläßlichkeit der Schätzung zu bekommen, können die deflationierten Zahlen von Maddison mit den historischen BIP-Rekonstruktionen für die Länder verglichen werden, für die solche Zahlen existieren. Dieser Vergleich wurde bisher noch nicht durchgeführt und ergibt einige aufschlußreiche Ergebnisse (Tab.1.3).

Tab. 1.3: Vergleich der historischen und „deflationierten" BIP-Schätzungen für ausgewählte Länder (in Mrd. US-Dollar)

| BIP in 1900 | historisch | deflationiert | % | BIP in 1913 | historisch | deflationiert | % |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| *Entwicklungsländer* | *(1)* | *(2)* | *(1) von (2)* | | *(3)* | *(4)* | *(3) von (4)* |
| Brasilien | 643 | 759 | 85 | Brasilien | 1600 | 1521 | 105 |
| China* | 4100 | 13621 | 30 | Ägypten | 534 | 473 | 113 |
| Ägypten | 292 | 310 | 94 | Indien | 6791 | 15649 | 43 |
| Indien | 4242 | 10803 | 39 | Japan | 2490 | 5486 | 45 |
| Japan | 1199 | 3114 | 39 | Korea | 289 | 1099 | 26 |
| Rußland | 5172 | 9227 | 56 | Rußland | 9562 | 17801 | 54 |
| *Summe* | *15648* | *37834* | *41* | Südafrika | 1545 | 755 | 205 |
| | | | | *Summe* | *22811* | *42784* | *53* |
| *Industrieländer* | | | | | | | |
| Großbritannien | 9982 | 10661 | 94 | Großbritannien | 13205 | 16448 | 80 |
| Frankreich | 6327 | 6762 | 94 | Frankreich | 9560 | 10704 | 89 |
| Deutschland | 7714 | 6355 | 121 | Deutschland | 12447 | 11883 | 105 |
| USA | 18739 | 18739 | 100 | USA | 39682 | 39682 | 100 |
| Andere** | 17571 | 20810 | 84 | Andere** | 29747 | 37323 | 80 |

* späte 1880er Jahre.

** Kanada, Österreich-Ungarn, Belgien, Dänemark, Finnland, Italien, Niederlande, Norwegen, Schweden, Schweiz, Australien, Neuseeland, Argentinien.

Quellen: Siehe Text und Datenanhang.

Der Vergleich läßt erhebliche Zweifel an der Verläßlichkeit der Deflationierungsmethode aufkommen: Insbesondere für Entwicklungsländer zeigt sich eine deutliche Tendenz, das BIP zu Marktpreisen deutlich zu überschätzen. Die Diskrepanzen zwischen beiden Methoden sind generell

[104] Er nennt eine Zahl von 17.5 Prozent im Jahr 1914; siehe Crafts (2000), "Globalization and Growth in the Twentieth Century", 27.

groß, aber gerade bei den bevölkerungsreichen Ländern besonders gravierend. Mit anderen Worten: Die Kaukraftannahme hinter der Deflationierungsmethode scheint die Realität schlecht abzubilden. Es ist nicht schwer, die Ursache hierfür zu identifizieren: Genau wie heute dürften die Währungen der meisten Entwicklungsländer relativ zu ihrer Kaufkraft unterbewertet gewesen sein. Das russische BIP zu Marktpreisen betrug 1913 nur etwa 55 Prozent des Volumens, das die Deflationierungsmethode nahelegt. Das indische und japanische BIP werden um einen Faktor von zwei überschätzt. Für China, das ewige Problemland internationaler BIP-Vergleiche, zeigt sich, daß das BIP zu Marktpreisen nur etwa dreißig Prozent des angenommenen Volumens betrug.

Das Gesamtbild ist daher ernüchternd: Für das gesamte Sample von Entwicklungsländern, für die historische Daten zur Verfügung stehen, betrug das BIP zu historischen Marktpreisen im Jahr 1900 nur etwa vierzig Prozent der deflationierten Kaufkraftschätzungen. Im Jahr 1913 steigt der Prozentsatz auf gut fünfzig, aber dies dürfte in erster Linie der Tatsache geschuldet sein, daß es für dieses Jahr keine Vergleichsdaten für China gibt. Wenn man zudem berücksichtigt, daß das Sample etwa achtzig Prozent (1900) bzw. 54 Prozent (1913) des BIP aller Entwicklungsländer abdeckt[105], ist so gut wie sicher, daß vorherige Studien die Wirtschaftsleistung der weniger entwickelten Länder der Weltwirtschaft stark überschätzt haben. Dementsprechend dürften auch die Zahlen zum Verhältnis der internationalen Anlagebestände in Relation zum Welt-BIP korrekturbedürftig sein. Obwohl es natürlich keine sichere Grundlage für eine Korrektur der BIP-Zahlen der Entwicklungsländer gibt, könnte man doch vermuten, daß die Wirtschaftsleistung nur etwa halb so hoch war, wie die Deflationierung ergibt. Anstelle von rund 83 Milliarden Dollar – nach der Maddison-Methode das aggregierte BIP der peripheren Volkswirtschaften zu Marktpreisen im Jahr 1913 – ist eine Größenordnung von 40-45 Milliarden wesentlich plausibler (Tab. 1.4). Rechnet man das aggregierte BIP der Industrieländer in Westeuropa und Nordamerika hinzu – etwa 110 Milliarden Dollar –, ergibt sich ein Welt-BIP von circa 150-160 Milliarden US-Dollar zu laufenden Preisen statt der oben genannten 210 Milliarden.

Das Verhältnis internationaler Anlagen zum BIP hätte dann eher dreißig Prozent als zwanzig Prozent betragen. Angesichts der großen Datenprobleme ist damit immerhin eine Sicherheit gewonnen: Die verbreitete Auffassung, das Volumen ausländischer Kapitalanlagen habe im Jahr 1913 knapp zwanzig Prozent der Wirtschaftsleistung der Welt betragen, dürfte in jedem Fall eine Untergrenze darstellen. Wahrscheinlich war diese Zahl einige Prozentpunkte höher, in der Nähe von dreißig Prozent.

---

[105] Nach den Zahlen von Maddison (1995), *Monitoring the World Economy, 1820-1990*.

Tab. 1.4: Mögliche Korrektur des Welt-BIP im Jahr 1913

| in Mrd. US-Dollar | deflationiert | Überbewertung, % | Revidiertes BIP | % des Welt-BIP* |
|---|---|---|---|---|
| Reiche Länder | 130 | 5 | 120 | 75 |
| Arme Länder | 80 | 50 | 40 | 25 |
| Welt | 210 | 24 | 160 | 100 |

* zu historischen Marktpreisen.

Quellen: Siehe Text und Datenanhang.

Wenn der Blick nun auf die gegenwärtige Periode finanzieller Globalisierung gerichtet wird, so ist das erste Ziel, eine vergleichbare Zahl für den Gesamtbestand langfristiger Auslandsinvestitionen zu berechnen. Es liegt auf der Hand, daß die Datenbasis wesentlich breiter und wahrscheinlich auch verläßlicher ist, auch wenn angesichts der ungeklärten Diskrepanzen in der Weltzahlungsbilanz eine gewisse Skepsis verbleibt. Ein weiteres Problem entsteht dadurch, daß die Zahlungsbilanzstatistiken des IWF und insbesondere die Statistiken zur internationalen Vermögensposition zur Zeit nur etwa achtzig Länder abdecken.[106] Unter den Volkswirtschaften, für die keine Bestandsdaten an ausländischen Investitionen verfügbar sind, befinden sich wichtige Länder wie China, Indien, Indonesien, Mexiko sowie eine Vielzahl kleinerer afrikanischer und asiatischer Volkswirtschaften. Aus diesem Grund besteht die einzige Möglichkeit, umfassende Vermögensbestände zu erfassen, darin, verschiedene Quellen zu kombinieren. Der Gesamtbestand langfristiger internationaler Anlagen muß dafür unterteilt werden in die vier Komponenten: ausländische Direktinvestitionen, langfristige Portfolioinvestitionen in Schuldtiteln, Bankkredite sowie Portfolioinvestitionen in Aktien. Diese Daten wurden aus folgenden Quellen entnommen:

*Ausländische Direktinvestitionen:* Der Bestand an Direktinvestitionen (Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland) stammt aus dem World Investment Directory der United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD).[107] Für die meisten Industrieländer sind diese Daten zwar auch vom IWF verfügbar, werden dort aber mit ihrem Marktwert bewertet, während die UNCTAD den

[106] International Monetary Fund (2002), *International Investment Positions. A Guide to Data Sources*. Das wiederbelebte Interesse an den Strukturen der internationalen Kapitalverflechtung zeigt sich in einer Reihe von neueren Studien; vgl. Lane und Milesi-Ferretti (1999), "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries"; Lane und Milesi-Ferretti (2003), "International Financial Integration".

[107] United Nations Conference on Aid and Development (UNCTAD) (2003), *World Investment Directory*.

historischen Buchwert zugrunde legt. Um Inkonsistenzen aus den verschiedenen Bewertungen zu vermeiden, wurden diese Daten aus einer einheitlichen Quelle entnommen.

*Langfristige Schuldtitel (Portfolioinvestitionen):* Für 33 Industrieländer wurden die Verbindlichkeiten eines Landes gegenüber dem Ausland aus den IWF-Statistiken zur internationalen Vermögensposition gewonnen. Diese Daten wurden ergänzt durch Verbindlichkeiten von 105 Entwicklungsländern, die aus der Global Development Finance Datenbank der Weltbank stammen.[108]

*Langfristige Bankkredite:* Der Gesamtbestand an internationalen Forderungen der Geschäftsbanken findet sich in den konsolidierten Bankenstatistiken der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ).[109] Diese Zahl beschränkt sich zwar auf Banken, die entsprechende Daten an die BIZ liefern. Aber etwa 90 Prozent der internationalen Kreditvergabe werden erfaßt.[110]

*Aktienbesitz (Portfolioinvestitionen):* Daten zu Portfolioaktieninvestitionen stellt der IWF für Industrieländer zur Verfügung, aber entsprechende Statistiken für Entwicklungsländer befinden sich noch im Aufbau. Es gibt zwei Möglichkeiten, um dennoch eine „globale“ Zahl zu berechnen, die auch die Entwicklungsländer berücksichtigt. Einerseits können die Investitionsflüsse in Entwicklungsländer aufaddiert werden, die von der Weltbank jährlich ermittelt werden[111]; andererseits können die Daten des Coordinated Portfolio Investment Survey des IWF in den Jahren 1997 und 2001 benutzt werden.[112] Dabei handelt es sich zwar um Umfragedaten, aber diese scheinen angesichts der hohen Volatilität von Aktienpreisen verläßlicher als die Aggregierung der Investitionsflüsse.[113]

---

[108] International Monetary Fund (2004), *International Financial Statistics;* World Bank (2003a), *Global Development Finance*.

[109] Bank for International Settlements (2004a), *Consolidated International Banking Statistics*.

[110] Hawkins (2002), "International Bank Lending. Water Flowing Uphill?", 17.

[111] Ein großes Problem bei dieser Methode sind Wertänderungen. Diesen Weg ist dennoch Maddison (2001), *The World Economy. A Millenial Perspective*, 128, gegangen. Die Quelle für Obstfeld und Taylor (2003a), "Globalization and Capital Markets", ist nicht genauer spezifiziert.

[112] International Monetary Fund (1999), *Coordinated Portfolio Investment Survey: Results of the 1997 Survey;* International Monetary Fund (2003b), *Portfolio Investment: Coordinated Portfolio Invesment Survey Data Results*.

[113] Das Gesamtvolumen von Aktieninvestitionen in Entwicklungsländern, das sich aus der Addition der Flüsse wischen 1990 und 2001 ergibt, liegt bei etwa 270 Milliarden US-Dollar, während der CPIS einen Bestand von rund 310 Milliarden am Jahresende 2001 zeigt; International Monetary Fund (2003b), *Portfolio Investment: Coordinated Portfolio Invesment Survey Data Results*.

Was zeigen die Daten? Die Gesamtverbindlichkeiten an Portfolioinvestitionen – Schuldtitel und Aktien – waren in den Jahren 2000 und 2001 mit rund 12.5 Billionen US-Dollar mit Abstand der größte Posten der internationalen Finanzanlagen. An zweiter Stelle kommen ausländische Direktinvestitionen, die am Jahresende 2001 knapp sieben Billionen ausmachten. Langfristige internationale Bankkredite lagen bei knapp vier Billionen, wenn man von den kurzfristigen Verbindlichkeiten absieht. Alle Anlageformen zusammen erreichten Ende 2001 die Summe von rund 23.5 Billionen US-Dollar bzw. gut 27.5 Billion inklusive kurzfristiger Auslandsforderungen der Geschäftsbanken (Tab. 1.5). Die Gesamtbestände an internationalen Finanzanlagen lagen – im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung der Welt von gut 31 Billionen im Jahr 2001 – mit 75 bzw. 88 Prozent mehr als doppelt so hoch wie in der ersten Globalisierung (zwanzig bis dreißig Prozent). Aus dieser Perspektive bestehen keine Zweifel, daß die Kapitalverflechtung der Weltwirtschaft heute weiter fortgeschritten ist als am Anfang des 20. Jahrhunderts.

Das enorme Wachstum der internationalen Finanzverflechtung hat sich in den letzten Jahren weiter fortgesetzt: Zwischen dem Jahresende 2001 und 2003 ist der Bestand an grenzüberschreitenden Krediten der Geschäftsbanken nominal um über dreißig Prozent auf mehr als fünf Billionen Dollar angewachsen.[114] Noch rasanter war die Entwicklung im Anleihemarkt. Der Gesamtbestand an internationalen Schuldtiteln ist um annähernd sechzig Prozent auf über elf Billionen Dollar angewachsen.[115] Aufgrund dieser beachtlichen Wachstumsraten dürfte der globale Bestand an grenzüberschreitenden Investitionen am Ende des Jahres 2003 sehr nahe an oder bereits über der Marke von hundert Prozent des Welt-BIP liegen.

Allerdings findet heute ein bedeutender Teil der internationalen Kreditaufnahme und Anleiheemissionen auf Eigenwährungsbasis statt. So waren zwischen 2001 und 2003 rund vierzig Prozent der internationalen Kredite der Geschäftsbanken in den Währungen der Empfängerländer denominiert.[116] Im internationalen Bondmarkt entfielen zudem über achtzig Prozent der Neuemissionen auf nur zwei Währungen, Euro und Dollar, und ein großer Teil stammte von Emittenten aus diesen Währungsräumen.[117] Die Kapitalverflechtung der Weltwirtschaft ist heute zwar um ein Vielfaches höher, aber auch die Strukturen haben sich verändert, worauf später im Detail einzugehen sein wird.

---

[114] Bank for International Settlements (2004b), "Statistical Annex", Tab. A9.

[115] Ibid., Tab. A81.

[116] Ibid., Tab. A16.

[117] Ibid., Tab. A87.

Tab. 1.5: Gesamtbestände an internationalen Finanzanlagen im Jahr 2000 und 2001

| in Mrd. US-Dollar | 2000 | | | 2001 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | Anteil | vom Welt-BIP | | Anteil | vom Welt-BIP |
| Direktinvestitionen | 6258 | 28% | 20% | 6846 | 29% | 22% |
| Portfolio-Schuldtitel | 6864 | 30% | 22% | 7174 | 31% | 23% |
| Portfolio-Aktien* | 5852 | 26% | 19% | 5374 | 23% | 17% |
| Bankkredite, inkl. kurzfristige | 7850 | 35% | 25% | 8190 | 35% | 26% |
| Bankkredite, ohne kurzfristige | 3686 | 16% | 12% | 3941 | 17% | 13% |
| *Summe, inkl. kurzfristige Kredite* | *26825* | | *85%* | *27584* | | *88%* |
| *Summe, ohne kurzfristige Kredite* | *22661* | | *72%* | *23335* | | *74%* |

* Die Zahlen für die Entwicklungsländer beziehen sich in beiden Spalten auf das Jahresende 2001.
Quellen: Siehe Text und Datenanhang.

## 3. Die Verteilung der globalen Kapitalanlagen zwischen Reich und Arm

Daß der Umfang der weltwirtschaftlichen Kapitalverflechtung heute um ein Vielfaches höher ist als vor 1914, scheint unzweifelhaft. Aber in welchem Maße kam dieser Anstieg den Entwicklungsländern zugute? Die Verteilung der Kapitalanlagen in beiden Globalisierungsperioden ist bisher noch nicht umfassend untersucht worden.[118] Es verwundert daher nicht, daß das Urteil über die entwicklungsökonomische Performance der Globalisierung noch aussteht. Kevin O'Rourke etwa formuliert vorsichtig, daß „late 20th century capital markets do not seem to have done as good a job at channeling savings towards DC's [developing countries] as their late 19th century counterparts".[119] Obstfeld und Taylor werden hingegen deutlicher, wenn sie unterstreichen, daß "today's foreign investment in the poorest developing countries lags far behind the levels attained at the start of the last century."[120]

Ein aussagekräftiger Vergleich der beiden Globalisierungsperioden ist nur dann sinnvoll, wenn eine konsistente Definition von „Entwicklungsländern" zugrunde gelegt werden kann. Die ältere Literatur hat bei der Klassifikation verschiedene Wege beschritten, die es schwer machen, die unterschiedlichen Ergebnisse zu harmonisieren. Vor allem das früher verwendete Konzept von Entwicklungsstadien, die sich in der Nettovermögensposition eines Landes gegenüber dem Ausland

[118] Es finden sich allerdings wichtige Vorarbeite in Obstfeld und Taylor (2003a), "Globalization and Capital Markets", und Twomey (2000), *A Century of Foreign Investment in the Third World.*

[119] O'Rourke (2001), "Globalization and Inequality: Historical Trends", 32.

[120] Obstfeld und Taylor (2004), *Global Capital Markets: Integration, Crisis, Growth*, 241.

wiederfinden – Nettokapitalexporteure galten als entwickelt, während Kapitalimporteure per Definition Entwicklungsländer waren[121] – ist angesichts der Erfahrung massiver US-amerikanischer Kapitalimporte in der jüngsten Vergangenheit kein überzeugendes Modell mehr.

Statt dessen soll hier eine Klassifikation Anwendung finden, die das relative Pro-Kopf-Einkommen eines Landes im Verhältnis zu den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zum zentralen Kriterium macht. Diese Definition ist in ihrer Betonung des relativen Entwicklungsniveaus von der neoklassischen Ökonomie inspiriert, die Kapitalflüsse von Reich nach Arm unter dem Blickwinkel von relativen Differenzen in der Kapitalausstattung betrachtet: Eine Volkswirtschaft wird als „arm" bzw. „weniger entwickelt" eingestuft, wenn ihr Pro-Kopf-Einkommen (in Kaufkraftparitäten zum US-Dollar) weniger als ein Drittel des Durchschnitts der entwickelten Ökonomien in Europa und Nordamerika beträgt. Der Schwellenwert selbst ist an die Kriterien der Weltbank angelehnt; Länder mit einem geringeren Einkommen als etwa ein Drittel der Industrieländer gelten als „low and middle income countries". Der Vorteil dieser Klassifizierung liegt darin, daß in beiden Globalisierungsperioden ein identisches Maß für den Entwicklungsstand von Volkswirtschaften benutzt werden kann.

Für die erste Globalisierungsperiode ist das durchschnittliche Pro-Kopf-Einkommen Großbritanniens, Frankreichs, Deutschlands und der Vereinigten Staaten – also der wichtigsten Kapitalexporteure – der Orientierungswert. In der Gegenwart ist es der Durchschnitt der Mitgliedstaaten der OECD-Länder.[122] Als Stichjahre für die Klassifikation der Länder nach diesem Schema wurden 1900 und 1995 gewählt – als Jahre, die in etwa in der Mitte der jeweiligen Perioden liegen. Im Jahr 1900 hatten die genannten vier Kernökonomien ein BIP pro Kopf von ungefähr 3900 US-Dollar (in Preisen von 1990), so daß alle Länder als wenig entwickelt betrachtet werden können, deren Pro-Kopf-Einkommen unter 1300 Dollar lag. Für 1995 lauten die entsprechenden Schwellenwerte 24000 bzw. 8000 Dollar.[123]

---

[121] Siehe die Diskussion in Eichengreen (1991), "Historical Research on International Lending and Debt"; in diesem Modell entwickeln sich Volkswirtschaften vom internationalen Schuldner zum internationalen Gläubiger. Während das Modell die Entwicklung der Vereinigten Staaten vom größten Schuldner zum größten Gläubiger der Welt in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts gut beschreiben konnte, ist die Umkehrung dieses Prozesses in den 1980er und 1990er Jahren mit diesem Ansatz nicht zu erklären.

[122] Benutzt werden die Weltbank-Daten für die „high income OECD countries".

[123] Angesichts der relativen Definition von Reich und Arm muß das Sample nicht stabil sein. Länder können also damals als reich und heute als arm gelten. Es gibt allerdings nur zwei Länder, die um 1900 Entwicklungsländer waren und heute zu den entwickelten Volkswirtschaften gehören, nämlich Japan und Portugal. Den anderen Weg

Diese Klassifikation basiert somit einzig auf ökonomischen Kriterien. Man mag dies für eine unzulässige Vereinfachung halten. So wird etwa nicht zwischen unabhängigen Ländern und Kolonien unterschieden. Es gibt jedoch eine Reihe von Gründen, zunächst alle anderen Faktoren auszublenden. Zum einen basieren die neoklassischen Modelle auf Unterschieden in der relativen Kapitalausstattung, nicht auf politischen oder institutionellen Faktoren. Im Gegenteil könnte der Vergleich auf der Grundlage rein ökonomischer Faktoren ein Urteil darüber ermöglichen, wie wichtig dritte Faktoren für die Struktur der internationalen Kapitalverflechtung sind. Zum anderen lautet der Tenor der jüngsten Forschungen, daß der europäische Imperialismus eine eher unwichtige Rolle für die finanzielle Globalisierung vor 1914 gespielt hat.[124] Michael Clemens und Jeffrey Williamson etwa ziehen folgende Schlußfolgerung: „Our results leave no doubt whatsoever that markets mattered far more than flag for private-sector British investment heading abroad."[125]

Ein Blick auf die Samples zeigt, daß in beiden Perioden ein vergleichbarer Teil der Weltbevölkerung und der Weltproduktion aus Entwicklungsländern kam (Tab. 1.6). Im Jahr 1913 produzierten die fünfzig Länder, für die Angus Maddison detaillierte Zeitreihen berechnet hat[126], zirka 93 Prozent des Weltsozialprodukts.[127] Dreißig der fünfzig Länder verfügten über ein BIP pro Kopf, das weniger als 1300 Dollar im Jahr 1900 ausmachte. Für das Gegenwartssample steigt die Abdeckung auf 98 Prozent; nur Länder mit weniger als eine Million Einwohnern blieben aus praktischen Gründen unberücksichtigt. 105 der 138 Länder fallen hier unter unsere Definition von relativer Kapitalarmut. Allerdings entstammt heute nur ein leicht höherer Teil des Weltsozialproduktes (zu Kaufkraftparitäten) aus armen Ländern, nämlich 42 Prozent im Jahr 2000 im Vergleich zu 38 Prozent im Jahr 1913.

---

hat Argentinien beschritten, das vor 1914 zu den reichsten Ländern gehörte, aber in den 1990er Jahren nur noch zu den (wohlhabenderen) Entwicklungsländern zählte.

[124] Obstfeld und Taylor (2004), *Global Capital Markets: Integration, Crisis, Growth*, 244.

[125] Clemens und Williamson (2004), "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom", 332.

[126] Alle BIP-Daten sowie Daten zum Pro-Kopf-Einkommen stammen aus Maddison (1995), *Monitoring the World Economy, 1820-1990* und Maddison (2001), *The World Economy. A Millenial Perspective*.

[127] Maddison (2001), *The World Economy. A Millenial Perspective*, 66.

Tab. 1.6: Entwickelte und weniger entwickelte Länder in der Weltwirtschaft (1913 ggü. 2000)

| Sample | 1913 | | 2000 | |
|---|---|---|---|---|
| | arme Länder | reiche Länder | arme Länder | reiche Länder |
| Anzahl der Länder | 28 | 22 | 105 | 33 |
| Bevölkerung (Mrd.) | 1.38 | 0.41 | 4.88 | 1.18 |
| Anteil an der Gesamtbevölkerung, % | 77 | 23 | 81 | 19 |
| Anteil am Welt-BIP, %* | 38 | 62 | 42 | 58 |
| BIP pro Kopf (konst. 1990 USD) | 747 | 4097 | 2994 | 17377 |

* zu Kaufkraftparitäten.
Anm.: Klassifikation basiert auf einem BIP pro Kopf Schwellenwert für das Jahr 1900 bzw. 1995.
Siehe Erläuterungen im Text.
Quellen: Siehe Text und Datenanhang.

Welcher Teil der internationalen Investitionen entfiel – auf der Grundlage dieser Klassifikation - in beiden Perioden auf Entwicklungsländer? Für das Jahr 1913 kann die Verteilung von 42 Milliarden US-Dollar (zu historischen Preisen) der insgesamt 45 Milliarden nachvollzogen werden, das heißt für mehr als neunzig Prozent des Auslandskapitalbestands. Zirka 20 Milliarden davon waren im Jahr 1913 in weniger entwickelten Weltregionen plaziert – sogar ohne Argentinien und Chile, die ein relativ hohes Pro-Kopf-Einkommen hatten (Tab. 1.7). Dies entspricht etwa 45 Prozent der gesamten Finanzanlagen bzw. 48 Prozent des Bestandes, für den detaillierte Statistiken verfügbar sind. Beide Zahlen sind deutlich höher als die Schätzungen von Obstfeld und Taylor, die von 13 Milliarden im Jahr 1914 ausgehen und daher nur einen Anteil von 29 Prozent errechnen.[128] Es ist leider nicht nachzuvollziehen, wie die dort genannte Zahl von 13 Milliarden zustande kommt.[129] Da die hier präsentierte Schätzung eine erhebliche Korrektur der bisherigen Annahmen bedeuten würde, sind einige weiterführende Überlegungen notwendig.

[128] Obstfeld und Taylor (2004), *Global Capital Markets: Integration, Crisis, Growth*, 52.

[129] Die angegebene Quelle sind „unveröffentlichte Arbeitspapiere“ von Prof. Michael Twomey, University of Michigan at Dearborn. Prof. Twomey hat aber auf Anfrage bestätigt, daß auch im Spiegel seiner Daten zwanzig Milliarden eine realistische Größe darstellen.

Tab. 1.7: Verteilung der internationalen Investitionsbestände (Forderungen) im Jahr 1913/14

| Millionen US-Dollar | Großbritannien | Frankreich | Deutschland | USA | Andere* | Alle** |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Afrika | 2348 | 900 | 500 | | | 3748 |
| % | 12 | 10 | 9 | | | |
| Asien | 3266 | 550 | 250 | 50 | | 4116 |
| % | 17 | 6 | 4 | 1 | | |
| Europa (weniger entwickelt) | 773 | 3496 | 1290 | | | 5559 |
| % | 4 | 39 | 22 | | | |
| Lateinamerika (weniger entwickelt) | 1528 | 1150 | 700 | 1425 | | 4803 |
| % | 8 | 13 | 12 | 41 | | |
| Summe (weniger entwickelt) | 7916 | 6096 | 2740 | 1475 | 2000 | 20227 |
| % | 41 | 69 | 47 | 42 | 47 | 48 |
| *Insgesamt* | *19316* | *8875* | *5818* | *3500* | *4300* | *41809* |

* Belgien, Niederlande, Schweiz.
** Nur die Gesamtsumme erfaßt die Anlagen Belgiens, der Schweiz und der Niederlande.

Anmerkung: Die Angaben berücksichtigen nicht Investitionen, die nicht zugeordnet werden konnten, und beziehen sich nur auf Länder, für die die Verteilung der Kapitalanlagen bekannt ist. Für Belgien, die Niederland und die Schweiz wurde angenommen, daß die geographische Verteilung der Auslandsinvestitionen der des Deutschen Reiches entsprach; für die USA wird unterstellt, daß die Hälfte des "other investment" in Lateinamerika nach Woodruff (1966) nicht nach Argentinien, Uruguay oder Chile ging.

Quellen: Woodruff (1966) und Feis (1930). Definition der Entwicklungsländer gemäß Text.

Angesichts der Unsicherheiten, mit denen die alten Bestandsschätzungen von Paish und Feis behaftet sind, bietet es sich an, diese Statistiken mit den jüngst von Irving Stone publizierten Flußdaten zu britischen Auslandskapitalanlagen zu vergleichen. Da Großbritannien mit Abstand der größte Kapitalexporteur in der Zeit vor dem Ersten Weltkrieg war, könnten die Zahlen die Plausibilität der Schätzung bestätigen. In der Tat unterstützt der Vergleich der kumulierten Kapitalflüsse aus Großbritannien mit den alten Bestandsschätzungen die These, daß der Anteil von Entwicklungsländern an den Investitionsströmen vor 1914 eher unterschätzt wurde (Tab. 1.8). Sowohl im Hinblick auf das Gesamtvolumen als auch auf die Verteilung der britischen Auslandsanlagen zeigen die Daten von Stone einen Anteil der Entwicklungsländer von 39 Prozent, also nur geringfügig niedriger als die 42 Prozent, die die Bestandsstatistiken ausweisen. Angesichts häufigerer Zahlungsausfälle (und damit Kapitalverlusten) hätte man zwar das Gegenteil erwarten können, aber wenn man bedenkt, daß die Flußdaten für viele arme britische Kolonien in Afrika und Asien lückenhaft sind, bleibt die Zahl plausibel.

Dennoch existieren im Detail einige Abweichungen, insbesondere im Hinblick auf britische Investitionen in Europa und Asien. Für Europa weisen die Kapitalflüsse einen deutlich höheren Anteil aus (11.7 Prozent gegenüber. 5.6 Prozent in den Bestandsstatistiken). Britische Anlagen in Österreich, Italien und Rußland könnten etwas höher gewesen sein, was im übrigen Feis' Zweifel an Paishs

ursprünglichen Schätzungen nachträglich bestätigt.[130] Im Fall Asiens ergibt sich die Frage, ob die Revision der asiatischen Investitionszahlen, die Woodruff vorgenommen hat, berechtigt waren: Der Anteil an den Kapitalflüssen war um 3.5 Prozentpunkte niedriger. Einzelne Länderstudien haben jedoch umfangreiche britische Investitionen in China bestätigt.[131] Die Diskrepanz bei den afrikanischen Investitionen kann wahrscheinlich durch Lücken im Ländersample von Stone erklärt werden, da die westafrikanischen Kolonien nicht aufgeführt sind.[132] Alles in allem aber bestätigen die Zahlen von Stone das Bild der älteren Statistiken: Rund vierzig Prozent der britischen Finanzanlagen gingen in arme Länder. Da der Anteil der Entwicklungsländer in den britischen Kapitalexporten im Vergleich zu Frankreich und Deutschland eher am unteren Ende lag, erscheint es durchaus plausibel, daß die globale Zahl am Vorabend des Weltkrieges deutlich über vierzig, vielleicht näher an fünfzig Prozent lag.[133]

---

[130] Feis (1965 [1930]), *Europe, The World's Banker 1870-1914*, 23.

[131] Svedberg (1978), "The Portfolio-Direct Composition of Private Foreign Investment in 1914 Revisited".

[132] Die Bestandsstatistiken scheinen nicht nur den Anteil Europas leicht zu unterschätzen und den Anteil Asiens unter Umständen leicht zu überschätzen, sondern auch Investitionen im britischen Empire etwas zu hoch anzusetzen. Nach den Bestandszahlen verblieben 46 Prozent aller Anlagen im Empire, während die Daten von Stone nur 42 Prozent ausweisen (einschließlich Ägypten für beide). Teilweise läßt sich diese Differenz mit dem kleineren Sample, teilweise aber auch mit hohen Direktinvestitionen in Südafrika erklären, die nicht über die Londoner Börse abgewickelt wurden. Eine andere Interpretation stammt von Ferguson: Er argumentiert, daß Investitionen im Empire eine „no-default guarantee“ trugen (Ferguson (2003a), "The City of London and British Imperialism: New Light on an Old Question"). Da unabhängige Länder öfter zahlungsunfähig wurden, könnte dies ebenfalls den höheren Anteil des Empire an den Beständen im Jahr 1914 erklären.

[133] Die Daten für das Jahr 1900 sind weitaus lückenhafter. Für Deutschland gibt es für dieses Jahr keine geographische Verteilung. Eine kurze Überblicksrechnung, basierend auf Woodruff (1966), *The Impact of Western Man*, zeigt folgenden Anteil kapitalarmer Länder an den Auslandsinvestitionen: Großbritannien dreißig Prozent, Frankreich siebzig Prozent, USA sechzig Prozent. Insgesamt dürften bereits 1900 zirka 40-45 Prozent der Gesamtbestände in weniger entwickelten Ländern investiert gewesen sein.

Tab. 1.8: Vergleich der Bestands- und Flußstatistiken für britische Finanzanlagen

| Millionen Pfund von 1913 | Kapitalflüsse (1865-1914) | % der Gesamtflüsse | Bestände in 1913/14 | % der Gesamtbestände |
|---|---|---|---|---|
| Europa | 478 | 11.7 | 224 | 5.6 |
| Österreich-Ungarn | 41 | 1.0 | 8 | 0.2 |
| Dänemark | 10 | 0.3 | 11 | 0.3 |
| Frankreich | 60 | 1.5 | 8 | 0.2 |
| Deutschland | 26 | 0.6 | 6.4 | 0.2 |
| Griechenland | 22 | 0.5 | | |
| Italien | 46 | 1.1 | 12.5 | 0.3 |
| Norwegen | 18 | 0.4 | | |
| Portugal* | 11 | 0.3 | 8.1 | 0.2 |
| Rußland* | 145 | 3.6 | 110 | 2.8 |
| Serbien* 1) | 0.3 | 0.0 | 17 | |
| Spanien | 36 | 0.9 | 19 | 0.5 |
| Schweden | 18 | 0.4 | | |
| Türkei* | 44 | 1.1 | 24 | 0.6 |
| Nordamerika | 1334 | 32.8 | 1448 | 36.4 |
| USA | 898 | 22.0 | 873 | 22.0 |
| Kanada | 436 | 10.7 | 575 | 14.5 |
| Lateinamerika | 829 | 20.3 | 731 | 18.4 |
| Argentinien | 380 | 9.3 | 319.6 | 8.0 |
| Brasilien* | 185 | 4.5 | 148 | 3.7 |
| Chile* | 67 | 1.7 | 61 | 1.5 |
| Kolumbien* | 8 | 0.2 | | |
| Kuba* | 28 | 0.7 | 33.2 | 0.8 |
| Mexiko* | 89 | 2.2 | 99 | 2.5 |
| Peru* | 38 | 0.9 | 34.2 | 0.9 |
| Uruguay | 34 | 0.8 | 36.1 | 0.9 |
| Ozeanien | 467 | 11.5 | 416 | 10.5 |
| Australien | 376 | 9.2 | 349 | 8.8 |
| Neuseeland | 91 | 2.2 | 67 | 1.7 |
| Asien | 555 | 13.6 | 672 | 16.9 |
| Burma* | 10 | 0.2 | | |
| Ceylon* | 19 | 0.5 | | |
| China* | 80 | 2.0 | 123 | 3.1 |
| Indien* 2) | 347 | 8.5 | 378.8 | 9.5 |
| Indonesien * | 7 | 0.2 | 41 | 1.0 |
| Japan* | 85 | 2.1 | 102 | 2.6 |
| Malaysia/Straits-Settlements* | | | 27.3 | 0.7 |
| Philippinen* | 4 | 0.1 | | |
| Thailand/Siam* | 4 | 0.1 | | |
| Afrika | 410 | 10.1 | 483 | 12.2 |
| Ägypten* | 71 | 1.7 | 45 | 1.1 |
| Rhodesien* | 51 | 1.3 | | |
| Südafrika* | 288 | 7.1 | 370 | 9.3 |
| Br. Ost- and Zentralafrika* | | | 31 | 0.8 |
| Br. Westafrika* | | | 37 | 0.9 |
| Britisches Empire | 1698 | 42 | 1880 | 46 |
| Entwicklungsländer | 1602 | 39 | 1666 | 42 |
| Welt | 4073 | 100 | 3974 | 100 |

* Entwicklungsländer gemäß Definition.
1) alle Balkanländer für die Bestandsgrößen; 2) inklusive Ceylon für die Bestandsgrößen; 3) *de facto* eine Kolonie.
Quellen: Stone (1999) für Kapitalflüsse sowie Feis (1965) und Woodruff (1966) für Bestände.

Die Feinheiten der Verteilung der Kapitalanlagen im späten 19. und frühen 20. Jahrhundert werden durch die enormen Kontraste zum späten 20. Jahrhundert relativiert. Selbst substantielle Revisionen an den historischen Daten würden an den grundlegenden Differenzen zur Gegenwart kaum etwas ändern: Im Jahr 2000 betrugen die Gesamtbestände an ausländischen Finanzanlagen in Entwicklungsländern knapp 2800 Milliarden Dollar bzw. 2900 am Jahresende 2001 (Tab. 1.9). Verglichen mit den globalen Beständen von rund 23 Billionen Dollar entsprechen die Verbindlichkeiten der Entwicklungsländer heute nur noch zwölf Prozent der Gesamtsumme, im Gegensatz zu den eben errechneten vierzig bis fünfzig Prozent vor 1914. In historischer Perspektive sind die Entwicklungsländer als Gruppe – gemessen an ihrer Integration in den globalen Kapitalmarkt – im heutigen Markt marginalisiert.

Tab. 1.9: Internationale Investitionsbestände am Jahresende 2000 und 2001

| Verbindlichkeiten in Mrd. US-Dollar (Jahresende) | Bestand 2000 | % des Bestandes | % der Anlagen | Bestand 2001 | % des Bestandes | % der Anlagen |
|---|---|---|---|---|---|---|
| *Industrieländer** | *19892* | *87.8* | | *20414* | *87.5* | |
| Portfolio-Schuldtitel | 6422 | 28.3 | 93.6 | 6731 | 28.8 | 93.8 |
| Portfolio-Aktie | 5544 | 24.5 | 94.7 | 5066 | 21.7 | 94.3 |
| Bankkredite (langfristig) | 3137 | 13.8 | 85.1 | 3422 | 14.7 | 86.8 |
| Direktinvestitionen | 4789 | 21.1 | 76.5 | 5195 | 22.3 | 75.9 |
| *Entwicklungsländer* | *2769* | *12.2* | | *2921* | *12.5* | |
| Portfolio-Schuldtitel | 442 | 2.0 | 6.4 | 444 | 1.9 | 6.2 |
| Portfolio-Aktien** | 308 | 1.4 | 5.3 | 308 | 1.3 | 5.7 |
| Bankkredite (langfristig) | 549 | 2.4 | 14.9 | 520 | 2.2 | 13.2 |
| Direktinvestitionen | 1469 | 6.5 | 23.5 | 1650 | 7.1 | 24.1 |
| *Welt* | *22661* | *100.0* | | *23335* | *100.0* | |

* Summe von 29 Ländern; Werte für 2001 für Irland, Korea, Singapur.
** Die Daten beziehen sich auf das Jahresende 2001 – aus International Monetary Fund (2003b). Es wurde davon ausgegangen, daß das gesamte „unallocated investment" in Entwicklungsländern plaziert wurde.
Quellen: siehe Text und Datenanhang.

Das gleiche Bild zeigt sich auch dann, wenn eine einfache geographische Verteilung nach Kontinenten – etwa im Sinne des Zentrum-Peripherie-Ansatzes der Wirtschaftsgeographie – zugrunde gelegt wird (Tab. 1.10). Die gegenwärtige Globalisierung ist in erster Linie ein ökonomischer Prozeß, der sich zwischen reichen Ländern abspielt: In Westeuropa waren vor 1914 nicht einmal 15 Prozent der gesamten Investitionen plaziert; heute ist jeder zweite internationale Dollar dort angelegt. Der Anteil Nordamerikas – also der Vereinigten Staaten und Kanadas – ist mit gut einem Viertel der weltweiten Kapitalanlagen in etwa stabil geblieben, ebenso wie der Asiens (einschließlich Japans) mit gut zehn Prozent in beiden Perioden. Im historischen Vergleich ist hingegen die finanzielle Desintegration Osteuropas (einschließlich der Türkei), Afrikas und Lateinamerikas auffällig. Der

Anteil dieser Regionen an den internationalen Investitionen ist von über vierzig Prozent am Vorabend des Ersten Weltkrieges auf weniger als zehn Prozent in der Gegenwart gefallen.

Tab. 1.10: Geographische Verteilung der Auslandsinvestitionen

| % der Gesamtbestände | 1913/14 | 2001 | Veränderung, %-Punkte |
|---|---|---|---|
| Westeuropa* | 13.3 | 50.4 | 37.0 |
| Ost- und Südosteuropa** | 13.9 | 1.6 | -12.3 |
| Afrika | 9.9 | 1.1 | -8.7 |
| Asien | 9.5 | 8.6 | -0.9 |
| Lateinamerika* | 20.3 | 5.1 | -15.2 |
| Nordamerika* | 25.2 | 28.3 | 3.1 |
| Japan | 2.0 | 3.3 | 1.3 |
| Australien und Neuseeland | 5.6 | 1.7 | -3.9 |

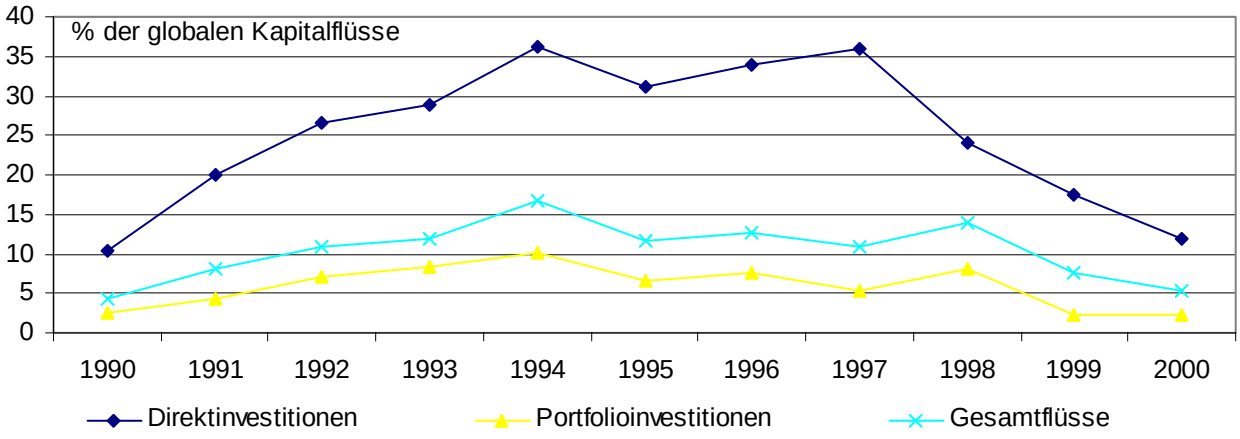
*Ohne Kredite an "off-shore" Finanzzentren.
** Einschließlich der Türkei.

Quellen: Für 1913/14 Feis (1930) und Woodruff (1966); für 2001: UNCTAD (2003) für Direktinvestitionen, Bank for International Settlements (2004a) für langfristige Bankkredite und International Monetary Fund (2003b) für den Bestand an Portfolioinvestitionen.

Bevor aus diesen Ergebnissen auf den historisch-relativen Mißerfolg der zweiten Globalisierung bei der Einbindung kapitalarmer Ökonomien in den Kapitalmarkt geschlossen werden kann, ist noch zu überprüfen, ob unter Umständen die Flußdaten das Bild verändern. Viele Entwicklungsländer haben erst in den 1990er Jahren den Kapitalverkehr liberalisiert, so daß sich eine Dynamik hätte entwickeln können, die in Bestandsgrößen noch nicht voll erfaßt ist. Ändert sich die Grundaussage, wenn die Dynamik der Kapitalflüsse einbezogen wird? Die Antwort ist eindeutig: Sie tut es nicht.

Der Anteil kapitalarmer Länder an den globalen Flüssen von Direkt- und Portfolioinvestitionen lag im Mittel der 1990er Jahre bei zehn Prozent (Abb. 1.1). Entwicklungsländer waren mit gut einem Viertel der Flüsse wiederum überproportional in den internationalen Direktinvestitionen vertreten, was die gängige Auffassung vom größten entwicklungsökonomischen Nutzen dieser Anlageform bestätigt. Der Anteil armer Volkswirtschaften an den eigentlichen Kapitalmarktflüssen lag durchweg niedriger und kollabierte nach der Asien- und Rußlandkrise von 1998. Seit 1999 machten Portfolioinvestitionen in allen Entwicklungsländern zusammen nur noch zwei Prozent des globalen Volumens aus. Während vor 1914 jedes zweite international mobile britische Pfund kapitalarme Länder erreichte, fand in der zweiten Globalisierung nur noch jeder zehnte mobile Dollar den Weg in eine Region, in der die Kapitalproduktivität vermeintlich höher ist.

Abb. 1.1: Anteil von Kapitalflüssen in Entwicklungsländer an den gesamten Kapitalflüssen (1990-2000)




Quellen: Siehe Datenanhang.

## 4. Nettokapitalflüsse zwischen Reich und Arm

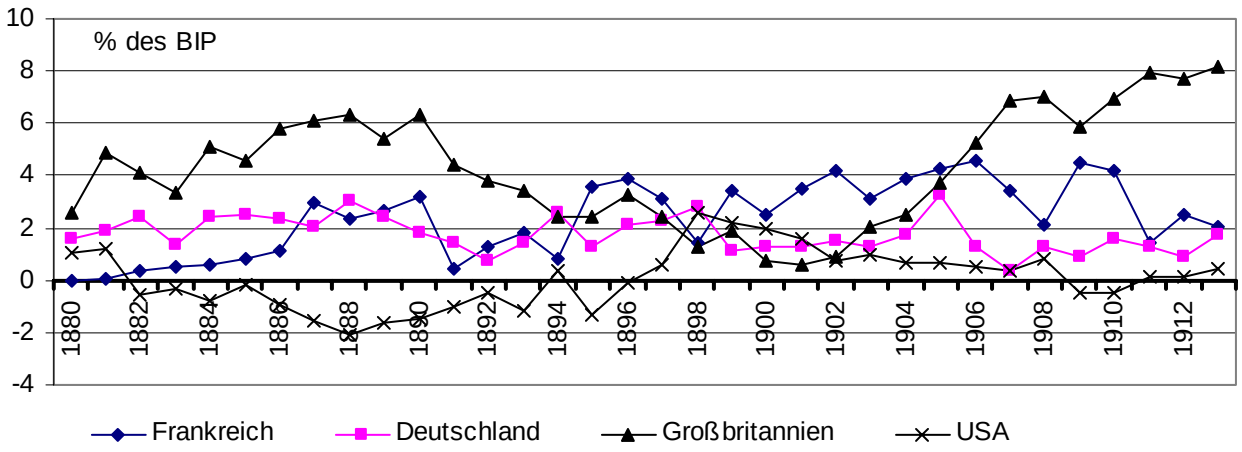
Aus entwicklungsökonomischer Perspektive ist der Umfang des Nettokapitaltransfers von Reich nach Arm ein entscheidendes Kriterium für den Erfolg der finanziellen Globalisierung. In einer Weltwirtschaft, die den neoklassischen Lehrbüchern gehorcht, würde der globale Finanzmarkt als ein gigantischer Finanzintermediär die Ersparnisse der kapitalreichen Länder in produktive Investitionen in kapitalarmen Ländern lenken. Bis sich die Produktivität des Kapitals in allen Weltregionen angeglichen hat, wären massive Nettokapitalflüsse von Reich nach Arm zu erwarten.

Daß vor 1914 die Leistungsbilanzüberschüsse der wichtigsten europäischen Volkswirtschaften erstaunlich hoch waren, ist eine gut bekannte Tatsache. Großbritanniens Überschuß etwa betrug zwischen 1890 und 1913 im Mittel gut vier Prozent des BIP und erreichte am Vorabend des Ersten Weltkrieges fast zehn Prozent. In Frankreich waren es zwischen zwei und drei Prozent (Abb. 1.2).[134]

[134] Ein wichtiges Problem bei den Leistungsbilanzdaten für die Zeit vor 1914 ist die Behandlung von monetären und nicht-monetären Goldexporten in den Standardquellen wie Mitchell (1992), *International Historical Statistics: Europe 1750-1988*. Jones und Obstfeld haben die Leistungsbilanzen von dreizehn Ländern unter diesem Blickwinkel neu berechnet und haben für einige Länder – vor allem Australien, Frankreich und Rußland – erhebliche Revisionen vorgeschlagen. Die Autoren bemerken aber: „It is often impossible to classify a particular gold transaction as either monetary or non-monetary" (Jones und Obstfeld (1997), "Saving, Investment, and Gold: a Reassessment of Historical Current Account Data", 2). Trotz dieser Probleme werden im folgenden die Zahlen von Mitchell benutzt, um eine einheitliche Datenquelle zugrunde zu legen. Unter den

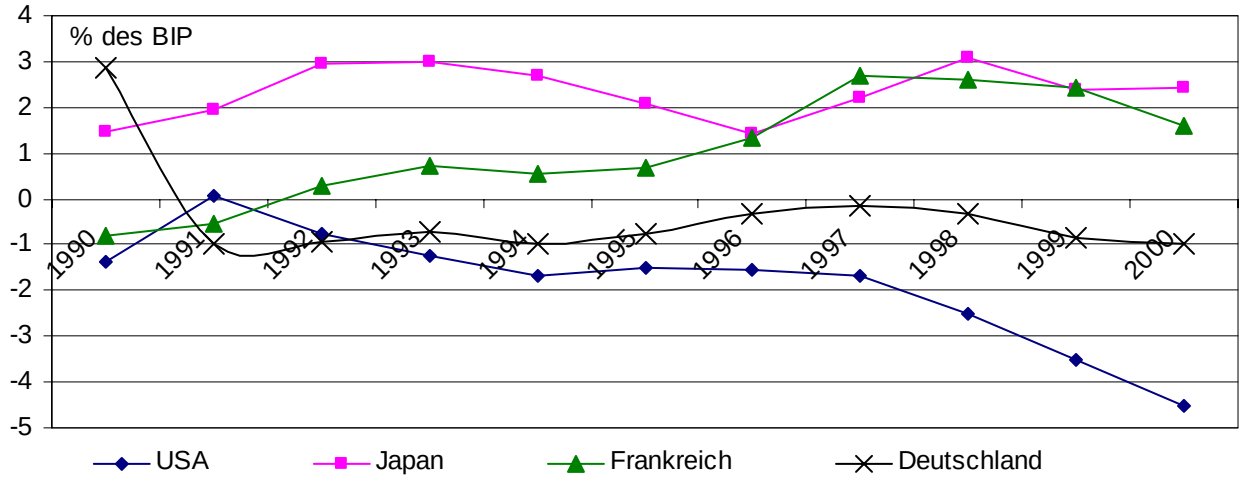
Auch die Defizite der wichtigsten Kapitalimporteure waren über viele Jahre hoch.[135] Im Mittel betrug Kanadas Leistungsbilanzdefizit zwischen 1890 und 1913 fast neun Prozent des BIP. In der Gegenwart sind die Leistungsbilanzüberschüsse der großen Industrieländer hingegen wesentlich niedriger oder sogar substantiellen Defiziten gewichen (Abb. 1.3).

Abb. 1.2: Leistungsbilanzsalden der vier größten Volkswirtschaften 1880-1913




Quellen: Siehe Datenanhang.

Abb. 1.3: Leistungsbilanzsalden der vier größten Volkswirtschaften 1990-2000




Quellen: Siehe Datenanhang.

---

großen Ökonomien ist nur Frankreich betroffen. Eine Diskussion der Leistungsbilanzstatistiken für das 19. Jahrhundert findet sich auch in Edelstein (1982), *Overseas Investment in the Age of High Imperialism*, 17.

[135] Taylor (2002a), "A Century of Current Account Dynamics".

Ungleichgewichte der Leistungsbilanzen sagen aber noch wenig über den Umfang der Entwicklungsfinanzierung im engeren Sinne aus, das heißt über Nettokapitalflüsse von Reich nach Arm. Vielmehr wäre auch denkbar, daß vor 1914 Großbritannien, Frankreich und Deutschland in erster Linie die Defizite der relativ wohlhabenden Einwanderungsländer (wie Argentinien, Kanada oder die USA) finanzierten. Prinzipiell gibt es zwei Methoden, den Umfang der Nettokapitalflüsse in Entwicklungsländer zu bestimmen: Zum einen die direkte Methode, welche alle Finanzanlagen – Zuflüsse und Abflüsse in der Kapitalbilanz – eines Jahres saldiert. Zum anderen die indirekte Methode, die von der Leistungsbilanz ausgeht, die per Definition der um Reserveänderungen bereinigten Kapitalbilanz entsprechen muß. Beide Methoden haben ihre Vor- und Nachteile. Die Datenanforderungen für die direkte Methode sind generell höher, weil eine Vielzahl von oft schwer zu erfassenden Finanztransaktionen berücksichtigt werden muß. Die Leistungsbilanzen können in der Regel unkomplizierter berechnet werden, lassen aber in der Regel keinen Aufschluß über die Herkunft der Kapitalimporte (bzw. die Verteilung der Kapitalexporte) zu. Beiden Methoden gemein ist das Problem, daß oft eine erhebliche statistische Diskrepanz zwischen Kapital- und Leistungsbilanz bestehen bleibt, deren Ursache sowohl in unerfaßten Kapitalflüssen als auch in unvollständig berichteten Posten in der Leistungsbilanz liegen kann.

Die direkte Methode, also die Saldierung von Zu- und Abflüssen, scheidet hier schon deshalb aus, weil die historische Datenbasis unvollständig ist. Statt dessen muß das Volumen der Nettokapitalbewegungen zwischen Reich und Arm über die Leistungsbilanzsalden geschätzt werden. Dabei soll ein Ansatz verwendet werden, der zwar konzeptionell vergleichsweise einfach, aber dennoch aufschlußreich ist, weil er erlaubt, die Nettokapitalimporte der Entwicklungsländer auch ohne detaillierte Kapitalbilanzdaten zu schätzen: Auf der Grundlage der bereits diskutierten Klassifikation der Volkswirtschaften in entwickelte und weniger entwickelte Länder kann man die Nettokapitalflüsse in der Weltwirtschaft im Rahmen eines Zwei-Länder-Modells ermitteln – als Nettokapitalbewegungen zwischen einem reichen und einem armen Teil der Weltwirtschaft. In einem solchen Modell entsprechen die Leistungsbilanzüberschüsse der einen Ländergruppe den Defiziten der anderen. Die aggregierten Leistungsbilanzüberschüsse der reichen Volkswirtschaften gleichen insofern – mit umgekehrtem Vorzeichen – den Nettokapitalimporten der Entwicklungsländer. Anders gesagt, indem die reichen europäischen, nordamerikanischen und australischen Volkswirtschaften als ein großer Wirtschaftsraum betrachtet werden, können die Defizite und Überschüsse zwischen den einzelnen Ländern miteinander verrechnet werden. Der verbleibende Saldo entspricht der Leistungsbilanz der reichen Länder mit dem Rest der Welt – also den Entwicklungsländern. Dadurch ist man in der Lage, aus den verhältnismäßig gut dokumentierten Leistungsbilanzdaten der entwickelten Länder auf den Nettokapitaltransfer in kapitalarme Länder zu schließen. Ein praktischer Nachteil liegt aber darin, daß

die Ergebnisse von der Qualität der globalen Leistungsbilanzstatistiken abhängen. Letztere zeigen trotz der Bemühungen der internationalen Organisationen um korrekte Erfassung auch in der Gegenwart kontinuierlich ein umfangreiches Leistungsbilanzdefizit der Weltwirtschaft mit sich selbst.

Zunächst der Vergleich der aggregierten Leistungsbilanzüberschüsse (abzüglich der Veränderungen der Währungsreserven) der reichen Länder in beiden Perioden: Die zehn entwickelten Länder im historischen Sample haben vor 1914 im Jahresmittel Kapital in Höhe von 1.5 Prozent ihres BIP in die Peripherie exportiert (Tab. 1.11). Zwar haben einige wohlhabende Volkswirtschaften – wie Australien und Kanada sowie in der ersten Hälfte der 1890er Jahre auch die USA – große Mengen an Kapital importiert, aber die hohen Überschüsse der anderen Länder – allen voran die Großbritanniens – genügten, um die aggregierte Leistungsbilanz der reichen Länder in positivem Terrain zu halten.

Der Kontrast zur Zeit nach 1990 ist wiederum stark, jenseits aller Datenprobleme: Auf der Grundlage der Leistungsbilanzsalden der Industrieländer, die der IWF berechnet, waren die entwickelten Volkswirtschaften im Mittel der Jahre 1990 bis 2000 Nettokapitalimporteure – nicht Kapitalexporteure (Tab. 1.11, I). Mit anderen Worten hat die finanzielle Globalisierung der 1990er den Kapitalstock der Entwicklungsländer eher reduziert als erhöht. Wenn man allerdings die aggregierte Leistungsbilanz der Entwicklungsländer zugrunde legt, ändert sich das Bild leicht: Nun scheint es doch zu geringen Nettokapitaltransfers aus den entwickelten Volkswirtschaften gekommen zu sein, und zwar im Mittel in Höhe von etwa 0.5 Prozent des BIP der kapitalreichen Länder oder rund 100 Milliarden Dollar (Tab. 1.11, II). Der Unterschied von einem Prozentpunkt geht zurück auf die bereits erwähnten Diskrepanzen in den Leistungsbilanzstatistiken. Aber selbst wenn man die letzte Zahl für realistischer hält – obwohl es unwahrscheinlich ist, daß die Fehler in der Statistik nur auf der Seite der Industrieländer liegen – waren die Nettokapitalexporte in die Entwicklungsländer im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung der Industrieländer etwa zwei bis dreimal niedriger als vor 1914.[136]

[136] Da keine Zeitreihen für das BIP der Entwicklungsländer vor 1914 existieren, ist es leider nicht möglich, das Volumen der Nettokapitalflüsse im Verhältnis zum BIP der Entwicklungsländer zu bestimmen. Wir sind daher auf Bestandsgrößen angewiesen. Dazu siehe unten.

Tab. 1.11: Nettokapitalexporte der Industrieländer, 1890-1913 ggü. 1990-2000

| Durchschnitt der Periode, % des BIP | | | (1) | (2) |
|---|---|---|---|---|
| 1890-1894 | 0.9 | 1990-1995 | -0.4 | 0.6 |
| 1895-1899 | 1.5 | 1996-2000 | -0.4 | 0.4 |
| 1900-1904 | 1.3 | | | |
| 1905-1909 | 1.6 | | | |
| 1910-1913 | 1.2 | | | |
| *1890-1913* | *1.4* | *1990-2000* | *-0.4* | *0.5* |

Anmerkung: Nettokapitalexporte entsprechen der aggregierten Leistungsbilanz abzüglich von Reservezuwächsen. Die Diskrepanz zwischen (I) und (II) geht auf Fehler in der Zahlungsbilanzstatistik zurück.
(1) = Berechnet anhand der Leistungsbilanzen der reichen Länder.
(2) = Berechnet anhand der Leistungsbilanzen der Entwicklungsländer.
Quellen: Siehe Text und Datenanhang.

Solche aggregierten Daten müssen vorsichtig interpretiert werden. In vielerlei Hinsicht verbergen sie ebenso viele wichtige Informationen wie sie preisgeben. Alles in allem scheint es jedoch angemessen, davon auszugehen, daß die Nettokapitalbewegungen in der gegenwärtigen Globalisierung auf einem historisch niedrigen Niveau liegen. An dieser Feststellung ändert sich im übrigen auch dann nichts, wenn geringfügige Änderungen an der Länderklassifikation vorgenommen werden, etwa wenn die Ölexporteure zu den entwickelten Ländern gezählt werden oder die asiatischen Tigerstaaten und die relativ fortgeschrittenen osteuropäischen Transformationsländer (Ungarn, Slowenien, Tschechien) als Entwicklungsländer betrachtet werden.

Drei Schlußfolgerungen können aus der Beschreibung der Nettokapitalbewegungen gezogen werden: Erstens hat sich die Rolle des – in Kindlebergers Worten – „world economic leader“ erheblich gewandelt. Großbritannien war vor dem Ersten Weltkrieg mit Abstand der größte Kapitalexporteur. Das ökonomische Hegemon der Gegenwart, die Vereinigten Staaten, war nach 1990 der größte Kapitalimporteur der Weltwirtschaft. Wenn die mit Abstand größte Volkswirtschaft der Welt in erheblichem Umfang Kapital aus dem Rest der Welt anzieht, kann dies nicht ohne Rückwirkung auf die Struktur der weltwirtschaftlichen Kapitalverflechtung bleiben. Zweitens haben vor 1914 alle wichtigen Industrieländer (in unterschiedlichem Umfang) Kapital exportiert. In der Gegenwart ist das Bild viel heterogener. Einige Länder haben umfangreiche Überschüsse, andere substantielle Defizite. Das dritte Charakteristikum der gegenwärtigen Globalisierung sind umfangreiche Kapitalabflüsse aus Entwicklungsländern. Diese nehmen entweder den Weg von hohen Reservezuwächsen – die offiziellen Währungsreserven der Entwicklungsländer sind seit 1990 um über 500 Milliarden Dollar

gewachsen – oder den Weg von privaten Kapitalabflüssen[137]. Es existieren leider keine Daten für derartige Rück- oder Abflüsse von Kapital aus den armen Ländern für die Zeit vor 1914. Allerdings zeigen die Berechnungen von Michael Edelstein, daß die britischen Nettokapitalexporte – gemessen anhand der Leistungsbilanzüberschüsse – den britischen Bruttoauslandsinvestitionen sehr eng gefolgt sind.[138] Umfangreiche Finanzanlagen im „sicheren Hafen" Großbritannien sind daher unwahrscheinlich.

## 5. Internationale Vermögenspositionen

Die internationale Vermögensposition eines Landes ist letztlich eine Funktion der kumulierten Nettokapitalflüsse zwischen einer Volkswirtschaft und dem Rest der Welt sowie deren Wertänderungen. Ein Land ist dann ein internationaler Gläubiger, wenn seine Auslandsforderungen die Verbindlichkeiten übertreffen; im umgekehrten Fall ein internationaler Schuldner. In der entwicklungsökonomischen Theorie sind die Dinge relativ einfach: Kapitalarme Länder sollten sich im Ausland verschulden, das geliehene Kapital in der heimischen Volkswirtschaft investieren und daher Nettoschuldner sein. Kapitalreiche Länder, deren profitable Investitionsmöglichkeiten knapper sind, würden Kapital exportieren und internationale Gläubiger sein. Die internationalen Vermögenspositionen sind insofern ein aufschlußreiches Bestandsmaß für den Umfang der Entwicklungsfinanzierung im globalen Kapitalmarkt.

Es ist einmal mehr nicht ganz unproblematisch, die internationalen Vermögenspositionen am Vorabend des Ersten Weltkrieges zu bestimmen. Der Grund hierfür ist, daß die historischen Bestandsstatistiken zwar den Bruttobestand an Auslandsinvestitionen der wichtigsten Industrieländer abdecken, aber unvollständig sind in bezug auf deren internationale Verbindlichkeiten. Viele Autoren sind implizit davon ausgegangen, daß die Brutto- und Nettobestände in etwa identisch waren.[139] Diese Sicht hat viel für sich, obwohl es eine Reihe von anekdotisch dokumentierten Verbindlichkeiten der europäischen Gläubiger gab. Dazu gehören etwa durchaus umfangreiche russische Investitionen in Westeuropa, aber auch Währungsreserven armer Länder. Dennoch kann man wohl mit Arthur

---

[137] Man spicht in diesem Zusammenhang auch von Kapitalflucht – obwohl solche Abflüsse völlig legal sein können.

[138] Edelstein (1982), *Overseas Investment in the Age of High Imperialism*, 34.

[139] Etwa Obstfeld und Taylor (2002), *Globalization and Capital Markets*.

Bloomfield argumentieren, daß die unberücksichtigen – vor allem kurzfristigen – Nettoverbindlichkeiten der wichtigsten europäischen Kapitalexporteure im Verhältnis zu ihren langfristigen Auslandsinvestitionen relativ gering waren.[140] Die Grundaussagen des Vergleichs der beiden Globalisierungsphasen beeinflußt diesese Problem aber nicht.

Man kann davon ausgehen, daß die Netto-Vermögensposition der reichen Länder im Jahr 1913 etwas weniger als zwanzig Milliarden Dollar betragen hat (Tab. 1.12). Die entwickelten Länder verfügten somit über Nettokapitalinvestitionen im Ausland in Höhe von 15 bis zwanzig Prozent ihres BIP in weniger entwickelten Regionen der Welt. Daß diese Zahlen nur ungefähre Angaben sind, kann man an den teils deutlichen Unterschieden zwischen den hier auf der Grundlage der internationalen Bestandsstatistiken kalkulierten Angaben und den Daten aus den volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen von Goldsmith ablesen.[141]

Tab. 1.12: Internationale Vermögenspositionen im Jahr 1913

| | Mrd. US-Dollar | Forderungen | Verbind-lichkeiten | Brutto-Forderungen % des BIP | Netto-Forderungen % des BIP | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | (1) | (2) |
| 1 | Großbritannien | 19.4 | .. | 147 | .. | .. | 153 |
| 2 | Frankreich | 8.9 | .. | 93 | .. | .. | 97 |
| 3 | Deutschland | 5.8 | .. | 47 | .. | .. | 36 |
| 4 | Belgien | .. | .. | | .. | .. | 81 |
| 5 | Niederlande | 1.2 | .. | 12 | .. | .. | .. |
| 6 | Schweiz | .. | .. | | .. | .. | 139 |
| 7 | Belgien, Niederl., Schweiz | 4.3 | .. | | .. | | .. |
| 8 | Europa (1+2+3+7)* | 38.4 | 7.0 | 81 | 31.4 | 67 | .. |
| 9 | USA | 3.5 | 7.0 | 9 | -3.5 | -9 | -5 |
| 10 | Kanada | 0.2 | 3.9 | 9 | -3.7 | -158 | -135 |
| 11 | Argentinien | .. | 3.0 | .. | -3.0 | -162 | .. |
| 12 | Australien/Neuseeland | .. | 2.1 | .. | -2.0 | -85 | .. |
| 13 | Reiche Länder (8+9+10+11+12) | 42.1 | 23.0 | 44 | 19.1 | 20 | .. |

* Gesamtverbindlichkeiten Europas ohne Bestände in der europäischen Peripherie.
(1)Berechnet auf der Grundlage der Investitionsstatistiken und historischer BIP-Zahlen; (2) aus den Tabellen von Goldsmith (1985).
Quellen: Feis (1965), Woodruff (1966), Twomey (2000), Goldsmith (1985); BIP-Zahlen siehe Datenanhang.

[140] Vgl. Bloomfield (1963), "Short-Term Capital Movements Under the Pre-1914 Gold Standard".

[141] Siehe Goldsmith (1985), *Comparative National Balance Sheets*.

Diese Differenzen sind aber unmaßgeblich, wenn man die historischen Daten mit der internationalen Vermögensposition der Industrieländer im Jahr 2000 vergleicht: Denn im Gegensatz zur internationalen Gläubigerposition der entwickelten Volkswirtschaften vor 1914 zeigen die IWF-Statistiken, daß die Industrieländer (in der IWF-Klassifikation) heute internationale Schuldner sind (Tab. 1.13). Der bei weitem größte internationale Schuldner sind die Vereinigten Staaten. Die internationalen Vermögenspositionen Großbritanniens und der Niederlande sind inzwischen ebenfalls negativ. Die Nettoforderungen Frankreichs und Deutschlands an den Rest der Welt sind von fast hundert bzw. vierzig Prozent des BIP in 1913 auf weniger als ein Zehntel der historischen Werte gefallen. Allein die Schweiz verfügt noch über Auslandskapitalbestände, die denen am Vorabend des Ersten Weltkrieges nahe kommen, nämlich 127 Prozent des BIP.

Tab. 1.13 unterstreicht, daß die Länder mit den höchsten Verbindlichkeiten auch diejenigen mit den höchsten Forderungen sind. Unter dem Strich sind die Vermögenspositionen fast bei null. Im Gegensatz zur ersten Globalisierung haben die entwickelten Länder im letzten Jahrzehnt nicht in nennenswertem Umfang Nettoforderungen aufgebaut:

"Today's asset distribution is much more about asset "swapping" by rich countries – diversification – than it is about the accumulation of large one way positions – a critical component of the development process in poorer countries in standard textbook treatments".[142]

Eine weitere interessante Einsicht kann aus diesen Daten gewonnen werden. Wie bereits erläutert, betrugen die internationalen Verbindlichkeiten der Entwicklungsländer aus Direkt- und Portfolioinvestitionen sowie aus Bankkrediten im Jahr 2000 rund 2.8 Billionen Dollar. Nimmt man im Lichte der eben präsentierten Zahlen an, daß die aggregierten Forderungen und Verbindlichkeiten der reichen Länder in etwa ausgeglichen sind, würde dies heißen, daß arme Länder über Vermögensbestände im Ausland verfügen, die ebenfalls in etwa ausgewogen sind. Denn in der Weltwirtschaft als ganzes muß der Saldo aus Forderungen und Verbindlichkeiten – statistische Fehler unberücksichtigt – null ergeben. Weltbank-Daten zeigen, daß die Währungsreserven der Entwicklungsländer zum Jahresende 2000 zirka 660 Milliarden Dollar betrugen. Wenn die internationalen Statistiken annähernd korrekt sind, müssen arme Länder über Vermögensbestände im Ausland von gut zwei Billionen Dollar verfügen – was fast vierzig Prozent der gesamten Wirtschaftsleistung der Entwicklungsländer entsprechen würde.

[142] Obstfeld und Taylor (2003a), "Globalization and Capital Markets", 174/175.

Tab. 1.13: Internationale Vermögenspositionen der wichtigsten Industrieländer im Jahr 2000

| Mrd. US-Dollar | Forderungen | % des BIP | Verbindlichkeiten | % des BIP | Netto-Forderungen | % des BIP |
|---|---|---|---|---|---|---|
| USA | 7351 | 75 | 8934 | 91 | -1583 | -16.1 |
| Großbritannien | 4457 | 315 | 4500 | 318 | -43 | -3.0 |
| Japan | 2970 | 61 | 1812 | 37 | 1158 | 23.9 |
| Deutschland | 2596 | 139 | 2534 | 135 | 61 | 3.3 |
| Frankreich | 2429 | 188 | 2354 | 182 | 76 | 5.8 |
| Schweiz | 1361 | 567 | 1055 | 440 | 306 | 127.4 |
| Niederlande | 1140 | 312 | 1197 | 328 | -56 | -15.5 |
| Italien | 1119 | 104 | 1073 | 100 | 47 | 4.4 |
| Kanada | 546 | 79 | 681 | 99 | -135 | -19.6 |
| *Eurozone* | *6270* | *102.5* | *7154* | *109* | *-414* | *-6.3* |
| *Summe* | *23970* | *92* | *24140* | *93* | *-170* | *-0.7* |

Anm.: Gesamtverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland gemäß den IWF-Statistiken zur internationalen Vermögensposition, einschließlich kurzfristiger und offizieller Forderungen. Direktinvestitionen werden zum gegenwärtigen Marktwert berechnet. Dies erklärt die Differenzen zu Tab. 1.9.
Quellen: International Financial Statistics des IMF (2004) und European Central Bank (2003), Tab. BOP.EUR12-05, für Investitionsbestände. BIP-Zahlen siehe Datenanhang.

## 6. Zusammenfassung

In diesem Kapitel wurden drei zentrale „stylised facts“ zur finanziellen Globalisierung im späten 19. und späten 20. Jahrhundert herausgearbeitet:

(1) Gemessen am Umfang der internationalen Investitionsbestände ist die finanzielle Integration der Weltwirtschaft heute weiter fortgeschritten als in der ersten Globalisierungsphase. Die Kapitalverflechtung im Verhältnis zum Welt-BIP liegt zwei- bis dreimal höher als vor 1914.

(2) Gleichzeitig ist es zu bedeutenden Veränderungen in der Verteilung der globalen Kapitalanlagen gekommen: Nur noch ein Bruchteil der internationalen Kapitalanlagen ist in Entwicklungsländern plaziert – in markantem Gegensatz zur ersten Globalisierung, in der der Anteil der Entwicklungsländer an den internationalen Kapitalbewegungen bei vierzig bis fünfzig Prozent lag. Dabei ist es unerheblich, welche Klassifikation von Entwicklungsländern zugrundegelegt wird.

(3) Die Öffnung des globalen Kapitalmarktes in den 1990er Jahren hat nicht zu einem deutlichen Anstieg der Nettokapitalflüsse von Reich nach Arm geführt. Hingegen haben die reichen Länder vor 1914 umfangreiche Nettoforderungen gegenüber der weniger entwickelten Hälfte der Weltwirtschaft aufgebaut, gleichsam als einseitige Wetten auf die Wirtschaftsentwicklung der peripheren Volkswirtschaften.

# KAPITEL 2: GLOBALISIERUNG ALS „RICH-RICH AFFAIR“
## DAS LUCAS-PARADOXON UND DIE KOMPOSITION DER KAPITALFLÜSSE IM HISTORISCHEN VERGLEICH

Im Mittelpunkt dieses Kapitels stehen die Veränderungen in der Struktur der internationalen Kapitalverflechtung in den letzten hundert Jahren: die Abnahme der Kapitalverflechtung zwischen reichen und armen Ländern und – als paralleler Prozeß – der bemerkenswerte Anstieg der Finanzbeziehungen zwischen reichen Ländern. Dieser Prozeß soll anhand von drei Fragen näher thematisiert werden:

(1) Hat das Lucas-Paradoxon, also das Phänomen, daß reiche Länder überproportional viel Kapital anziehen, im historischen Vergleich zugenommen?

(2) Zeigt sich ein Trend weg von einem Integrationsmuster, in dessen Zentrum Kapitalverflechtung zwischen Reich und Arm stand, hin zu einer ungleichmäßigen Integration – einer Globalisierung als „Rich-Rich Affair“?

(3) Welche Veränderungen lassen sich bei der Komposition der Kapitalflüsse an arme Länder beobachten?

## 1. Das Lucas-Paradoxon in historischer Perspektive

Welche Länder haben in beiden Globalisierungsperioden die meisten internationalen Investitionen angezogen? Angesichts der Größe der Volkswirtschaft ist es wenig überraschend, daß die Vereinigten Staaten in beiden Phasen an der Spitze der Liste stehen (Tab. 2.1). Auffällig sind aber die Veränderungen in der Reihenfolge der übrigen Länder. Im 19. Jahrhundert waren sieben der zwölf wichtigsten Empfängerländer weniger entwickelte Volkswirtschaften: Rußland, Brasilien, Mexiko, Indien, Südafrika, China, Spanien. Rechnet man noch Argentinien als relativ wohlhabende, aber kaum industrialisierte periphere Volkswirtschaft hinzu, waren zwei Drittel der wichtigsten Kapitalimporteure periphere Entwicklungsländer. Im Jahr 2001 findet sich in der gleichen Liste nur eine weniger entwickelte Volkswirtschaft, nämlich China, wieder – auf dem elften Platz, direkt vor der kleinen Schweiz. Die europäischen Industrieländer, die vor 1914 nicht auf der Liste vertreten waren, zählen nunmehr zu den wichtigsten Standorten für internationale Investitionen.

Tab. 2.1: Die wichtigsten Empfänger ausländischer Investitionen 1913/14 ggü. 2001

| Mrd. US-Dollar | 1913/14 | % | kumulativ | | 2001 | % | kumulativ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| USA | 7.1 | 15.8 | 16 | USA | 6277 | 26.9 | 27 |
| Rußland | 3.8 | 8.4 | 24 | Großbritannien | 2204 | 9.4 | 36 |
| Kanada | 3.7 | 8.2 | 32 | Deutschland | 1866 | 8.0 | 44 |
| Argentinien | 3 | 6.7 | 39 | Frankreich | 1431 | 6.1 | 50 |
| Österreich-Ungarn | 2.5 | 5.6 | 45 | Niederlande | 1027 | 4.4 | 55 |
| Spanien | 2.5 | 5.6 | 50 | Italien | 943 | 4.0 | 59 |
| Brasilien | 2.2 | 4.9 | 55 | Japan | 871 | 3.7 | 63 |
| Mexiko | 2 | 4.4 | 60 | Belgien/Lux. | 741 | 3.2 | 66 |
| Indien und Ceylon | 2 | 4.4 | 64 | Hong Kong | 608 | 2.6 | 68 |
| Südafrika | 1.7 | 3.8 | 68 | Kanada | 597 | 2.6 | 71 |
| Australien | 1.7 | 3.8 | 72 | China | 534 | 2.3 | 73 |
| China | 1.6 | 3.6 | 75 | Schweiz | 521 | 2.2 | 76 |
| | | | | ... | | | |
| | | | | Brasilien | 443 | 1.9 | |
| | | | | Indien | 130 | 0.6 | |

Anm.: Die Zahlen für das Jahresende 2001 beziehen sich auf Verbindlichkeiten gegenüber Ausländern bei Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen und langfristigen Bankkrediten.
Quellen: Für 1913/14 ist die Quelle Wilkins (1989, p.145, Tab. 5.3). Für das Jahr 2001 stammen die Daten über Portfolioinvestitionen aus den International Financial Statistics des IMF (2004), ausländische Direktinvestitionen aus dem World Investment Directory der UNCTAD (2003), Kredite der Geschäftsbanken von der BIS (2004a). Ausnahmen sind Brasilien, China und Indien, deren Auslandverschuldung (Anleihen und Kredite) aus Weltbank-Statistiken stammt: World Bank (2003a). Bestände an Aktieninvestitionen wurden dem Coordinated Portfolio Investment Survey des International Monetary Fund (2003b) entnommen.

In einem bekannten Aufsatz hat Robert Lucas 1990 darauf hingewiesen, daß die Kapitalbewegungen, die in der Weltwirtschaft zu beobachten sind, auf paradoxe Weise den Voraussagen der neoklassischen Wachstumstheorie widersprechen.[143] Wenn diese Modelle annähernd realistisch wären, müßte die Produktivität des Kapitals in armen Ländern dramatisch höher liegen als in reichen Ländern, so daß massive Kapitalflüsse zu erwarten wären, um diese Differenzen auszugleichen.[144] In der Realität ist davon wenig zu sehen. Die wichtigsten Empfängerländer sind – wie gesehen – gerade die reichsten und am weitesten fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Ein niedriges Pro-Kopf-Einkommen korreliert mit niedrigem Kapitalzufluß.[145] Statt arme Länder überproportional zu begünstigen, haben Finanzinvestoren eine Vorliebe für reiche Länder – der

[143] Lucas (1990), "Why Doesn't Capital Flow From Rich to Poor Countries?"

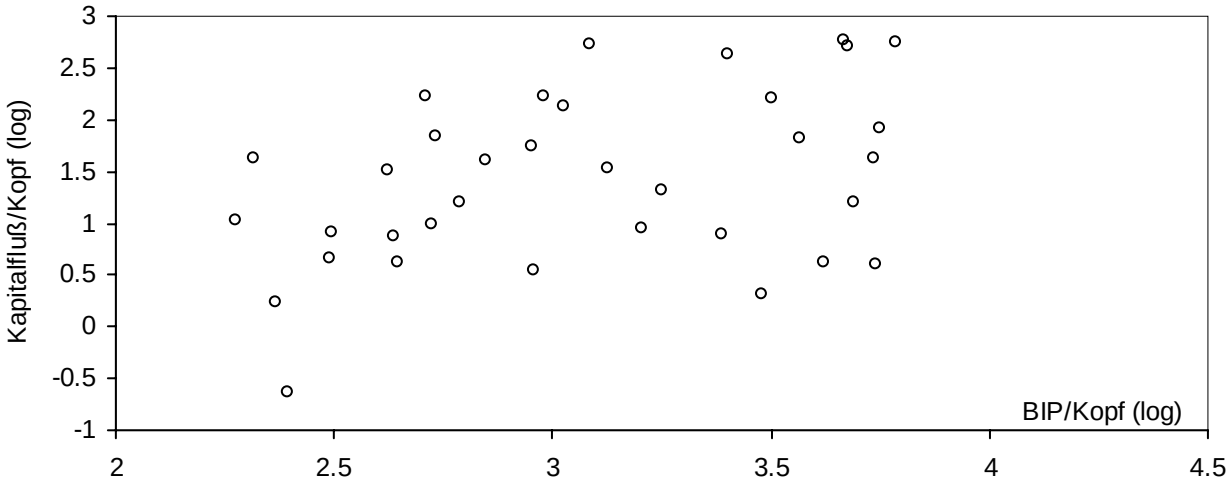
[144] Siehe Teil II.

[145] Vgl. Lane und Milesi-Ferretti (1999), "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries".

sogenannte „wealth bias“ des internationalen Kapitalmarktes.[146] Aus der Perspektive der kapitalarmen Länder könnte man auch von einer „Armutsfalle“ sprechen: Je niedriger das Wohlstandsniveau ist, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit, daß ein Land von der internationalen Kapitalmobilität profitieren wird.[147]

Wie unterscheiden sich die beiden Globalisierungsperioden im Hinblick auf das Lucas-Paradoxon? Betrachten wir zunächst den Zusammenhang zwischen Einkommensniveau und Kapitalflüssen im Scatter-Diagramm (Abb. 2.1 und Abb. 2.2). Auf den ersten Blick wird deutlich, daß sich die Muster unterscheiden. In der zweiten Globalisierung seit 1990 korrelieren Kapitalzuflüsse und Einkommensniveau stark. Im historischen Sample zeigt sich ein viel schwächerer linearer Zusammenhang zwischen britischen Kapitalexporten (pro Kopf) und dem Wohlstandsniveau: Die Streuung der Datenpunkte ist weitaus größer.

Abb. 2.1: Kapitalfluß pro Kopf und Einkommensniveau (1890-1914)

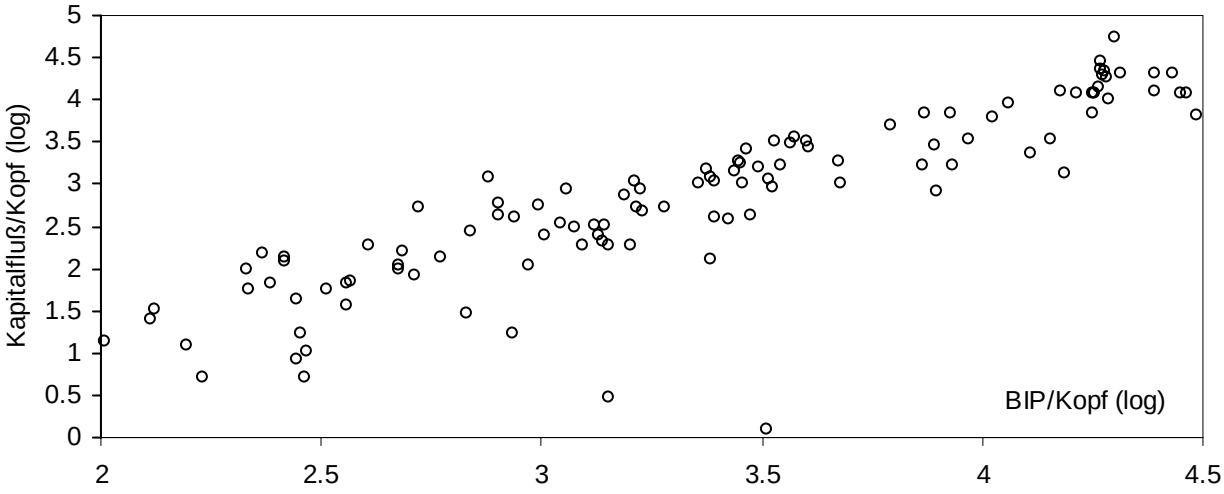



Quellen: Siehe Datenanhang.

[146] Clemens und Williamson (2004), "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom".

[147] Siehe Clemens (2001), "Do Rich Countries Invest Less In Poor Countries Than the Poor Countries Themselves?".

Abb. 2.2: Kapitalfluß pro Kopf und Einkommensniveau (1990-2000)




Quellen: Siehe Datenanhang.

Die Beziehung zwischen dem Einkommensniveau und den Kapitalflüssen läßt sich mit einer linearen Regression genauer beschreiben. In unserer Schätzung sind Kapitalzuflüsse pro Kopf die abhängige Variable – ausgedrückt in der gleichen Einheit, nämlich konstanten US-Dollar von 1990. Das Pro-Kopf-Einkommen zu Beginn der jeweiligen Periode fungiert als erklärende Variable.[148] Als Vergleichszeitraum bieten sich die Jahre 1890-1914 bzw. 1990-2000 an. Einerseits sind die BIP-Daten für die Zeit vor 1890 lückenhaft; andererseits markiert das Jahr 1890 einen Wendepunkt in der Geschichte der britischen Kapitalexporte, nämlich das Ende des zweiten langen Aufschwungs zwischen 1877 und 1889/1890.[149] Nach der Baring-Krise und den lateinamerikanischen Finanzproblemen zu Beginn der 1890er Jahre erholte sich der Markt nur langsam. Die Betrachtung der gesamten Periode zwischen 1890 und 1914 ermöglicht es daher, einen kompletten Zyklus der Kapitalexporte zugrunde zu legen. Letztlich ist auch im Spiegel von zeitgenössischen Berichten evident, daß der britische Finanzmarkt nach der Krise von 1890/1891 die Risiken von

[148] Das Pro-Kopf-Einkommen ist ebenfalls in Kaufkraftparitäten zum US-Dollar von 1990 ausgedrückt. Die Regression der Kapitalflüsse auf das Einkommensniveau in Marktpreisen ergibt ein vergleichbares Bild. Wir benutzen das Pro-Kopf-Einkommen zu Beginn der jeweiligen Globalisierungsperiode, um Endogenitätsprobleme zu vermeiden, also um auszuschließen, daß Kapitalzuflüsse ihrerseits das Pro-Kopf-Einkommen beeinflussen. Im historischen Sample sind nicht für alle Länder BIP-Daten für das Jahr 1890 verfügbar. In diesen Fällen wurde die erste verfügbare Zahl zurückgegriffen, in der Regel für das Jahr 1900.

[149] Edelstein (1982), *Overseas Investment in the Age of High Imperialism*, 29.

Auslandsinvestitionen wieder deutlicher wahrnahm, es sich also nicht um eine – unter Umständen irrationale – Boomphase handelt.[150] Man kann insofern argumentieren, daß sich nach den Krisen der ersten Hälfte der 1890er Jahre ein „reiferer“ Markt entwickelte, der Situation in den neunziger Jahren des 20. Jahrhunderts – nach der Schuldenkrise der 1980er – nicht unähnlich.

Für die historische Periode stammen die Daten für die abhängige Variable – durchschnittliche Bruttokapitalzuflüsse aus Großbritannien – aus den Statistiken von Irving Stone.[151] Für die Gegenwart kann auf die Zahlungsbilanzstatistik des IWF zurückgegriffen werden. Diese berücksichtigt Zuflüsse von Portfolio- und Direktinvestitionen.[152] Die Daten sind über den gesamten Zeitraum gemittelt und logarithmisch transformiert, so daß die Elastizitäten direkt aus den Koeffizienten abgelesen werden können.

Tab. 2.2: Die Beziehung zwischen Kapitalfluß und Einkommensniveau im historischen Vergleich

| Abhängige Variable: Kapitalzufluß pro Kopf (log) | (1) | (2) | (3) ohne Direktinvestitionen |
|---|---|---|---|
| | *1890-1913* | *1990-2000* | *1990-2000* |
| BIP pro Kopf (log) | 1.40 | 1.95 | 2.70 |
| (t-Wert) | (2.71)** | (21.40)*** | (18.27)*** |
| Konstante | -7.77 | -12.17 | -20.12 |
| (t-Wert) | (-2.25)** | (-15.07)*** | (-15.09)*** |
| Beobachtungen | 36 | 111 | 96 |
| R-Quadrat | 0.16 | 0.71 | 0.66 |
| Bereinigtes R-Quadrat | 0.13 | 0.70 | 0.66 |

Anm.: *** bezeichnet statistische Signifikanz auf dem 1%-Niveau, ** auf dem 5%-Niveau.
Alle Größen in konstanten US-Dollar von 1990, deflationiert mit dem US-BIP-Deflator. Kleinste-Quadrate-Schätzung mit Heteroskedastie-robusten Standardfehlern.
Quellen: Siehe Text und Datenanhang.

In beiden Globalisierungsphasen war ein höheres Pro-Kopf-Einkommen mit umfangreicheren Kapitalzuflüssen assoziiert. Das Vorzeichen ist in beiden Regression positiv, und das

[150] Eine eindrückliche zeitgenössiche Beschreibung der Verunsicherung des britischen Marktes zu Beginn der 1890er Jahre findet sich in van Oss (1895), *A Decade of Finance 1885-1895*. Siehe auch Marichal (1989), *A Century of Debt Crises in Latin America*, Kap. 6.

[151] Stone (1999), *The Global Export of Capital from Great Britain 1865-1914*.

[152] International Monetary Fund (2004), *International Financial Statistics*. Der Posten „andere Verbindlichkeiten“ („other liabilities“) bleibt unberücksichtigt, da hier nicht zwischen kurz- und langfristigen Bank- und Handelskrediten unterschieden werden kann. Das grundsätzliche Bild ändert sich nicht, wenn langfristige Kredite aus den BIZ-Statistiken einbezogen werden.

Einkommensniveau statistisch signifikant. Mit anderen Worten haben reichere Länder auch in der historischen Periode relativ mehr Kapital angezogen – so viel zu den Gemeinsamkeiten. In vielerlei Hinsicht aufschlußreicher sind die Unterschiede: Zunächst sind die Differenzen in der Erklärungskraft des Modells dramatisch. Rund siebzig Prozent der Variation der Kapitalflüsse (R-Quadrat) können in der Gegenwart mit dem Pro-Kopf-Einkommen „erklärt“ werden. Kaum eine Volkswirtschaft entzieht sich offenbar diesem engen Zusammenhang. Vor 1914 hingegen werden gerade einmal 15 Prozent der Unterschiede „erklärt“. Diesen Unterschied hatte bereits Abb. 2.1 gezeigt: Es gab eine Reihe von armen Ländern, die viel Kapital anzogen, sowie reiche Länder, in denen verhältnismäßig wenig investiert wurde; die Streuung der Punkte rund um die Regressionsgerade ist im historischen Sample deutlich größer. Der zweite markante Unterschied liegt in der Elastizität des Koeffizienten: Wie verändern sich die Kapitalflüsse, wenn das Einkommensniveau um einen bestimmten Prozentsatz steigt? Vor dem Ersten Weltkrieg war ein Anstieg des Einkommensniveaus um zehn Prozent mit einem Anstieg der Kapitalflüsse um 14 Prozent assoziiert. In der Gegenwart ist die Elastizität höher. Zehn Prozent an zusätzlichem Einkommen erhöhen den Kapitalzufluß um annähernd zwanzig Prozent. Darüber hinaus zeigt sich eine noch weitaus stärkere Elastizität, wenn man ausländische Direktinvestitionen aus dem modernen Sample ausschließt (Regression 3): Die Elastizität ist nunmehr knapp doppelt so hoch wie in der ersten Periode globaler Kapitalmarktintegration.

Auf den ersten Blick scheinen diese Ergebnisse der Studie von Michael Clemens und Jeffrey Williamson zu widersprechen, die argumentiert haben, daß der „wealth bias“ vor 1914 sogar stärker war als nach 1990.[153] Bereits andere Autoren haben an dieser Interpretation gezweifelt, weil die positive Korrelation zwischen Einkommensniveau und Kapitalzufluß vor dem Weltkrieg in erster Linie auf den Einfluß der reichen europäischen Einwanderungsländer zurückgeht, sich aber verliert, wenn man diese als Sonderfälle betrachtet.[154] Man muß dem hinzufügen, daß auch der Zeitrahmen, den Clemens und Williamson betrachten, nicht unbedingt repräsentativ für die Erfahrung der beiden Globalisierungsperioden ist. Sie vergleichen den Zeitraum 1907-1913 mit dem „emerging market boom“ zwischen 1992 und 1998. Zudem beinhaltet ihr Datensample auch kurzfristige Verschuldung und Handelsfinanzierung, deren Vergleich mit den langfristigen Investitionsflüssen vor 1914 zumindest problematisch ist.[155] Unter dem Strich spricht vieles dafür, daß das Paradox der geringen Kapitalflüsse von Reich nach Arm vor 1914 zwar existierte, aber wesentlich schwächer ausgeprägt

---

[153] Clemens und Williamson (2004), "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom", 304/305.

[154] Vgl. Obstfeld und Taylor (2004), *Global Capital Markets: Integration, Crisis, Growth*, 245.

[155] Ein weiterer Unterschied liegt darin, daß das hier untersuchte Sample umfangreicher ist. Mit Südafrika und Rhodesien standen historische Daten für zwei weitere Volkswirtschaften zur Verfügung.

war. Entwicklungsländer gehörten damals zu den wichtigsten Empfängern von internationalen Finanzanlagen. Ein Ergebnis, das konsistent ist mit den Trends beim Gesamtvolumen der Kapitaltransfers von Reich nach Arm, die im vorigen Kapitel aufgezeigt wurden.

## 2. Ausländisches Kapital in den Entwicklungsländern

Tab. 2.3 kontrastiert den Gesamtbestand an ausländischen Portfolio- und Direktinvestitionen – sowie im modernen Sample auch das Volumen ausstehender langfristiger Verbindlichkeiten gegenüber Geschäftsbanken – mit dem BIP der wichtigsten Entwicklungsländer.[156] Zwei verschiedene Quellen wurden für die Berechnung der historischen Daten benutzt. Diese Zahlen illustrieren, daß in einem langfristigen historischen Vergleich erhebliche Datenunsicherheiten in Kauf genommen werden müssen: Zum einen sind die Bestandszahlen von Woodruff mit modernen BIP-Rekonstruktionen zu Marktpreisen ins Verhältnis gesetzt (1913a); zum anderen werden die Schätzungen von Michael Twomey herangezogen (1913b).[157] Trotz der Abweichungen kann ein klarer Trend identifiziert werden: Im Mittel sowie in der Mehrzahl der Länder ist der Bestand an ausländischen Investitionen in Entwicklungsländern deutlich gesunken – im Gegensatz zur markanten Zunahme der Kapitalverflechtung auf globaler Ebene. Am Vorabend des Ersten Weltkrieges übertraf das Auslandskapital in vielen Ländern hundert Prozent des BIP, während es im Jahr 2000 in der Regel nur noch gut halb so hoch, bei rund fünfzig Prozent des BIP, lag. Stark betroffen von dieser Abnahme sind die südamerikanischen Länder sowie die ehemaligen britischen Kolonien Indien, Südafrika, Malaysia und Ägypten.[158] Allein in einigen Ländern Asiens scheint es keinen Abwärtstrend, sondern eher eine leichte Zunahme gegeben zu haben.

Auffällig ist zudem, daß – wiederum im ungewichteten Mittel – die Volkswirtschaften der Entwicklungsländer heute in viel geringerem Maße von ausländischem Kapital durchdrungen sind als die Weltwirtschaft als ganzes, während die Verhältnisse vor 1914 diametral entgegengesetzt waren. Anders gesagt, die internationale Kapitalverflechtung, gemessen am Anteil ausländischen Kapitals am

---

[156] In der ersten Globalisierung spielen Bankkredite keine wichtige Rolle als langfristige Anlageklasse; die Daten beziehen sich daher auf Portfolio- und Direktinvestitionen. Auf die Unterschiede in der Komposition wird im folgenden eingegangen.

[157] Twomey (2000), *A Century of Foreign Investment in the Third World*, 31ff.

[158] Formell war Ägypten keine britische Kolonie, faktisch aber seit den frühen 1880er Jahren (1882) in britischer Hand. Wir werden Ägypten im folgenden als Teil des britischen Empire behandeln.

inländischen BIP, hat für die Weltwirtschaft als ganze deutlich zugenommen, ist aber in vielen weniger entwickelten Ländern gefallen und nur in einigen wenigen gleich geblieben oder gestiegen.

Tab. 2.3: Umfang der ausländischen Investitionen in ausgewählten Entwicklungsländern

| % des BIP | 1913a | 1913b | 2000 |
|---|---|---|---|
| Indien* | 27 | 35 | 13 |
| Rußland | 33 | | 34 |
| Ägypten | 134 | 105 | 26 |
| Südafrika | 123 | 235 | 57 |
| Brasilien | 111 | 92 | 66 |
| Chile | 67 | 197 | 127 |
| Argentinien | 129 | 248 | 62 |
| Uruguay | 172 | | 75 |
| Mexiko | | 126 | 42 |
| China | | 24 | 41 |
| Türkei | | 98 | 34 |
| Indonesien | | 51 | 77 |
| Malaysia | | 148 | 105 |
| Philippinen | | 53 | 53 |
| Korea | | 14 | 31 |
| Thailand | | 40 | 59 |
| *Mittel* | *100* | *105* | *57* |

*Einschließlich Ceylon im Jahr 1913.

Anmerkungen und Quellen: Die erste Spalte (1913a) basiert auf den Zahlen von Woodruff (1966) und historischen BIP-Schätzungen (siehe Datenanhang), die in US-Dollar von 1913 zu aktuellen Wechselkursen umgerechnet wurden (siehe Datenanhang). Die zweite Spalte (1913b) stammt aus Twomey (2000). Die Zahlen für 2000 beziehen sich auf Gesamtbestände an Direkt- und Portfolioinvestitionen sowie an langfristigen Bankkrediten. Portfolioinvestitionen in Aktien wurden als Summe der Zuflüsse seit 1980 berechnet. Alle Daten, einschließlich der BIP-Zahlen, stammen aus den World Development Indicators: World Bank (2003b); ausgenommen sind die Direktinvestitionen, die aus UNCTAD (2003) stammen.

## 3. Die ökonomische Bedeutung von Investitionen in Entwicklungsländern

Welche ökonomische Bedeutung hatten Investitionen in Entwicklungsländern aus Sicht der reichen Gläubigerländer? Haben die Gläubiger – relativ zu ihrem eigenen Einkommen – vor 1914 wesentlich mehr Kapital in Entwicklungsländern investiert? Selbst in der Gegenwart gibt es keine international harmonisierten Statistiken, die Auskunft über die geographische Verteilung der Auslandsinvestitionen einzelner Länder geben. Die Komposition der internationalen Anlageportfolien der fünf wichtigsten Ökonomien – die USA, Japan, Deutschland, Frankreich, Großbritannien – mußte daher aus nationalen Statistiken zusammengetragen werden (Tab. 2.4).

Tab. 2.4: Direkt- und Portfolioinvestitionen der wichtigsten Gläubiger zum Jahresende 2001

| Mrd. US-Dollar | Direkt-Investitionen | in EL* | % | % des BIP | Portfolio-Investitionen** | in EL* | % | % des BIP |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Frankreich | 490 | 39 | 7.9 | 3.0 | 710 | 10 | 1.4 | 0.8 |
| Deutschland | 542 | 47 | 8.6 | 2.5 | 792 | 28 | 3.5 | 1.6 |
| Japan | 264 | 46 | 17.4 | 0.9 | 1290 | 39 | 3.0 | 0.8 |
| Großbritannien | 872 | 58 | 6.7 | 4.1 | 1304 | 93 | 7.1 | 6.6 |
| USA | 1316 | 229 | 17.4 | 2.3 | 2249 | 175 | 7.8 | 1.7 |
| *Summe* | *3485* | *419* | *12.0* | *2.1* | *6344* | *346* | *5.5* | *1.8* |

* EL=Entwicklungsländer, Klassifikation gemäß Kap. 1.
**Langfristige Anleihen sowie Aktien.
Anmerkungen und Quellen: Direktinvestitionen für Deutschland, Japan, Großbritannien zum Jahresende 2000. Die Verteilung der Direktinvestitionsbestände stammen aus Deutsche Bundesbank (2003), Banque de France (2003), Office for National Statistics (United Kingdom) (2003), Bureau of Economic Analysis (2003), Bank of Japan (2001). Portfolioinvestitionen stammen aus dem Coordinated Portfolio Investment Survey des International Monetary Fund (2003b). "Other" und “undisclosed recipients” wurden als Entwicklungsländer gerechnet.

Die Übersicht zeigt, wie gering der Umfang von Finanzanlagen in Entwicklungsländern in Relation zur Wirtschaftsleistung der wichtigsten Gläubiger heute ist. Das gesamte Volumen der Forderungen aus Direkt- und Portfolioinvestitionen an Entwicklungsländer liegt mit 765 Milliarden Dollar bei gerade einmal vier Prozent des (kumulierten) BIP dieser fünf Länder – wobei wiederum der größere Teil auf Direktinvestitionen entfällt. Allein Großbritannien fällt – wahrscheinlich aufgrund der Rolle Londons als internationales Finanzzentrum – mit knapp elf Prozent aus dem engen Rahmen. Japanische Forderungen an weniger entwickelte Ökonomien sind mit nur 1.7 Prozent des BIP am niedrigsten.

Der eigentliche Kontrast zeigt sich jedoch im Vergleich zur ersten Globalisierung, als – mit der partiellen Ausnahme der USA – die entsprechenden Forderungen bei sechzig (Großbritannien), rund fünfzig (Frankreich) sowie knapp dreißig Prozent (Deutschland) lagen. Die entwickelten Industrieländer hatten vor 1914 nach heutigen Maßstäben einen enormen Teil ihres Wohlstands mit der ökonomischen Entwicklung der armen Länder verknüpft, während heute das Gesamtvolumen der Auslandskapitalbestände in armen Ländern in etwa so hoch ist wie die Budgetdefizite eines Jahres – zwei bis vier Prozent des BIP.

In welchem Maße sind diese Zahlen dadurch beeinflußt, daß sämtliche Investitionen, die sich innerhalb der Europäischen Union verbleiben, von den internationalen Statistiken als „ausländisch“ betrachtet werden? Angesichts des Binnenmarktes für Waren, Kapital und Arbeitskräfte und der harmonisierten Gesetzgebung könnte man argumentieren, daß Kapitalflüsse zwischen Frankreich und Irland letztlich nichts anderes sind als bayerische Investitionen in Ostfriesland oder kalifornische Investitionen in Florida. Auf der anderen Seite gilt zu bedenken, daß bis heute Deutschland und

Frankreich, nicht Brüssel, Mitglieder des IWF sind. Tab. 2.5 zeigt den Bestand der ausländischen Direktinvestitionen Deutschlands, Frankreichs und Großbritanniens, bereinigt um innereuropäische Investitionen. Zwar vermindert sich der Bestand an Auslandsinvestitionen fast um die Hälfe, was das Ausmaß der Kapitalverflechtung Europas unterstreicht. Aber der Anteil der Entwicklungsländer an den verbleibenden Investitionen liegt weiterhin unter zwanzig Prozent und damit deutlich unter dem Niveau, die vor dem Ersten Weltkrieg erreicht wurden. Mit anderen Worten modifiziert die – ökonomisch wohl vertretbare – Idee, die Europäische Union als einheitliches Wirtschaftsgebiet zu betrachten, das Ausmaß der Unterschiede zwischen damals und heute, aber ist weit davon entfernt, die Differenzen zu beseitigen. Alles in allem dürfte die europäische Integration eine Erklärung für die wesentlich höhere Kapitalverflechtung der europäischen Volkswirtschaften sein. Die Abnahme der Finanzverflechtung zwischen Reich und Arm kann sie nicht erklären.

Tab. 2.5: Direktinvestitionen außerhalb der EU zum Jahresende 2000

| Mrd. US-Dollar | Direktinvestitionen außerhalb der EU | in Entwicklungsländern | % |
|---|---|---|---|
| Frankreich | 228 | 39 | 17 |
| Deutschland | 317 | 47 | 15 |
| Großbritannien | 356 | 58 | 16 |

Anm.: Direktinvestitionsbestände Frankreichs zum Jahresende 2001.
Quellen: Banque de France (2003), Bundesbank (2003), Office for National Statistics (2003).

## 4. Ungleichmäßige Integration – Globalisierung als „Rich-Rich Affair“

Diese divergenten Entwicklungen lassen sich auf ein Charakteristikum der ersten Globalisierungsphase zurückführen, das – zumindest in der wirtschaftshistorischen Literatur – noch nicht ausreichend gewürdigt wurde: Im Licht der gegenwärtigen Globalisierung war die Kapitalverflechtung der wichtigsten Industrieländer vor 1914 – mit der partiellen Ausnahme der USA – bemerkenswert niedrig. Großbritannien etwa hatte vor dem Ersten Weltkrieg mehr Kapital in einer kleinen peripheren Volkswirtschaft wie Uruguay investiert als in Deutschland und Frankreich zusammen. Heute sind britische Investitionen in Deutschland und Frankreich umfangreicher als alle britischen Finanzanlagen in sämtlichen Entwicklungs- und Schwellenländern.

Um diesen bedeutsamen Unterschied in der Struktur der weltwirtschaftlichen Kapitalverflechtung zu illustrieren, kann man einen Index konstruieren, der sowohl die Veränderungen im Niveau der Kapitalverflechtung als auch die Veränderungen des BIP der einzelnen Ökonomien berücksichtigt: Der Index mißt das Verhältnis zwischen dem Anteil eines Landes an den internationalen Investitionsbeständen und seinem Anteil am globalen Output. Er ist somit unabhängig

vom Umfang von internationalen Investitionen zum Weltsozialprodukt und beschreibt relative Unterschiede zwischen beiden Perioden. Ein Indexwert von 1 signalisiert, daß ein Land in dem Maße in den globalen Kapitalmarkt integriert ist, wie es seinem Anteil am Weltsozialprodukt in der jeweiligen Periode entspricht. Ein Indexwert, der größer ist als 1, zeigt an, daß ein Land überproportional attraktiv ist für internationale Investoren. Der Idee nach ist dieser Index einem einfachen Modell der Portfoliodiversifizierung vergleichbar. Der globale Kapitalmarkt erlaubt es einzelnen Ländern, ihre Einkommensrisiken global zu diversifizieren, indem sie Forderungen auf einen Teil des Outputs anderer Ökonomien erwerben.[159] In einem einfachen Modell der Diversifizierung würde daher der Anteil eines Landes an den globalen Investitionen seinem Beitrag zum Sozialprodukt der Welt entsprechen.[160]

Die Übersicht in Tab. 2.6 bestätigt die bereits geäußerte Vermutung, daß sich das Muster der internationalen Kapitalverflechtung markant geändert hat. Betrachten wir zunächst Brasilien: Im Jahr 1913 entsprach das Brasilianische BIP weniger als einem Prozent der globalen Wirtschaftsleistung (zu Kaufkraftparitäten), dennoch waren knapp acht Prozent der internationalen Investitionsbestände dort investiert. Im Jahr 2000 ist Brasiliens Anteil am Weltsozialprodukt auf 2.5 Prozent gewachsen, aber weniger als zwei Prozent des langfristigen Auslandskapitals waren in dem Land investiert. Die Erfahrungen Brasiliens ziehen sich wie ein roter Faden durch die Berechnungen. Der Integrationsindex liegt heute in allen Entwicklungsländern unter 1, während vor dem Ersten Weltkrieg nur China (0.25), Japan (0.74) und Rußland (0.95) verhältnismäßig weniger Investitionsbestände aufwiesen als es der Größe der Volkswirtschaften entsprochen hätte. Besonders eklatant sind die Veränderungen bei den weniger entwickelten ehemaligen britischen Kolonien, Ägypten und Südafrika, die trotz ihres geringen Gewichts in der Weltwirtschaft vor 1913 wichtige Investitionsstandorte waren, aber im Jahr 2000 nicht nur absolut, sondern auch relativ marginalisiert sind.

---

[159] Siehe Obstfeld und Rogoff (1996), *Foundations of International Macroeconomics*, Kap. 5.

[160] Ein vergleichbarer Ansatz findet sich in Reinhart und Reinhart (2003), "Twin Fallacies About Exchange Rate Policy in Emerging Markets", 4ff.

Tab. 2.6: Relative Integration der Entwicklungs- und Industrieländer (1913 ggü. 2000)

| Anteil an | Investitionsbestände, % in 1913 | Welt-BIP, % | Integrations-Index (1913) | Investitionsbestände, % in 2000 | Welt-BIP, % | Integrations-Index (2000) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Argentinien | 6.26 | 1.07 | 5.84 | 0.83 | 0.94 | 0.88 |
| Brasilien | 5.64 | 0.73 | 7.69 | 1.75 | 2.68 | 0.65 |
| Chile | 0.91 | 0.34 | 2.66 | 0.31 | 0.45 | 0.69 |
| Mexiko | 4.56 | 0.81 | 5.61 | 1.10 | 1.72 | 0.64 |
| Rußland | 8.20 | 8.59 | 0.95 | 0.71 | 3.73 | 0.19 |
| Türkei | 3.14 | 0.47 | 6.68 | 0.49 | 0.97 | 0.51 |
| China | 2.76 | 11.13 | 0.25 | 1.89 | 22.76 | 0.08 |
| Indien | 4.85 | 7.55 | 0.64 | 0.49 | 5.38 | 0.09 |
| Ägypten | 1.89 | 0.23 | 8.28 | 0.19 | 0.46 | 0.41 |
| Südafrika | 5.00 | 0.36 | 13.71 | 0.30 | 0.50 | 0.61 |
| *Mittel* | | | *5.23* | | | *0.48* |
| Japan | 1.96 | 2.65 | 0.74 | 6.74 | 7.49 | 0.90 |
| Frankreich | 0.92 | 5.29 | 0.17 | 6.89 | 3.44 | 2.00 |
| Deutschland | 0.90 | 5.36 | 0.17 | 9.42 | 3.97 | 2.37 |
| Großbritannien | 1.84 | 7.91 | 0.23 | 16.69 | 3.34 | 5.00 |
| USA | 14.72 | 19.16 | 0.77 | 27.63 | 21.38 | 1.29 |
| *Mittel (ohne Japan)* | | | *0.34* | | | *2.67* |

Anmerkungen und Quellen: Eigene Berechnungen anhand der Bruttoinvestitionsbestände nach Woodruff (1966) und Wilkins (1989) für 1913/14. Für das Jahr 2000 stammen die Bruttoverbindlichkeiten an Direkt- und Portfolioinvestitionen für die Entwicklungsländer aus World Bank (2003b), dem Coordinated Portfolio Investment Survey des IMF (2003b) und UNCTAD (2003). Für die G-5 stammen die Daten aus den International Financial Statistics des International Monetary Fund (2004) und von der UNCTAD (2003) für Direktinvestitionen. BIP-Zahlen siehe Datenanhang.

Das Bild wird erst dann vollständig, wenn die untere Hälfte der Tabelle, die Industrieländer, in die Analyse miteinbezogen wird. Die vier wichtigsten Industrieländer, einschließlich der USA, waren im Verhältnis zu ihrem BIP vor 1914 als Empfänger ausländischer Investitionen deutlich unterrepräsentiert. Trotz eines Anteils von rund fünf Prozent (Deutschland und Frankreich) bzw. acht Prozent (Großbritannien) an der globalen Produktion waren weniger als ein bzw. zwei Prozent der gesamten internationalen Investitionen in diesen Ländern plaziert. Im Jahr 2000 ist genau das Gegenteil der Fall: Die entwickelten europäischen Industrieländer sind im Verhältnis zu ihrer Wirtschaftsleistung überaus attraktive Ziele für Investoren. Im Mittel sind die vier genannten Länder heute rund 2.5 mal stärker integriert als das einfache Diversifizierungsmodell nahelegen würde; vor 1914 waren sie deutlich unterrepräsentiert (0.3). Entwicklungs- und Industrieländer haben also ihre relativen Positionen getauscht. Die erste Globalisierung vor 1914 war eine Periode hoher Kapitalverflechtung zwischen Reich und Arm und bemerkenswert geringer Kapitalverflechtung zwischen reichen Ländern. Die zweite Globalisierung ist gekennzeichnet von hoher Integration der reichen und der relativen Marginalisierung der armen Länder im internationalen Kapitalmarkt.

## 5. Veränderungen in der Komposition der Kapitalflüsse

Wie kam der entwicklungsökonomische Erfolg der ersten Globalisierung zustande? Welche Finanzanlagen haben den Kapitaltransfer von Reich nach Arm ermöglicht? Traditionell ist die Forschung lange davon ausgegangen, daß die erste Globalisierungsphase von Portfolioinvestitionen dominiert wurde.[161] Bloomfield etwa schätzte noch, daß 75 bis neunzig Prozent der Gesamtinvestitionen Portfolioanlagen waren.[162] Paish hatte berechnet, daß britische Direktinvestitionen am Vorabend des Ersten Weltkrieges etwa 300 Millionen Pfund betrugen.[163] Platt hat diese Zahl später auf 500 Millionen erhöht.[164] Im Vergleich zum gesamten britischen Investitionsbestand von rund vier Milliarden Pfund wären Direktinvestitionen somit kaum ins Gewicht gefallen:

---

[161] Internationale Kapitalanlagen werden gewöhnlich in Portfolio- und Direktinvestitionen unterteilt. Diese Unterscheidung ist aber nicht immer einfach zu treffen. Im Laufe des 20. Jahrhunderts haben sich die Definitionen gewandelt, so daß ältere und neuere Statistiken nicht einfach zu vergleichen sind. Der IWF klassifiziert die globalen Investitionsströme anhand des Kriteriums der Kontrolle, die der Investor über sein Kapital behält. Falls ein Kapitalgeber die Verwendung seines Kapitals im Ausland direkt beeinflußt oder beaufsichtigt, handelt es sich um eine unternehmerisch motivierte Transaktion, die als Direktinvestition klassifiziert wird. Entscheidend ist ein „lasting economic interest“ und ein „significant degree of influence“. Der IWF nimmt an, daß diese Kriterien erfüllt sind, sobald der ausländische Anteil an einem Unternehmen zehn Prozent übersteigt. Nationale Statistiken – etwa die US-amerikanischen – benutzten hingegen lange Zeit höhere Schwellenwerte. Im Gegensatz zu einem Direktinvestor transferiert der Portfolioinvestor Kapital, ohne *ex post* Einfluß auf die Verwendung zu nehmen. Sein zentrales Motiv ist die passive Finanzanlage, auf der Grundlage seiner Rendite- und Risikopräferenzen. Portfolioanlagen kommen daher in der Regel auf Initiative des Empfängers zustande, der versucht, eine Anlage im Markt zu plazieren, während Direktinvestitionen aktiv vom Kapitalbesitzer gesteuert werden. Siehe International Monetary Fund (1993), *Balance of Payments Manual*; Lipsey (1997), "The Role of Foreign Investment in International Capital Flows".

[162] Bloomfield (1968), "Patterns of Fluctuation in International Investment Before 1914", 3.

[163] Paish (1911), "Great Britain's Capital Investments in Individual Colonies and Foreign Countries".

[164] Platt (1986), *Britains's Overseas Investment on the Eve of the First World War*.

“In 1914, 90 per cent of all international capital movements took the form of portfolio investment – i.e. the acquisition of securities […] issued by foreign institutions, without any associated control over, or participation in their management.”[165]

Demnach ließe sich ein klarer Unterschied zwischen der ersten und zweiten Globalisierung konstatieren: Eine von Portfolioinvestitionen dominierte historische Phase der Finanzintegration und eine von Direktinvestitionen geprägte Gegenwart. Diese traditionelle Sichtweise ist aber nicht ganz überzeugend. Denn zum einen fußten die älteren Statistiken auf anderen Kriterien. Sie haben insbesondere alle Transaktionen, die über die Börsen abgewickelt wurden, als Portfolioinvestitionen gezählt. Die modernen Statistiken hingegen betrachten alle unternehmerisch motivierten Investitionen als Direktinvestitionen, gleichgültig welchen institutionellen Rahmen der Kapitaltransfer nimmt. Insofern war es notwendig, die älteren Statistiken nach den gegenwärtigen Kriterien neu zu systematisieren.[166] Zum anderen haben die Forschungen von Mira Wilkins zu den britischen „free standing companies“ – Unternehmen, die von britischen Staatsbürgern geleitet wurden und nur im Ausland operierten – gezeigt, daß institutionelle Besonderheiten den historischen Vergleich erschweren.[167] Die „free standing companies“ entsprechen weder dem klassischen Muster der Direktinvestition – es gab keine hierarchische Kontrolle durch ein Mutterunternehmen und keine Produktionsdiversifizierung – noch sind sie im engeren Sinne passive Portfolioinvestitionen. Das eingesetzte Kapital blieb zwar nominell unter britischer Kontrolle, aber diese Unternehmen besaßen nur eine „brass nameplate in the City“ und wurden im Ausland geleitet und verwaltet.

Bereits Herbert Feis, der Historiker der internationalen Kapitalbewegungen vor dem Ersten Weltkrieg, hat die Vielfältigkeit der britischen Auslandsinvestitionen folgendermaßen beschrieben:

“In some of the railway ventures, British participation went no further than the provision of all or part of the capital. Such was the case of the investment in American, Russian, Australian, and Canadian railroads. True, even in these ventures a representative of the supporting financiers was now and again to be found on the board of directors. In other ventures the financing groups were given a share in the control of construction and operation, as in the case of various railways built in China and

---

[165] Dunning (1970), *Studies in International Investment*, 2.

[166] Vgl. Corley (1994), "Britain's Overseas Investments in 1914 Revisited".

[167] Wilkins (1988), "The free-standing company: an important type of British foreign direct investment"; Wilkins (1989), *The History of Foreign Investment in the United States to 1914;* Wilkins und Schröter (Hrsg.) (1998), *The Free-Standing Company in the World Economy 1830-1996*.

some of the British colonies. In still other ventures an outright concession was obtained, giving the financing group full control of operation, as in the case of railways built in Mexico, Argentina, Brazil, Rhodesia, British India, and Turkey. A very usual arrangement for the exercise of this control was the creation of two boards of directors, one meeting in the foreign country and giving representation to local interests, one meeting in London and representing mainly the bond and stock owners.”[168]

Im Licht dieser Vielfalt kann es kaum verwundern, daß die Wirtschaftshistoriker große Schwierigkeiten haben, sich auf eine einheitliche Schätzung zu einigen. Peter Svedberg etwa hat argumentiert, daß der Anteil von Portfolioinvestitionen an den gesamten britischen Kapitalexporten auf etwa fünfzig Prozent reduziert werden sollte.[169] Crowley hat berechnet, daß bis zu vierzig Prozent der britischen Auslandsanlagen eigentlich Direktinvestitionen waren (Tab. 2.7).[170] Die detaillierteste Studie zu Direktinvestitionen in der „Dritten Welt“ verortet den Anteil der Portfolioinvestitionen bei etwa siebzig Prozent.[171] Alles in allem scheint es wohl realistisch, davon auszugehen, daß zwischen dreißig und vierzig Prozent der internationalen Kapitalbewegungen vor 1914 – nach moderner Lesart – Direktinvestitionen waren, aber Portfolioinvestitionen mit etwa zwei Dritteln der Gesamtinvestitionen den größten Teil ausmachten.

Tab. 2.7: Direktinvestitionen im Jahr 1913

| Mrd. USD | Direktinvestitionen | Anteil an gesamten Auslandsinvestitionen |
|---|---|---|
| Großbritannien | 8172 | 41% |
| Deutschland | 2600 | 36% |
| Frankreich | 1750 | 20% |
| USA | 2652 | 76% |
| *Summe* | *15174* | *38%* |

Quelle: Corley (1998) für Direktinvestitionen; das Gesamtvolumen für die Berechnung stammt von Wilkins (1989).

Interessanterweise ist das Bild in der Gegenwart durchaus ähnlich. Etwa dreißig Prozent der internationalen Investitionsflüsse im vergangenen Jahrzehnt waren Direktinvestitionen, während Portfolioinvestitionen und Bankkredite etwa siebzig Prozent ausmachten. Aus dieser Perspektive ist es evident, daß die traditionelle Interpretation der Vorrangstellung von Direktinvestitionen in der

[168] Feis (1965 [1930]), *Europe, The World's Banker 1870-1914*, 28.

[169] Svedberg (1978), "The Portfolio-Direct Composition of Private Foreign Investment in 1914 Revisited".

[170] Corley (1998), "The Free-Standing Company, in Theory and Practice".

[171] Twomey (2000), *A Century of Foreign Investment in the Third World*, 32.

Gegenwart im Vergleich zur Dominanz von Portfolioinvestitionen im 19. Jahrhundert nur begrenzte Aussagekraft hat. In beiden Perioden haben vielmehr passive Kapitalanlagen – Anleihen, Aktien, Kredite – das Bild der finanziellen Globalisierung bestimmt. Direktinvestitionen mögen zwar sichtbarer sein, aber diktieren nicht die Struktur der Kapitalverflechtung.

## 6. Portfolioinvestitionen als Schlüssel zur finanziellen Globalisierung

Das Volumen privater Ersparnisse, die weltweite Rendite- und Diversifizierungschancen nutzen, übertraf in beiden Globalisierungsphasen den Umfang unternehmerisch motivierter Direktinvestitionen bei weitem. Trotz dieser quantitativen Bedeutung für den internationalen Kapitalverkehr genießen Portfolioinvestitionen unter Entwicklungsökonomen einen schlechten Ruf, der vor allem ihrer hohen Volatilität geschuldet ist, die sich in den Finanzkrisen der 1990er Jahre gezeigt hat. Im Gegensatz zu ausländischen Direktinvestitionen, die auch in diesen Krisenzeiten relativ stabil blieben und die prekäre Finanzsituation vieler Emerging Markets eher entschärft haben, wirkte der panikartige Rückzug internationaler Investoren von den Aktien- und Anleihemärkten oft krisenverstärkend.

Aus entwicklungsökonomischer Sicht mangelt es auch aus anderen Gründen nicht an Kritik. Portfolioinvestitionen fehlen viele der positiven Attribute, die ausländischen Direktinvestitionen zugeschrieben werden: der Transfer von Technologie und Know-how, spill-over-Effekte im Empfängerland sowie die Vermeidung zusätzlicher Auslandsverschuldung und damit möglicher Überschuldung. Bereits in den fünfziger Jahren diskutierten Ökonomen die Frage, ob Direktinvestitionen, vor allem US-amerikanischer Firmen, nicht die bessere Alternative zu Portfolioinvestitionen seien. Aber Ökonomen wie Ragnar Nurkse warnten schon damals vor den übertriebenen entwicklungspolitischen Hoffnungen, die in Direktinvestitionen gesetzt wurden:

“It is not inconceivable that business investments abroad might greatly increase in the future, and that it might bring substantial benefits to the poorer countries. Yet, on the whole, it seems unlikely that direct investment alone can become anything like an adequate source of international finance for economic development … Lack of basic services, such as transport, power and water supply, is a particularly serious bottleneck in the poor countries. Because of this the physical environment (…) is unfavourable to private investment… Until these countries have acquired a skeleton framework of

such facilities, conditions will not be particularly attractive for the more varied (…) business investments there.”[172]

Obwohl Nurkse sicherlich nicht im Sinn hatte, die Entwicklungsfinanzierung von den Launen des Kapitalmarktes abhängig zu machen, sondern auf öffentliche Transfers zum Aufbau der Infrastruktur setzte, bleibt seine Auffassung von bemerkenswerter Aktualität. Nurkses Einschätzung, daß der Umfang von Direktinvestitionen von dritten Faktoren abhängt, insbesondere von der Infrastruktur und anderen öffentlichen Gütern, diese aber selbst nicht schaffen können, trifft auch heute noch zu. Volkswirtschaften können in der Regel erst dann in nennenswertem Umfang mit ausländischen Investitionen rechnen, wenn eine Grundausstattung an öffentlicher Infrastruktur gegeben ist.[173]

Die Analyse der Komposition der Kapitalströme im vorangegangenen Abschnitt hat dieser alten Erkenntnis einen weiteren Aspekt hinzugefügt: Portfolioinvestitionen verhalten sich nicht nur funktional komplementär zu Direktinvestitionen. Sie sind auch dem Volumen der möglichen Kapitaltransfers nach der dominierende Teil internationaler Kapitalflüsse. Der Ausschluß der Entwicklungsländer von diesem großen Pool an Ersparnissen würde jene (aber auch die Kapitalbesitzer) notwendigerweise der größten Chancen der internationalen Finanzintegration berauben. Angesichts der Dominanz von Portfolioinvestitionen im globalen Kapitalmarkt lautet zudem eine naheliegende Vermutung, daß die beobachteten Unterschiede in der Kapitalverflechtung der Weltwirtschaft in erster Linie mit Veränderungen des Umfangs von Portfolioinvestitionen in Entwicklungsländern zu erklären sind.

Die Daten sprechen hier in der Tat eine eindeutige Sprache (Tab. 2.8): Gerade bei den Portfolioinvestitionen ist die Marginalisierung der Entwicklungsländer am deutlichsten. Im Jahr 2000 waren nur sechs Prozent der weltweiten Portfolioinvestitionen in weniger entwickelten Volkswirtschaften angelegt. 1913 waren es deutlich über 40 Prozent.

---

[172] Nurkse (1954), "International Investment To-Day in the Light of Nineteenth-Century Experience", 754/755.

[173] Direktinvestitionen zur Ausbeutung von Bodenschätzen und Rohstoffen können darauf leichter verzichten, da sie in der Regel eigene Infrastruktur aufbauen. Der entwicklungsökonomische Nutzen solcher „Investitions-Inseln“ ist aber sehr umstritten, vgl. United Nations Conference on Aid and Development (UNCTAD) (2000), *The Least Developed Countries 2000 Report*.

Tab. 2.8: Komposition der globalen Investitionsbestände am Jahresende 2001

| % der globalen Investitionen | Direktinvestitionen | Kredite | Portfolioinvestitionen | Anleihen | Aktien |
|---|---|---|---|---|---|
| Westeuropa | 40.7 | 54.6 | 54.5 | 54.2 | 56.5 |
| Nordamerika | 22.3 | 24.9 | 32.7 | 35.8 | 26.7 |
| Japan | 0.7 | 4.3 | 4.4 | 2.8 | 6.5 |
| Afrika | 2.3 | 1.8 | 0.2 | 0.2 | 0.3 |
| Asien | 19.5 | 5.7 | 3.3 | 1.7 | 5.7 |
| Ost- und Südosteuropa | 2.4 | 2.9 | 0.8 | 1.0 | 0.5 |
| Lateinamerika | 10.2 | 4.1 | 2.5 | 3.0 | 2.4 |
| Industrieländer | 75.9 | 86.9 | 94.1 | 93.8 | 94.3 |
| Entwicklungsländer | 24.1 | 13.1 | 5.9 | 6.2 | 5.7 |

Quellen: Direktinvestitionen stammen von der UNCTAD (2003), Bankkredite von der BIS (2004a) und Portfolioinvestitionen aus dem Coordinated Portfolio Investment Survey des IMF (2003b).

Im vergangenen Jahrzehnt erreichte rund ein Viertel der gesamten internationalen Direktinvestitionen Entwicklungsländer, also anteilig rund viermal so viel wie bei den Portfolioinvestitionen. Im Durchschnitt der Jahre 1990-2001 betrugen die Bruttozuflüsse an Direktinvestitionen[174] in Entwicklungsländer („low and middle income countries“) – in der Klassifikation der Weltbank – etwa drei Prozent des Bruttoinlandsproduktes dieser Länder.[175] Für die Gruppe der reichen Länder („high-income countries“) lag die Zahl bei gut vier Prozent – zwar ein Unterschied von einem Prozentpunkt des Bruttoinlandsproduktes, aber sicherlich kein markant hoher. Darüber hinaus verändert sich das Bild zugunsten der Entwicklungsländer, wenn man auf die Bestandsgrößen guckt: Im Jahr 2001 lag der Bestand („inward stock“) an ausländischen Direktinvestitionen in allen Entwicklungsländern bei etwa 1650 Milliarden US-Dollar. Im Verhältnis zu einer Wirtschaftsleistung der Entwicklungsländer von etwa 5500 Milliarden ergibt sich eine Relation von etwa dreißig Prozent. Der Bestand in den entwickelten Industrieländern – einschließlich der entwickelten „Tigerstaaten“ in Ostasien – lag bei etwa 5200 Milliarden bei einer Wirtschaftsleistung von gut 25 Billionen. In den reichen Ländern ist der Anteil der ausländischen Direktinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt mit rund zwanzig Prozent also geringer als in Entwicklungsländern.

Erst wenn man Portfolioinvestitionen und langfristige Bankkredite, also die übrigen zwei Drittel internationaler Kapitalflüsse betrachtet, tritt die Marginalisierung der Entwicklungsländer

[174] Bruttozuflüsse sind Neuinvestitionen von Ausländern minus Repatriierung von zuvor von Ausländern getätigten Investitionen.

[175] Berechnet für die Gruppe der Entwicklungsländer (in Weltbank-Abgrenzung) und Industrieländer auf der Grundlage von World Bank (2003b), *World Development Indicators*.

zutage: Während bei den entwickelten Industrieländer der Brutto-Bestand an ausländischen Investitionen etwa sechzig Prozent des BIP ausmacht, sind es in Entwicklungsländern gerade einmal zwanzig Prozent. Bei den Flußgrößen sieht es im Verhältnis nicht anders aus: Es klafft eine große Lücke zwischen der Attraktivität entwickelter und unterentwickelter Länder als Anlageziel für passive Kapitalanlagen.

## 7. Der internationale Anleihemarkt als Motor der Entwicklungsfinanzierung vor 1914

Die minutiöse statistische Auswertung durch Irving Stone macht es möglich, die Strukturen des britischen Kapitalexports in Entwicklungsländer noch genauer nachzuzeichnen.[176] Im Gegensatz zur gegenwärtigen Kritik an Portfolioinvestitionen ist das historische Bild ein sehr viel positiveres. Es gelang vor 1914, in großem Umfang privates Anlagekapital für öffentliche Infrastrukturprojekte zu mobilisieren: „Public overhead investment“, Kreditvergabe an staatliche oder quasi-öffentliche Empfänger, war das herausragende Merkmal der britischen Kapitalexporte vor 1914. Die Präferenz britischer Investoren für Staatsanleihen („government bonds“) einerseits, sowie für Infrastrukturprojekte von öffentlichem Nutzen andererseits, ist in der Tat bemerkenswert. Die Zahlen von Stone geben hier ein eindeutiges Bild: Mehr als ein Drittel der britischen Investitionen zwischen 1865 und 1914 ging direkt an staatliche Kreditnehmer (36 Prozent). Eisenbahntitel folgten mit 32 Prozent der Gesamtinvestitionen, sonstige Investitionen im Bereich „public utilities“ machten weitere gut sechs Prozent aus.[177] Insgesamt waren also rund 75 Prozent der britischen Kapitalmarktinvestitionen „public overhead capital“:

“Some three-quarters of British foreign investment throughout the world fell under this heading [public overhead investments]. This proportion held true for three of the four major climatic-ethnic groupings and was even larger in the remaining region ‘other’, which included China and Japan.”[178]

---

[176] Siehe Stone (1999), *The Global Export of Capital from Great Britain 1865-1914.*

[177] Die Eisenbahnen waren in der Regel in privater Hand, aber bestimmte Projekte oft mit öffentlichen Garantien ausgestattet; Ibid., 412.

[178] Ibid., 23.

Welche Finanzinstrumente machten den Großteil der Kapitalexporte aus? Auch hier lassen Stones Zahlen kaum Fragen offen. Zuerst der Blick auf den gesamten Markt: Der britische Kapitalexport des ausgehenden 19. Jahrhunderts bediente sich in erster Linie des Anleihemarktes – der Bondmarkt, langfristige Zinstitel, stellte an Volumen alles andere in den Schatten. Zwischen 1865 und 1914 waren 68 Prozent der britischen Kapitalexporte Schuldtitel, sogenannte „debentures“.[179] Gewöhnliche Aktien kamen gerade einmal auf 23 Prozent, während ebenfalls festverzinsliche Vorzugsaktien („preference shares“) weitere sechs Prozent ausmachten. Insgesamt waren daher etwa drei Viertel der britischen Kapitalexporte festverzinsliche Titel. Langfristige Zinstitel dominierten in gleichem Maße das Bild des „public overhead investment“. 97 Prozent der Kapitalexporte an öffentliche Schuldner, 77 Prozent der Eisenbahninvestitionen und zwei Drittel sonstiger „public utility investments“ wurden in Form von Anleihen oder anderer festverzinslicher Instrumente getätigt.[180] Zwischen sechzig und siebzig Prozent der gesamten Britischen Kapitalmarktinvestitionen vor dem Ersten Weltkrieg bestanden damit aus zinsgebundenen „public overhead investments“ (Tab. 2.9). Aber auch der Umkehrschluß ist von Interesse: Annähernd neunzig Prozent des Gesamtvolumens des internationalen Bondmarktes waren Anleihen von öffentlichen Kreditnehmern oder Trägern quasi-öffentlicher Infrastrukturinvestitionen.

Tab. 2.9: Öffentliche Infrastrukturinvestitionen („public overhead investment“)

| 1865-1914 | Anteil an gesamten Kapitalexporten, % | festverzinsliche Titel, % | zinsgebundenes „public overhead investment“, % der gesamten Kapitalexporte |
|---|---|---|---|
| Öffentliche Kreditnehmer | 36 | 97 | 35 |
| Eisenbahnen | 32 | 77 | 24 |
| Sonstige public utilities | 6 | 66 | 4 |
| Gesamt | 74 | | 64 |

Quelle: Stone (1999).

Im Durchschnitt waren annähernd drei Viertel der Kapitalmarktinvestitionen in den Ländern der Peripherie festverzinsliche Wertpapiere (Tab. 2.10). Etwa die Hälfte der Anleihen wurde direkt von öffentlichen Schuldnern aufgenommen, im Gegensatz zu 36 Prozent im Gesamtmarkt. Dementsprechend geringer ist der Anteil privater Kreditnehmer, die im Schnitt etwa ein Viertel der

[179] Ibid., 403.

[180] Ibid., 395ff.

Kreditvergabe an Entwicklungsländer auf sich vereinten. Da viele Infrastrukturprojekte, auch wenn sie auf dem Papier von privaten Gesellschaften durchgeführt wurden, öffentliche Beteiligung oder Unterstützung genossen, ist es nicht möglich, staatliche und private Empfänger eindeutig zu trennen. Die öffentliche Hand hat auch bei privaten Investitionen keine unbedeutende Rolle gespielt:

“In addition to loans directly issues by governmental bodies, governments provided incentives to attract foreign capital to the private sector. Such inducement included land grants (particularly to railroads), tariff exemptions, subsidies, tax exemptions and guarantees of interest payments by governments on a stated amount of capital.”[181]

Tab. 2.10: Komposition des britischen Kapitalexports in einzelne Entwicklungsländer

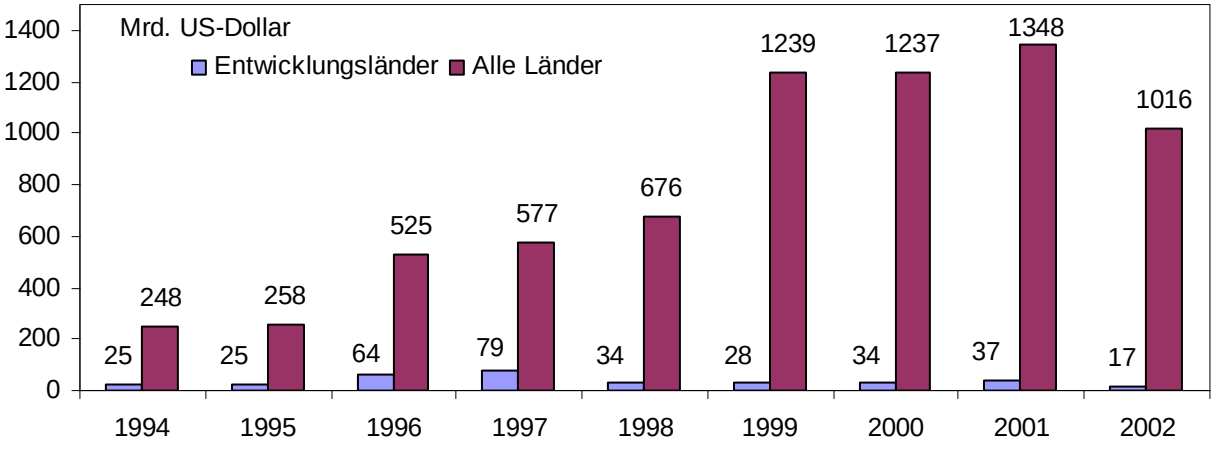
| 1865-1914 | % Zinstitel | % an staatliche Kreditnehmer (ohne Eisenbahnen) | % öffentliche Kreditnehmer (einschließlich Eisenbahnen) |
|---|---|---|---|
| Rußland | 75 | 50 | 75 |
| China | 89 | 65 | |
| Indien | 62 | 46 | 86 |
| Japan | 98 | 93 | |
| Ägypten | 53 | 35 | |
| Südafrika | 63 | 51 | 53 |
| Argentinien | 57 | 22 | 80 |
| Brasilien | 80 | 46 | 78 |
| Chile | 77 | 90 | |
| Mexiko | 73 | 20 | 57 |
| *Mittel* | *73* | *52* | *72* |

Quelle: Stone (1999), 413.

Der überwiegende Teil von Investitionen in Entwicklungsländern bestand vor 1914 aus Schuldtiteln. Daß gerade in diesem Markt der Gegensatz zur gegenwärtigen Globalisierung kaum stärker sein könnte, zeigt Abb. 2.3. Die Marginalisierung der Entwicklungsländer zeigt sich bei den Neuemissionen im letzten Jahrzehnt: Einem boomenden globalen Kapitalmarkt stehen stagnierende Emissionen aus Entwicklungsländern gegenüber.

[181] Ibid., 13.

Abb. 2.3: Neuemissionen internationaler Schuldtitel (1994-2002)




Quelle: BIS (2004a).

Der internationale Anleihemarkt der ersten Globalisierung war der große Finanzier des „public overhead investment“ in der weltwirtschaftlichen Peripherie. Die vergleichsweise hohe Kapitalverflechtung zwischen reichen und armen Ländern vor 1914 war in erster Linie umfangreichen zinsgebundenen Portfolioinvestitionen zu verdanken. Nach 1990 ist der Markt für Schuldtitel fast ausschließlich ein Vehikel der Portfoliodiversifizierung zwischen reichen Volkswirtschaften. Auch im zweiten bedeutenden zinssensitiven Markt, dem langfristigen Kreditmarkt der Geschäftsbanken, sind Entwicklungsländer heute marginalisiert. Gerade der dem Volumen nach größte internationale Finanzmarkt spielt heute keine bedeutende Rolle mehr in der Entwicklungsfinanzierung. Hier liegt der Schlüssel zur Erklärung der unterschiedlichen Muster der Finanzmarktintegration in beiden Globalisierungsphasen.

## 8. Transaktionskosten im internationalen Kreditmarkt

Die finanzielle Desintegration der Entwicklungsländer tritt im internationalen Kreditmarkt am deutlichsten hervor, während kapitalarme Ökonomien für Direktinvestoren ein vergleichsweise attraktives Ziel geblieben sind. Kann dieser deskriptive Befund erste Hinweise auf die Ursachen dieser Entwicklung geben? Ein Blick in die Transaktionskostenökonomie soll erklären helfen, warum die unterschiedlichen Finanzierungsformen in verschiedenem Ausmaß betroffen sind.

Die Transaktionskostenökonomie versteht die verschiedenen Formen des internationalen Kapitaltransfers als institutionelle Antworten auf Risiken und Kosten von Markttransaktionen. Zwei Dimensionen der Organisation des internationalen Kapitaltransfers werden unterschieden. Der Transfer des Kapitals kann entweder über den Preismechanismus oder hierarchisch – innerhalb eines

Unternehmens – koordiniert werden. Bankkredite und Anleihemärkte sind Beispiele für eine Koordination durch den Preis, während Direktinvestitionen und Aktienkäufe hierarchische Transfers sind. Die zweite Dimension betrifft die Intermediation. Sparer können entweder direkt mit den Kreditnehmern oder Firmen interagieren (Portfolioinvestitionen in Anleihen und Aktien) oder der Finanztransfer kann durch Intermediäre wie Banken oder durch direkt investierende Unternehmen erfolgen. Es ergeben sich daher vier Organisationsmöglichkeiten für internationale Investitionen: Preissteuerung mit Intermediation (Bankkredit), Preissteuerung ohne Intermediation (Bondmarkt), hierarchische Steuerung mit Intermediation (Direktinvestition) sowie hierarchische Steuerung ohne Intermediation (Aktienkauf durch den einzelnen Investor). Interessant an dieser „corporate governance“-Perspektive auf internationale Kapitalflüsse ist die Wahl zwischen dem Preismechanismus und dem hierarchischem Transfer. Denn im historischen Vergleich hat sich gezeigt, daß insbesondere der preisbasierte Transfer (der Anleihemarkt) in der Gegenwart keine bedeutende Rolle mehr in der Entwicklungsfinanzierung spielt. Im Fall des preis- bzw. marktbasierten Transfers von Kapital (Anleihemärkte oder Bankkredite) wird vertraglich vereinbart, daß der Gläubiger dem Schuldner eine bestimmte Summe zur Verfügung stellt, die in der Zukunft mit Zins zurückgezahlt wird. Auf welche Weise der Schuldner die zur Rückzahlung notwendigen Gelder erwirtschaftet, entzieht sich dem Einfluß des Gläubigers. Allein der Preis wird im voraus festgelegt, während der Schuldner frei ist in der Wahl der Mittel, die Ressourcen zu erwirtschaften, die er benötigt, um das Kapital mit Zins zurückzuzahlen. Bei hierarchischen Transfers von Kapital werden die Gläubiger hingegen direkt an den Gewinnen der Unternehmung beteiligt und besitzen das Recht, die Verwendung der Mittel zu beeinflussen oder zu kontrollieren.

Im Spiegel der Transaktionskostenökonomie stellt der Preismechanismus wesentlich höhere Anforderungen an den institutionellen Rahmen des Marktes. Zum einen entstehen durch den intertemporalen Charakter des Kreditgeschäfts signifikante Vertragsdurchsetzungskosten. Zum anderen müssen die Risiken des Projekts relativ gut einschätzbar und zu überwachen sein, um Informationskosten gering zu halten. Solche Transaktionskosten spielen aufgrund der Identität von Investor und Schuldner beim hierarchischen Transfer nur eine untergeordnete Rolle.

Der hierarchische Transfer dominiert dann, wenn die Transaktionskosten hoch sind. Je unsicherer die Vertragserfüllung und je höher die Kosten der Information und des Monitoring, um so geringer wird das Volumen der internationalen Kreditvergabe sein, während Direktinvestitionen und sonstige Aktienkäufe in weit geringerem Maße oder gar nicht davon betroffen sein müssen. Diese Konsequenzen lassen sich an den spezifischen Risiken ablesen, denen sich internationale Investoren unterwerfen. Der Direktinvestor bleibt Eigentümer des Kapitals, das er nur von einer staatlichen Jurisdiktion in eine andere transferiert. Das einzige Risiko, das er nicht selbst steuern kann, ist das Risiko der Enteignung durch den Gaststaat. Anleihe- und Kreditmärkte bergen hingegen zusätzliche

Risiken. Der Investor übergibt sein Kapital an einen ausländischen Schuldner – als Gegenleistung erhält er allein ein vertragliches Versprechen, daß Zins und Kapital pünktlich gezahlt werden. Die Vertragserfüllung und die Güte der Information über den Vertragspartner sind ungleich wichtiger als bei hierarchisch organisierten Transfers.

Aus dieser Perspektive spricht vieles dafür, daß die Transaktionskosten im Kreditmarkt deutlich gestiegen sind, während der hierarchische Transfer des Kapitals (etwa in Form von Direktinvestitionen) von dieser Entwicklung weniger betroffen war. Im folgenden Teil soll an diese Beobachtung angeknüpft und der Frage nachgegangen werden, warum insbesondere der Anleihemarkt heute in weitaus geringerem Maße Träger der Entwicklungsfinanzierung ist.

## 9. Zusammenfassung

Die Ergebnisse dieses Kapitels legen den Schluß nahe, daß sich hinter dem einheitlichen Begriff der finanziellen Globalisierung im Hinblick auf Strukturen der Kapitalverflechtung verschiedene Realitäten verbergen.

(1) Das Lucas-Paradoxon wiegt heute deutlich schwerer als vor dem Ersten Weltkrieg, als auch eine Reihe von armen Ländern zu den wichtigsten Empfängern von Kapitalflüssen gehörte. Sowohl in Relation zur Wirtschaftsleistung der reichen als auch der armen Länder ist der gegenwärtige Kapitalmarkt weit weniger erfolgreich darin, Ersparnisse in arme Regionen zu transferieren.

(2) Die gegenwärtige finanzielle Globalisierung ist im Unterschied zu ihrem historischen Vorgänger vor allem eine „Rich-Rich Affair“, in der arme Länder marginalisiert sind.

(3) Der relative entwicklungsökonomische Erfolg der ersten Globalisierung war in erster Linie dem globalen Bondmarkt zu verdanken, der die Finanzierung des „public overhead investment“ in armen Ländern übernommen hat. Gerade in diesem Marktsegment tritt die Desintegration der Entwicklungsländer heute auffällig zu Tage. Die Suche nach den Ursachen der Unterschiede zwischen damals und heute muß daher insbesondere auf die Frage eingehen, weshalb Anleger im internationalen Kreditmarkt in der Gegenwart kaum noch bereit sind, in Entwicklungsländern zu investieren.

# TEIL II: Länderrisiko und Kapitalmarktintegration

*The supply of, and the demand for, capital, however, are affected in innumerable ways by every kind of influence. The character and capacity of people, the nature of their institutions, the extent and productivity of the land, and the pecularities of the climate, all have their bearing on the question. But while no useful purpose would be served in discussing the matter ab ignitio and in the abstract, it may be worth while to consider the effect of certain kinds of forces upon foreign investment, and to observe how the export of capital may be checked or stimulated.*

C. K. Hobson, 1914[182]

Vor dem Ersten Weltkrieg floß europäisches Kapital in großem Umfang aus den Finanzzentren des Kontinents in die Peripherie und hat einen wichtigen Beitrag zum Aufbau einer modernen Infrastruktur in Afrika, Asien und Lateinamerika geleistet. Die Geschichte des internationalen Kapitalmarktes unterstreicht, daß ein freier Weltmarkt für Kapital – unter bestimmten Bedingungen – der Motor der Entwicklungsfinanzierung sein kann. Aber gerade der Anleihemarkt, der Hauptträger der Entwicklungsfinanzierung im 19. Jahrhundert, spielt heute keine wichtige Rolle mehr. Warum haben sich die Strukturen der Kapitalverflechtung der Weltwirtschaft so stark verändert? Lassen sich die Bedingungen wiederherstellen, die den privaten Kapitalexport von Reich nach Arm getragen haben? In diesem Teil der Studie werden Antworten auf diese Fragen gesucht.

Ein Blick in die ökonomische Literatur zeigt, daß – ganz im Sinne des Zitates von C.K. Hobson – alle Versuche, Kapitalflüsse von Reich nach Arm „ab ignitio and in the abstract“ zu behandeln, zu wenig brauchbaren Antworten geführt haben. Die Kapitalmarkttheorie kämpft mit einer Reihe von Paradoxa und hat große Schwierigkeiten, die realen Strukturen internationaler Kapitalbewegungen mit ihren theoretischen Postulaten zu vereinen. Der „home bias“ und das „Lucas-Paradoxon“ sind bekannte Beispiele solcher offensichtlicher Unvereinbarkeiten zwischen Theorie und Praxis. Bis heute liegt der Wert solcher friktionslosen Modelle – in den Worten von John Williamson – in „analytical tractability rather than empirical realism“.[183]

In diesem Teil wird eine Frage theoretisch und empirisch erörtert, die in den theoretischen Modellen nur unzureichend beachtet und erst in letzter Zeit wieder verstärkt thematisiert worden ist:

---

[182] Hobson (1914), *Export of Capital*, 39.

[183] Williamson (1987), "International Capital Flows", 895.

die Bedeutung von Investitionsrisiken für die Kapitalmarktintegration. Hohe Ausfallrisiken können Investitionsprojekte unrentabel machen, und zwar unabhängig von der theoretisch intensiv diskutierten Frage nach den fundamentalen Unterschieden in der Kapitalproduktivität zwischen armen und reichen Ländern. Theoretisch läßt sich der Einfluß der Risikoeinschätzung des Marktes auf die Strukturen der weltwirtschaftlichen Kapitalverflechtung sowohl in den Fundamentalmodellen als auch im empirisch dominierenden Push-and-Pull-Ansatz und aus der Perspektive der mikroökonomischen Kapitalmarkttheorie zeigen. Die geringe Integration der Entwicklungsländer in den globalen Kapitalmarkt der Gegenwart, so die Kernhypothese dieses Teils, dürfte eine Konsequenz vergleichsweise hoher Investitionsrisiken sein. Denn im historischen Vergleich zeigen sich enorme Differenzen in der Markteinschätzung von Investitionsrisiken in Entwicklungsländern.

# KAPITEL 3: INVESTITIONSRISIKEN UND KAPITALFLÜSSE VON REICH NACH ARM

Warum fließt heute deutlich weniger Kapital von Reich nach Arm? Weshalb wurden die Entwicklungsländer von dem finanziellen Integrationsprozeß abgekoppelt, den die Industrieländer in den letzten Jahrzehnten erlebt haben? Es wird sich zeigen, daß konventionelle makroökonomische Fundamentalmodelle bei der Suche nach einer Erklärung nur von geringem Nutzen sind. Die Risikowahrnehmung des Finanzmarktes spielt hingegen in der Praxis eine wichtige Rolle für die Attraktivität von Entwicklungsländern für ausländisches Kapital und könnte erklären, warum insbesondere der Anleihemarkt als Vehikel des Kapitaltransfers von Reich nach Arm weitgehend ausgefallen ist.

## 1. Kapitalverflechtung in theoretischer Perspektive

Grundsätzlich gibt es für Anleger dann einen Anreiz, Kapital außerhalb des eigenen Landes zu investieren, wenn sich eine höhere Verzinsung des Kapitals erzielen läßt oder wenn der Investor das Risiko seines Portfolios reduzieren kann. Finanzanlagen in Entwicklungsländern müssen also entweder Rendite- oder Diversifizierungschancen bieten, um wahrgenommen zu werden.

Die Portfoliotheorie wird oft als Bestandstheorie bezeichnet, weil sie Aussagen über die optimale Verteilung des Anlagekapitals macht, aber weniger hilfreich ist, kontinuierliche Kapitalflüsse zwischen einzelnen Volkswirtschaften zu erklären.[184] Denn Ungleichgewichte in der Portfoliostruktur sollten sofort durch eine einmalige Reallokation des Kapitals ausgeglichen werden, so daß sich die optimale Portfolioverteilung wieder etabliert.[185] Die Portfoliotheorie erklärt internationale Kapitalverflechtung mit Diversifizierungsgewinnen im Sinne des bekannten „mean-variance“-Modells von Tobin und Markowitz: Risikoaverse Investoren werden demnach bei einem gegebenen Renditeziel stets das Portfolio bevorzugen, welches die geringste Varianz der erwarteten Erträge aufweist. [186] Die Beimischung von internationalen Titeln in ein Portfolio kann die Varianz senken und die Erträge stabilisieren, wenn die Korrelation der Einzelerträge gering ist.[187] Weniger mathematisch

[184] Ibid., 895.

[185] Siehe Ibid., 895f.

[186] Siehe die klassischen Aufsätze: Markowitz (1952), "Portfolio Selection"; Tobin (1958), "Liquidity Preference as a Behaviour Towards Risk".

[187] Hallwood und MacDonald (1994), *International Money and Finance*, 313.

hat C.K. Hobson diese Einsicht schon 1914 beschrieben: “Not to put all his eggs in one basket, unless that basket is very closely watched and guarded, is a first canon of the wise investor.”[188]

So haben Investoren, die zwar Aktien und Anleihen aus verschiedenen Wirtschaftssektoren, aber eben nur aus einem einzigen Land besitzen, ihr Risiko zwar sektoriell diversifiziert. Sie sind aber weiter in vollem Umfang Risiken ausgesetzt, welche die gesamte Volkswirtschaft treffen, z.B. eine gesamtwirtschaftliche Rezession. Dieses verbleibende gesamtwirtschaftliche Risiko ließe sich durch eine internationale Streuung reduzieren, und zwar insbesondere dann, wenn die Konjunkturzyklen zwischen den einzelnen Volkswirtschaften nicht korreliert sind.[189] Inwiefern könnte die Portfoliotheorie helfen, die drastischen Unterschiede bei der Kapitalmarktintegration der Entwicklungsländer zwischen damals und heute zu erklären? In erster Linie dann, wenn sich zeigen ließe, daß sich heutzutage keine Diversifizierungsgewinne mehr durch Investitionen in Entwicklungsländern erzielen lassen. Daß aber weiterhin enormes Potential in dieser Hinsicht besteht, demonstriert ein kurzer Blick auf die Korrelation der Wachstumsraten einzelner Länder: Die Wachstumsraten reicher und armer Länder sind im Verlauf der letzten Jahrzehnte nur sehr schwach positiv oder sogar negativ korreliert.[190] Wie Maurice Obstfeld betont, sind die Diversifizierungschancen daher gerade bei Investitionen in Entwicklungsländern hoch.[191]

Auch die Diskussion um den sogenannten „home bias“, der sich in den Portfolien einzelner Länder beobachten läßt, unterstreicht ungenutzte Diversifizierungschancen.[192] Im Gegensatz zu den Voraussagen der Theorie nehmen Investoren die Möglichkeiten der Diversifizierung nur in sehr geringem Umfang wahr. Zwischen achtzig und neunzig Prozent der Portfolios der entwickelten Industrieländer bestehen weiterhin aus Finanzanlagen aus dem jeweiligen Heimatland, während eine effiziente Portfoliostruktur verschiedene Volkswirtschaften etwa im Verhältnis zur

---

[188] Hobson (1914), *Export of Capital*, 35.

[189] Die theoretischen Grundlagen finden sich in: Obstfeld und Rogoff (1996), *Foundations of International Macroeconomics*, Kap. 5.

[190] Harms (1999), "International Investment, Political Risk, and Growth", 17.

[191] Obstfeld (1995), "International Capital Mobility in the 1990s".

[192] Sowohl die finanzwissenschaftliche Literatur (‚equity home bias’) als auch die Makroökonomie (‚consumption home bias’) haben sich mit dem Phänomen beschäftigt. Trotz geringfügiger Unterschiede – die Finanzliteratur betrachtet Aktienpreise als exogen, während sie im makroökonomischen Modell endogen sind, also indirekte Funktionen des Konsums. Vgl. Bartram und Dufey (2001), "International Portfolio Investment".

Marktkapitalisierung oder ihrem Anteil am BIP der Weltwirtschaft gewichten sollte.[193] Ein risikoaverser deutscher Anleger dürfte also nicht einmal zehn Prozent seiner Anlagen innerhalb Deutschlands tätigen, während bei perfekter Diversifizierung über neunzig Prozent des deutschen Marktes in den Händen von Ausländern sein müßten. Selbst für die größeren USA bleiben die potentiellen Diversifizierungseffekte enorm.

Der „home bias" hat eine voluminöse Forschungsliteratur ausgelöst, der es aber nur zu einem gewissen Teil gelungen ist, das Paradoxon aufzulösen. So tritt ein gewisser Diversifizierungseffekt schon durch den Besitz von Aktien von Unternehmen ein, die international tätig sind. Ebenso gibt es Anzeichen, daß sich der home bias im letzten Jahrzehnt in Folge der fortschreitenden Integration der Märkte verringert hat.[194] Das Phänomen der mangelnden Diversifizierung bleibt aber grundsätzlich bestehen. Ein Mangel an Diversifizierungschancen kommt als Erklärung für die geringen Kapitalflüsse aus reichen in arme Länder in der gegenwärtigen Globalisierung nicht in Frage. Im Gegenteil, die eigentliche Frage ist, warum diese Chancen nicht genutzt werden. Die deskriptive Portfoliotheorie kann dazu wenig sagen.[195]

Komplizierter ist die Betrachtung der Kapitalflüsse im globalen Finanzmarkt unter dem Blickwinkel von Renditedifferenzen. Denn in einem friktionslosen, gleichgewichtigen Wettbewerbsmarkt wären die Renditen weltweit bereits angeglichen, so daß alle Anlagen die gleiche risikobereinigte Rendite tragen würden, wenn die Investoren risikoneutral sind. Nur wenn es temporäre Ungleichgewichte im Markt gibt, könnte ein Investor in Entwicklungsländern noch „Extra-Profite" erzielen. Nimmt man an, daß im Zuge des Abbaus von Kapitalverkehrskontrollen in den 1990er Jahren ein integrierter Weltkapitalmarkt entstanden ist und dieser dem theoretischen Ideal eines Wettbewerbsmarktes hinreichend nahe kommt, dann wären eventuelle Ungleichgewichte im Markt – temporäre Unterschiede in der Kapitalverzinsung beim Übergang von Autarkie zur internationalen Integration – von Kapitalflüssen relativ schnell angeglichen worden. Zwar gäbe es weiterhin *ex ante* unterschiedliche Renditen. Diese wären aber nur eine Konsequenz höherer Ausfallrisiken. Die realisierten Erträge (*ex post*) würden statistisch identisch sein, weil die Risikoprämien – zumindest in der Theorie – exakt der Wahrscheinlichkeit des Zahlungsausfalls

---

[193] Lewis (1999), "Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption".

[194] Ibid.

[195] Ergänzend ist anzumerken, daß auch andere Kernhypothesen der Portfoliotheorie bisher der empirischen Überprüfung nicht standhalten. Dies gilt insbesondere für das „pricing" von Finanzanlagen über ihr nicht-diversifizierbares, systematisches Risiko – die Korrelation mit dem Weltportfolio – im Sinne des Capital Asset Pricing Model (CAPM). Siehe Fama und French (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns".

entsprechen würden. Im statistischen Mittel würde daher auf Kapital ein einheitlicher risikobereinigter Weltzins gezahlt.

Hinter der Erwartung identischer realer Renditen verbergen sich aber zwei zweifelhafte Annahmen: Erstens die Annahme, daß der Markt in der Tat reibungslos funktioniert und Akteure die Zukunft exakt voraussehen können.[196] Zweitens, daß Investoren „risikoneutral" sind, also indifferent sind in bezug auf die Variabilität ihrer Erträge und nur auf die im statistischen Mittel zu erzielenden Gewinne achten. Letzteres wird von der Finanzierungslehre bestritten, die postuliert, daß Investoren risikoavers sind und „excess returns" nur dann zu erklären sind, wenn der Investor eine höhere Unsicherheit der Erträge in Kauf nimmt.[197] Mit anderen Worten wäre nicht nur die im Mittel erwartete Rendite, sondern auch deren Varianz für den Investor wichtig. Bei identischen Erträgen werden Investoren eine zusätzliche Prämie für höhere Volatilität verlangen.[198]

Michael Edelstein hat in seiner umfassenden Studie die Erträge auf britische und ausländische Anlagen für die Zeit von 1870 bis 1914 unter diesem Blickwinkel untersucht. Er kam zu dem Ergebnis, daß es systematische Unterschiede zwischen den realisierten Renditen beider Anlageklassen gab – in deutlichem Gegensatz zu der Erwartung identischer Renditen in einem integrierten Markt.[199] In einem zweiten Schritt hat Edelstein auch die Hypothese getestet und verworfen, daß die Unterschiede zwischen *ex ante*- und *ex post*- Renditen durch höhere Preisrisiken im Sinne des Capital Asset Pricing Modells (CAPM) erklärt werden können. Er vermutet statt dessen, daß in der Zeit vor 1914 letztlich temporäre Ungleichgewichte im Markt existierten, die offenbar auch über längere Zeit bestehen blieben:

„What accounts, then, for the gap in risk-adjusted returns? The most plausible hypothesis is that overseas regions tended to generate greater amounts of profitable resource, transportation, industrial and marketing opportunities, which periodically led to higher returns abroad than at home."[200]

---

[196] Edelstein (1982), *Overseas Investment in the Age of High Imperialism*, 113.

[197] Markowitz (1952), "Portfolio Selection".

[198] Das spezifische Risiko einer Finanzanlage bemißt sich danach nach ihrer Korrelation mit einem optimalen, diversifizierten Marktportfolio, ausgedrückt durch den Korrelationskoeffizienten „Beta". Vgl. Brennan (1987), "Capital Asset Pricing Model".

[199] Edelstein (1982), *Overseas Investment in the Age of High Imperialism*, 130.

[200] Edelstein (1994a), "Foreign Investment and Accumulation, 1860-1914", 183.

Andererseits spricht vieles dafür, daß die Marktteilnehmer rasch auf neue Investitionsmöglichkeiten reagieren und sich daher die Erträge auf unterschiedliche Anlagen über die Zeit zumindest der Tendenz nach angleichen. So waren auch in der Untersuchung von Edelstein die Renditeunterschiede zwischen „home and foreign investments" mit ein bis zwei Prozentpunkten relativ gering, jedenfalls wenn man sie mit den astronomischen Unterschieden in der Kapitalproduktivität vergleicht, von denen einige Wachstumsmodelle ausgehen, von denen gleich die Rede sein wird.[201]

Auch Barry Eichengreen und Richard Portes haben für die Zwischenkriegszeit keine großen Differenzen der *ex post*-Renditen von ausländischen und amerikanischen bzw. britischen Anleihen feststellen können.[202] Peter Lindert und Peter Morton haben die realisierten Erträge auf Anleihen zehn wichtiger Kreditnehmer im Zeitraum von 1895-1914 verglichen und kamen zu einem vergleichbaren Ergebnis: Differenzen zwischen den realisierten Gewinnen waren mit nur etwa 40 Basispunkten relativ gering, kaum von statistischem Irrtum zu unterscheiden.[203] Obwohl es teilweise markante Abweichungen vom Postulat der identischen risikobereinigten Renditen gegeben hat[204], ist David Landes wohl grundsätzlich zuzustimmen, wenn er bemerkt:

„Manche Forscher, die sich mit der Wirtschaftsentwicklung und speziell mit der Rückständigkeit der Dritten Welt befassen, versuchen den Rückstand damit zu erklären, daß die reichen Länder nicht willens sind, in die armen Länder zu investieren. Der Vorwurf läßt sich weder historisch noch logisch halten. Unternehmer sind immer ‚wegen des Geldes dabei', und Geld verdienen und nehmen sie, wo sie nur können."[205]

Wenn profitable Investitionsmöglichkeiten mit der Zeit auch genutzt werden, aber dennoch wenig Kapital in die Entwicklungsländer fließt, tut sich ein Problem für die neoklassische Wachstumstheorie auf. In der bekannten Welt neoklassischer Modelle ist die Verzinsung des Kapitals

---

[201] Vgl. Ibid., 184.

[202] Eichengreen und Portes (1986), "Debt and Default in the 1930s: Causes and Consequences".

[203] Lindert und Morton (1989), "How Sovereign Debt Has Worked".

[204] Ferguson weist darauf hin, daß die realisierten Erträge auf Anleihen britischer Kolonien zwischen 1850 und 1914 im Mittel höher waren als die unabhängiger Länder: Ferguson (2003c), "Globalization With Gunboats", 12.

[205] Landes (2002), *Wohlstand und Armut der Nationen*, 283.

in armen Ländern aufgrund der geringeren Ausstattung mit Kapital wesentlich höher; Kapitalbesitzer aus reichen Ländern sollten dort investieren, bis sich die Realzinsen weltweit angeglichen haben. Von unsichtbarer Hand aggregiert, würde die individuelle Nutzenmaximierung der Investoren für eine global effiziente Allokation des Kapitals, den raschen Aufbau eines Kapitalstocks in den armen Ländern sowie in der Folge für höhere Wachstumsraten und Einkommenskonvergenz mit den reichen Regionen sorgen.[206]

Der kritische Punkt hierbei ist die Annahme, daß vor allem die relative Kapitalausstattung maßgeblichen Einfluß auf die Produktivität des Kapitals hat, also Kapital in kapitalarmen Ländern automatisch produktiver eingesetzt werden kann als in kapitalreichen Ländern. Ein klassisches Beispiel eines solchen Modells stammt von MacDougall: Die gesamtwirtschaftliche Produktion ergibt sich aus der gleichen Produktionsfunktion mit zwei Faktoren, Kapital und Arbeit, während alle Länder den gleichen Zugang zu Technologie haben.[207] Allein internationale Differenzen in der Kapitalausstattung pro Kopf entscheiden dann über die Produktivität des Kapitals in verschiedenen Ländern. Da Kapital in armen Ländern per Definition knapper ist als in reichen, ist der Realzins dort höher, so daß bei offenen Grenzen für Kapital Investitionsströme in die kapitalarmen Länder ausgelöst würden. Das Bruttoinlandsprodukt des Kapitalimporteurs und das Nationaleinkommen des Exporteurs würden gleichzeitig wachsen. Die Voraussagen des neoklassischen Wachstumsmodells haben sich allerdings als zweifelhaft erwiesen. Robert Lucas hat in seinem bereits erwähnten Aufsatz darauf hingewiesen, daß die Empirie in diesem Punkt auf paradoxe Weise der Theorie widerspricht:

„If this model were anywhere close to being accurate, and if world capital markets were anywhere close to being free and complete, it is clear that, in the face of return differentials of this magnitude, investment goods would flow rapidly from the United States and other wealthy countries to India and other poor countries.”[208]

Wenn man aus den Fakten ein Gesetz ableiten wollte, dann eher das eines „wealth bias“: Länder, die bereits über einen hohen Kapitalstock verfügen, ziehen gleichzeitig die umfangreichsten internationalen Investitionen an.[209] Dieses Phänomen ist im Laufe des letzten Jahrhunderts stärker und

---

[206] Vgl. Barro, Mankiw und Sala-i-Martin (1995), "Capital Mobility in Neoclassical Models of Growth".

[207] Ein Überblick findet sich in: Eaton und Taylor (1986), "Developing Country Finance and Debt".

[208] Lucas (1990), "Why Doesn't Capital Flow From Rich to Poor Countries?", 92.

[209] Siehe Clemens und Williamson (2004), "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom".

nicht etwa schwächer geworden. Offen bleibt aber die Frage, wo der Fehler liegt: Sowohl die Annahme einer höheren Grenzproduktivität des Kapitals in armen Ländern könnte unzutreffend sein als auch andere Faktoren (wie Marktversagen) könnten dazu führen, daß grundsätzlich profitable Investitionschancen nicht wahrgenommen werden. In jedem Fall ist von massiven Kapitalflüssen in die Peripherie heute wenig zu sehen, wie im vorigen Kapitel gezeigt werden konnte.

Die umfangreiche wissenschaftliche Diskussion des Lucas-Paradoxons läßt sich unter diesem Vorzeichen lesen.[210] Auf der einen Seite wird argumentiert, daß die Annahmen der neoklassischen Wachstumstheorie in bezug auf die Determinanten der Kapitalproduktivität falsch sind: Dritte Faktoren – etwa Differenzen in der Humankapitalausstattung und der Arbeitsproduktivität, ungleicher Zugang zu Technologie oder demographische Entwicklungen – könnten die Produktivität des Kapitals in armen Ländern auch dann gering halten, wenn Kapital knapper ist als in reichen Volkswirtschaften. Das ist der Weg, den die „neue“ Wachstumstheorie gegangen ist.[211] Je nachdem, welches Gewicht man dritten Faktoren einräumt, die die Kapitalproduktivität beeinflussen, sind die Anreize für Kapitalexporte in arme Länder in diesen Modellen sehr viel geringer oder ganz und gar abwesend.

Auf der anderen wird die Position vertreten, daß das neoklassische Modell grundsätzlich zwar stimmig ist, aber „Imperfektionen“ des internationalen Kapitalmarkts verhindern, daß Kapital dorthin fließt, wo es eigentlich doch am produktivsten wäre. Die Anhänger des neoklassischen Wachstumsmodells halten insofern an der Grundannahme fest, daß Kapital in kapitalarmen Ländern produktiver ist, und machen nicht-fundamentale Faktoren für die – im Vergleich zu den theoretischen Voraussagen – viel zu geringen Kapitalflüsse verantwortlich. In erster Linie kommen hier Probleme der Marktordnung in Betracht:[212] Akteure auf dem internationalen Finanzmarkt sind mit den gleichen Problemen konfrontiert, die andere Märkte plagen: Nur in Ausnahmefällen gibt es die vollständigen und friktionslosen Wettbewerbsmärkte bei symmetrischer Informationsverteilung, von denen die ökonomische Theorie ausgeht. Ein realer Akteur im internationalen Finanzmarkt ist nicht über Ländergrenzen hinweg über die Kreditwürdigkeit eines Landes ebenso gut informiert wie dessen

---

[210] Eine Übersicht über die theoretische Debatte findet sich in: Clemens (2001), "Do Rich Countries Invest Less In Poor Countries Than the Poor Countries Themselves?"; sowie: Barro, Mankiw und Sala-i-Martin (1995), "Capital Mobility in Neoclassical Models of Growth"; Manzocchi (1999), *Foreign Capital in Developing Economies*; Lucas (1990), "Why Doesn't Capital Flow From Rich to Poor Countries?"; Clemens und Williamson (2004), "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom".

[211] Manzocchi und Martin (1997), "Modèle de croissance neoclassique et flux des capitaux".

[212] Siehe Gertler und Rogoff (1990), "North-South Lending and Endogenous Capital Market Inefficiencies".

Finanzministerium und kann auch die Zukunft nicht im Sinne einer konkreten Wahrscheinlichkeit voraussagen oder Verträge kostenlos durchsetzen.[213]

Die Frage, ob derartige Marktimperfektionen den geringen Umfang der Kapitalflüsse von Reich nach Arm tatsächlich erklären können, hat sich als stimulierendes Forschungsfeld erwiesen.[214] Die neue Wachstumstheorie ist dabei zum Verfechter der Idee der effizienten Märkte geworden. Die Replik der Neoklassiker hingegen ist so einfach wie schwer zu beweisen: Probleme der Marktordnung existieren und sind in vielen Bereichen auch gut dokumentiert; offen ist, wie schwer sie wiegen. Die Möglichkeit von Marktimperfektionen stellt beide Denkschulen vor ein praktisches Problem: Die neue Wachstumstheorie geht in der Regel von den in der Realität beobachteten Kapitalflüssen aus und versucht, die fundamentalen Faktoren zu isolieren, welche diese Flüsse erklären können. Wenn Länder mit einem höheren Bildungsniveaus statistisch signifikant mehr Kapital anziehen, wird dies als Hinweis darauf gewertet, daß Humankapital einen wichtigen Einfluß auf die Produktivität des Kapitals hat.[215] Was aber, wenn Marktversagen dazu führt, daß nur bestimmte Kapitalflüsse zu beobachten sind, während andere von vornherein nicht stattfinden? Alle Versuche, auf dieser Grundlage die maßgeblichen Faktoren zu identifizieren, würden letztlich im Zirkelschluß münden: Man wird nur das finden, was man sucht. Marktversagen ist ebenso schwer zu beweisen wie zu widerlegen.

## 2. Investitionsrisiken, Kapitalproduktivität und Entwicklungsfinanzierung im internationalen Anleihemarkt

Angesichts der theoretischen Extrempositionen in der Debatte um das Lucas-Paradoxon haben sich in jüngster Zeit einige Ökonomen für eine pragmatische Herangehensweise ausgesprochen.[216] Sie teilen die Auffassung, daß der internationale Finanzmarkt nicht immer effizient ist, akzeptieren aber auch, daß dritte Faktoren die Kapitalproduktivität beeinflussen können. Eine solche Mittelposition wird

---

[213] Eaton und Taylor (1986), "Developing Country Finance and Debt", 372.

[214] Siehe Clemens (2001), "Do Rich Countries Invest Less In Poor Countries Than the Poor Countries Themselves?".

[215] Ein jüngstes Beispiel ist der Aufsatz von Clemens und Williamson (2004), "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom".

[216] Siehe Reinhart und Rogoff (2004), "Serial Default and the 'Paradox' of Rich to Poor Capital Flows".

insbesondere von Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff vertreten.[217] Reinhart und Rogoff versuchen, zwei Argumentationslinien zu verbinden: Die Unterschiede in der Kapitalproduktivität zwischen reichen und armen Ländern mögen aufgrund der Faktoren, welche die neue Wachstumstheorie benannt hat, nicht so astronomisch hoch sein, wie es die einfachen neoklassischen Modelle suggerieren. Aber in vielen Fällen sind es Kreditrisiken, die von vornherein verhindern, daß fundamentalen Differenzen in der Kapitalproduktivität überhaupt zum Tragen kommen können:

"If credit market imperfections abate over time … 'new growth' elements may come to play a larger role. But as long as the odds of non repayment are as high as 65 percent for some low income countries, credit risk seems a far more compelling reason for the paucity of rich-poor capital flows."[218]

Der Grundgedanke der Argumentation ist also, daß Kreditrisiken die möglichen Unterschiede in der Kapitalproduktivität überlagern können, und zwar unabhängig von der theoretischen Debatte um die fundamentalen Faktoren, die die Kapitalproduktivität bestimmen. Investitionschancen bleiben ungenutzt, weil die Investitionsrisiken in den Augen des Marktes zu hoch sind. Reinhart und Rogoff verbinden diesen Gedanken mit der Beobachtung, daß viele Entwicklungsländer mit bemerkenswerter Regelmäßigkeit zahlungsunfähig werden und das geliehene Kapital nicht zurückzahlen („serial default"). Geschichtskundige Investoren hätten also allen Grund zur Besorgnis.

Gerade im internationalen Anleihemarkt, auf dem sich – wie bereits erläutert – die entwicklungsökonomische „performance" zwischen beiden Globalisierungsphasen am markantesten unterscheidet, läßt sich die Bedeutung von Investitionsrisiken für den Umfang der Kapitalflüsse von Reich nach Arm einfach nachweisen: Investoren auf dem internationalen Finanzmarkt lassen sich bei ihren Anlageentscheidungen von der (nominalen oder *ex ante*) Rendite und der Einschätzung des Ausfallsrisikos einer Anlage leiten. Beide zusammen ergeben den erwarteten Ertrag („expected return") einer Finanzanlage. Währungs- und Inflationsrisiken können für den Kreditgeber im internationalen Kontext zwar grundsätzlich eine wichtige Rolle spielen, sind aber für den Investor in Entwicklungsländern in der Regel ein weniger akutes Problem, da der bei weitem überwiegende Teil der Kapitalflüsse damals wie heute in den „harten" Währungen der entwickelten Länder denominiert ist. Das Inflationsrisiko für den Investor entspricht damit dem von alternativen Anlagen in den

[217] Ibid.

[218] Ibid., 12.

kapitalreichen Ländern, während Wechselkursrisiken in erster Linie von den Kapitalimporteuren getragen werden.[219]

Ein rational handelnder Investor wird aus einer Vielzahl von möglichen Anlageoptionen stets diejenige auswählen, die seiner Vorstellung und seinen Anlagezielen nach den höchsten zu erwartenden Ertrag abwirft. Unter der Annahme, daß die Zukunft im Sinne einer Wahrscheinlichkeitsverteilung bekannt ist und Investoren unbegrenzte Rechenkapazitäten haben, würde der erwartete Ertrag auf eine Anlage dem gewichteten Mittel aller möglichen Erträge dieser Anlage entsprechen. Anders gesagt, der Investor würde von der nominalen (*ex ante*-) Rendite den Teil abziehen, der ihm als statistische Wahrscheinlichkeit in verschiedenen „Zukünften" durch Zahlungsausfall entgehen könnte. Der Anleger wird gleichzeitig sicherstellen, daß die erwartete Rendite auf eine Finanzinvestition zumindest der risikofreien Verzinsung des Kapitals entspricht.[220] Es scheint unproblematisch, anzunehmen, daß Investoren damals wie heute dieser Maxime entsprechend handelten. Ebenso offenkundig ist, daß Risikoerwartungen insofern eine entscheidende Rolle für die Attraktivität von Finanzanlagen und damit für die Anlageentscheidungen spielen: Sobald eine Finanzanlage ein Ausfallrisiko trägt, werden Investoren eine Prämie über dem risikofreien Zins verlangen, die sie für die Übernahme des Risikos entschädigt und die risikobereinigte Rendite mindestens auf das Niveau des risikofreien Zinses bringt.[221] Wenn man nicht von astronomischen Unterschieden in der Kapitalproduktivität zwischen armen und reichen Ländern ausgeht, können Ausfallrisiken den erwarteten Ertrag einer Investition so stark reduzieren, daß sie die möglichen Unterschiede in der Kapitalproduktivität überwiegen. Sollte also der Finanzmarkt heute die Investitionsrisiken in Entwicklungsländer wesentlich höher einschätzen als noch vor hundert Jahren, wären – *ceteris paribus* – die Anreize zur Investition entsprechend geringer. Deutlich weniger Investitionsprojekte wären im internationalen Vergleich rentabel und entsprechend weniger Kapitalbewegungen zwischen Reich nach Arm wären zu erwarten.

---

[219] Die folgenden Ausführungen werden die Rolle von Wechselkurs- und Inflationsrisiken für die Risikoeinschätzung daher weitgehend ausklammern. Das gleiche gilt für Liquiditätsrisiken, die bei sorgfältiger Auswahl der Anleihen vernachlässigenswert sind. An der faktischen Unfähigkeit der meisten kapitalarmen Länder, sich in eigener Währung zu verschulden, hat mittlerweile eine umfangreiche Forschungsliteratur angeknüpft, die unter der Überschrift der „Erbsünde" oder "original sin" die makroökonomischen Implikationen von Fremdwährungsverschuldung analysiert; siehe dazu unten.

[220] Insofern der Investor risikoneutral ist; dazu siehe unten.

[221] Formal ausgedrückt, wenn p die wahrgenommene Wahrscheinlichkeit des Zahlungsausfalls und r* der risikofreie Zins ist, dann muß gelten: $(1-p)(1+r)=(1+r^*)$. Die Risikoprämie (s) entspricht dann: $s = p(1+r^*)/(1-p)$.

Daß Veränderungen der Risikowahrnehmung bedeutende Konsequenzen für die Attraktivität und das Volumen von Finanzinvestitionen in der Peripherie haben können, läßt sich auch im Rahmen eines empirisch oft verwendeten Ansatzes aufzeigen, der zwischen sogenannten Push- und Pull-Faktoren für Kapitalflüsse unterscheidet. Im Gegensatz zu dem fundamentalen Blickwinkel der Wachstumsmodelle stehen hier die relativen Veränderungen der Attraktivität von Entwicklungsländern für Finanzanlagen im Mittelpunkt. Die Schwankungen der Kapitalflüsse im Zeitverlauf lassen sich im Zusammenspiel von Pull und Push statistisch gut beschreiben.[222] Push-Faktoren beziehen sich auf solche (exogenen) Determinanten des Kapitalexports, die auf Seiten der Kapitalexporteure liegen (Zinsniveau, Wachstum), während Pull-Faktoren die „Anziehungskraft" beschreiben, die arme Länder auf Investoren ausüben. Unklarheiten gibt es bei der Gewichtung beider Faktoren. Jede neue „Welle" von Finanzinvestitionen in Emerging Markets sorgt für wiederaufflammendes Interesse an den Determinanten der Zyklen internationaler Kreditvergabe.[223]

Unter den exogenen Faktoren, die Kapitalinvestitionen in Entwicklungsländern attraktiv machen, ist die Einschätzung von Ausfallrisiken eine zentrale Größe.[224] Abbildung 3.1. illustriert die

---

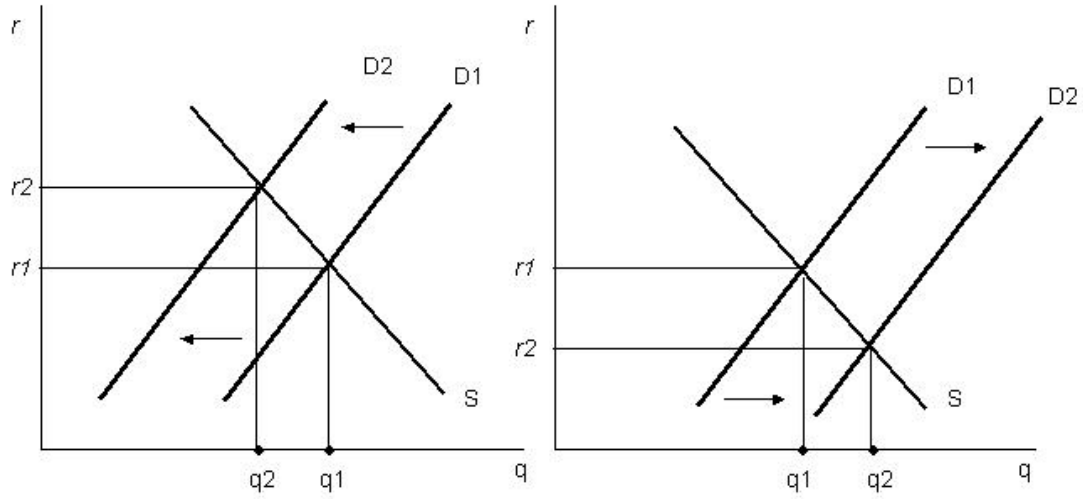
[222] Taylor und Sarno (1997), "Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants".

[223] Eichengreen (1991), "Historical Research on International Lending and Debt"; Eichengreen (1990), "Trends and Cycles in Foreign Lending". Den Wirtschaftshistoriker erinnert dies an die Debatte um die Ursachen des massiven US-amerikanischen Kapitalexports in der Zwischenkriegszeit. Auch hier wurde über den relativen Einfluß von niedrigen US-Zinsen gestritten. Siehe Eichengreen und Mody (1998a), "Interest Rates in the North and Capital Flows to the South: Is There a Missing Link?". Auch in der jüngsten Vergangenheit haben Beobachter die Verbesserungen der makroökonomischen Rahmendaten der Empfängerländer – oder zumindest die begründete Erwartung solcher Verbesserungen – als wichtige Triebkräfte ausgemacht und etwa die massiven Bankkredite an lateinamerikanische Länder in den 1970er Jahren als „fundamental" gerechtfertigt angesehen. Siehe dazu Edwards (1986), "LDC Foreign Borrowing and Default Risk"; Sachs (1989b), "Introduction". Die Gewichtung beider Faktoren ist freilich nicht nur eine Frage der akademischen Genauigkeit: Wenn der Preis und das Volumen von Kapitalströmen in kapitalarme Länder in erster Linie von Faktoren abhängt, die außerhalb des Einflußbereiches der Entwicklungsländer selbst liegen, werden diese ohne ihr eigenes Zutun zum Opfer von Boom und Bust im internationalen Kapitalmarkt. Angesichts der potentiellen Kosten wären Zweifel an der „fundamentalen" Berechtigung umfangreicher Zu- bzw. Abflüsse ein gewichtiges Argument gegen Kapitalverkehrsliberalisierung oder zumindest ein Argument für die Besteuerung von Kapitalzuflüssen „in guten Zeiten" – etwa nach chilenischem Beispiel; siehe Eichengreen und Mody (1998a), "Interest Rates in the North and Capital Flows to the South: Is There a Missing Link?".

[224] Fiess (2003), "Capital Flows, Country Risk, and Contagion"; Taylor und Sarno (1997), "Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants".

Nachfrage nach Anleihen seitens der Investoren (D1) und das Angebot von Anleihen (S) am globalen Kapitalmarkt in Abhängigkeit vom Preis des Kapitals (r).[225] Die Nachfrage der Investoren nach Anleihen steigt, wenn sie einen höheren Zins erzielen können. Gleichzeitig fällt das Angebot an Anleihen seitens der kapitalarmen Volkswirtschaften. Der Schnittpunkt der Linien markiert den Gleichgewichtszins (r1) sowie das entsprechende Volumen an Kapitalflüssen (q1). Die Reaktion des Marktes auf die Wahrnehmung höherer Investitionsrisiken läßt sich folgendermaßen darstellen: Ein allgemeiner Risikoanstieg reduziert die risikobereinigte Rendite, die Anleger zu jedem gegebenen Zins erwarten können, und mindert dadurch die relative Attraktivität der Investition. Die Nachfragekurve verschiebt sich von D1 zu D2. In der Folge sinkt die Menge an transferiertem Kapital auf q2, während der Zins von r1 auf r2 steigt. Der Anstieg des Ausfallrisikos beeinflußt somit das Volumen der Kapitalflüsse und den Zinssatz.[226]

Abb. 3.1: Angebot und Nachfrage im internationalen Kreditmarkt




Anm.: Nachfragerückgang und Zinsanstieg bei Zunahme des Ausfallrisikos (links); paralleler Nachfrageanstieg und Zinsreduktion bei ausfallsicheren Anleihen (rechts).

[225] Dies gilt in einem "loanable funds" Ansatz: Die Nachfrage nach Anleihen im Bondmarkt seitens internationaler Investoren kann als Angebot an Kapital interpretiert werden, während das Angebot an Anleihen der Nachfrage der kapitalarmen Länder nach Kapital entspricht. Die Darstellung folgt Mishkin (1998), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Kap. 6.

[226] Ibid.

Zusätzlich kann man auch die Annahmen der Portfoliotheorie zu Hilfe nehmen. Anlagen, die ein höheres Ausfallrisiko tragen, werden auch unsicherer, somit relativ weniger attraktiv, was wiederum das Volumen reduzieren würde. Wenn die Ausfallrisiken steigen, nimmt gleichzeitig die relative Attraktivität von risikofreien Anlagen zu, weil der erwartete Ertrag auf eine risikofreie Anleihe im Verhältnis zu den riskanteren Anlageformen wächst. Dadurch verschiebt sich die Nachfrage nach risikolosen Anleihen von D1 auf D2. Der Preis der Anleihe steigt, der Zins fällt. Steigende Zinsen auf riskante und fallende Zinsen auf risikolose Anleihen erhöhen die Zinsdifferenz zwischen beiden Anlagemöglichkeiten. Als Konsequenz wächst die Risikoprämie, die Investoren für das gestiegene Ausfallrisiko entschädigen muß.[227] Die Erwartung geringerer Risiken hätte den entgegengesetzten Effekt. Da die relative Attraktivität einer Anleihe zunimmt, wenn die risikobereinigte Rendite steigt, verschiebt sich die Nachfragekurve nach rechts. Das Volumen würde steigen, und die Risikoprämie fallen. Sinkende Risiken würden also als Pull-Faktor wirken, indem sie die Attraktivität von Finanzanlagen in kapitalarmen Ländern erhöhen und dadurch Kapital aus dem Zentrum in die Peripherie „ziehen".

Auch aus diesen Überlegungen ergibt sich daher die Voraussage eines negativen Zusammenhangs von Risikowahrnehmung und Kapitalfluß. Unlängst haben auch Marc Flandreau und Frédéric Zumer die niedrigen Länderrisiken vor 1914 in den Mittelpunkt ihrer Untersuchung zum Kapitalexport in die Peripherie gestellt.[228] Ihre Ergebnisse sind auch für den Globalisierungsvergleich aufschlußreich. Wenn – im Vergleich zur Zeit vor dem Ersten Weltkrieg – die Einschätzung der Ausfallsrisiken deutlich gestiegen ist, wäre dies eine mögliche Erklärung für das geringere Volumen der Kapitalexporte. Denn das Ausmaß der Integration der Entwicklungsländer in den globalen Kapitalmarkt wird maßgeblich von den Ausfallrisiken bestimmt, die Investoren wahrnehmen. Nur wenn die Welt in den Augen des Marktes „sicher" ist, kann es zu einer hohen Kapitalverflechtung zwischen Reich und Arm kommen. Daraus läßt sich eine einfache Hypothese ableiten: Die großen Unterschiede im Volumen der Kapitalflüsse von Reich nach Arm in beiden Globalisierungsperioden könnten eine Funktion markanter Veränderungen in der Risikowahrnehmung der Investoren sein.

---

[227] Das Beispiel geht zum Zweck der graphischen Verdeutlichung davon aus, daß anfänglich beide Anleihen risikofrei waren. Wenn bereits am Anfang eine Risikoprämie existiert, hat ein Anstieg der Risikoeinschätzung analoge Konsequenzen.

[228] Siehe Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913*. Im Mittelpunkt ihrer Untersuchung steht die Frage nach der Zinskonvergenz zwischen 1895 und 1914. Diese Frage wird in Teil III näher untersucht.

## 3. Länderrisiko und „sovereign ceiling“

Das Ausfallrisiko von Staaten, das sogenannte Länderrisiko oder „sovereign risk“, spielt für die internationale Finanzintegration eine zentrale Rolle. „Sovereign risk” läßt sich definieren als „any situation in which a government defaults on loan contracts with foreigners, seizes foreign assets located within its borders, or prevents domestic residents from fully meeting obligations to foreign creditors.”[229] Anleger im internationalen Bondmarkt und Banken sorgen sich dabei in erster Linie um das Risiko des Zahlungsausfalls, mithin um das „sovereign credit risk“, während Enteignungen und Transferrisiken für Direkt- und Aktieninvestitionen bedeutsamer sind.[230]

Der Kreditwürdigkeit des Staates kommt für den gesamten Kapitalfluß – an öffentliche wie private Schuldner – eine Schlüsselfunktion zu. Auch bei rein privaten Verträgen ist die Durchsetzung der Ansprüche von Kreditgebern an die Kooperation des Staates des Kreditnehmers gebunden. Im internationalen Rahmen fällt die im nationalen Kreditrecht verankerte Möglichkeit, auf Sicherheiten und andere Vermögenswerte des Schuldners im Fall des Kreditausfalls zurückzugreifen, kaum ins Gewicht.[231] Da staatliche Vermittlung zur Vertragsdurchsetzung zentral ist, können private Schuldner – von wenigen Ausnahmen abgesehen – nicht kreditwürdiger sein als der Staat selbst.[232] Denn Staaten, die Schwierigkeiten haben, ihre Auslandsverschuldung zu bedienen, sind stets in der Lage, auch den Schuldendienst von Unternehmen zu begrenzen (Transferrisiko), die ihrer Jurisdiktion unterliegen – etwa durch Kapitalverkehrskontrollen oder bestimmte Formen der Devisenbewirtschaftung. Des weiteren können Staaten bzw. deren Regierungen aufgrund der Möglichkeit, Steuern zu erheben (und

---

[229] Obstfeld und Rogoff (1996), *Foundations of International Macroeconomics*, 349.

[230] Eine eindeutige deutsche Übersetzung des englischen Begriffs “sovereign risk“ gibt es nicht. Der Terminus Länderrisiko – hier durchweg synonym gebraucht – wird manchmal eng im Sinne von „sovereign credit risk“, manchmal umfassend als „country risk“ (im Sinn der weiten Definition von Obstfeld und Rogoff) gebraucht. Im letzteren Fall sind auch Transferrisiken für rein private Transaktionen eingeschlossen (dazu siehe unten). Im Fall von Anleihespreads steht das “sovereign credit risk“ im Mittelpunkt.

[231] Nach geltendem Recht könnten zwar die Vermögenswerte Privater und auch nicht-offizielle Vermögenswerte eines Staates im Ausland beschlagnahmt werden; wenn das betreffende Land aber ein Nettoschuldner im Verhältnis zum Ausland ist – was auf die meisten Entwicklungsländer zutrifft – , ist diese Möglichkeit eher von symbolischen Wert: Die Auslandsschulden werden ausländische Vermögenswerte in der Regel übertreffen.

[232] Reisen und Maltzan (1998), "Sovereign Credit Ratings, Emerging Market Risk and Financial Volatility".

gegebenenfalls auch zu erhöhen) als bessere Schuldner gelten als Unternehmen und Private, die diesem Besteuerungsmonopol unterliegen.

In der Praxis stellt die Kreditwürdigkeit des Staates daher eine bindende Obergrenze für die Kreditwürdigkeit von nationalen Unternehmen dar, was in der Praxis als „sovereign ceiling", als „Deckelung" der Risikobewertung, bezeichnet wird. Das „sovereign ceiling" läßt sich sowohl an den tatsächlichen Risikoprämien ablesen, die im Markt verlangt werden, als auch an der Systematik der Ratings internationaler Agenturen wie Standard & Poor's oder Moody's Investor Service.[233] Empirische Untersuchungen haben diesen Zusammenhang bestätigt. Nur in eng definierten Ausnahmefällen bewertet der Markt die Kreditwürdigkeit von Unternehmen höher als die des Staates, in dem sie operieren.[234]

Das Ausfallrisiko des Staates beeinflußt indirekt auch solche Kapitalflüsse, die nicht über den Anleihe- oder Kreditmarkt vermittelt werden, nämlich Portfolioinvestitionen in Aktien sowie ausländische Direktinvestitionen. In diesen Fällen ist der Investor zwar nicht Gläubiger, sondern Eigentümer eines Unternehmens im Ausland. Sein erwarteter Gewinn hängt daher von einer Vielzahl operativer und legislativer Risiken ab, die sich von Kreditgeschäften unterscheiden. Dennoch wirkt die Kreditwürdigkeit des Staates, in dem das Unternehmen ansässig ist, auch auf das Investitionsrisiko bei Direkt- und Aktieninvestitionen zurück. Zum einen stellt die bereits erwähnte Gefahr von Transferbeschränkungen im Fall einer Zahlungskrise des Staates auch für derartige Anlagen ein Risiko dar, falls es ausländischen Investoren dadurch unmöglich wird, die in ihren Unternehmen erzielten Gewinne zu repatriieren. Zum anderen unterliegen die Unternehmen dem Steuermonopol des Landes, in dem sie operieren. Im Fall von Zahlungsschwierigkeiten des Landes steigt daher die Gefahr einer höheren Besteuerung, um den Schuldendienst aufrecht zu erhalten. Schließlich sind auch die oft dramatischen Konsequenzen von Finanzkrisen zu nennen, die in der Regel ökonomische und politische Instabilität auslösen und die Gefahr von Enteignungen erhöhen können.

---

[233] Siehe dazu Moody's Investor Service Global Credit Research (2001), *Revised Country Ceiling Policy;* Standard & Poor's (1998), *Sovereign Credit Ratings: A Primer*.

[234] Dies ist das Ergebnis von Durbin und Ng (1999), "Uncovering Country Risk in Emerging Market Bond Prices". Siehe auch die aktualisierte Version der Studie: Durbin und Ng (2002), "The Sovereign Ceiling and Emerging Market Coporate Bond Spreads". Es gab Diskussionen, ob große private Unternehmen in Entwicklungsländern, die *de facto* ein relativ hohes Maß an Unabhängigkeit von der Regierung genießen, unter Umständen bessere Risiken darstellen als ihre Heimatstaaten. Dies war z.B. eine Frage beim Rating russischer Ölfirmen nach der russischen Finanzkrise 1998.

Dieser enge Zusammenhang zwischen der finanziellen Solidität von Staaten und der Attraktivität ihrer Volkswirtschaften für Finanzinvestitionen aus dem Ausland wurde in den ersten Jahren der Globalisierungsdiskussion oft übersehen. Finanzielle Globalisierung erschien dort als ein eigendynamischer, von privatwirtschaftlichen Akteuren autonom ausgelöster Prozeß, in dem Staaten und Regierungen an den Rand gedrängt werden. Eine Diagnose, die in den 1990er Jahren häufig anzutreffen war, lautete daher, daß Staaten im Zuge der finanziellen Globalisierung an Bedeutung verlieren: „Jenseits des Nationalstaates", "The Eclipse of the State?" oder "Globalisation and the End of the State" waren bezeichnende Überschriften von Diskussionsbeiträgen, denen gemein war, daß sie die schwindende Bedeutung des Staates in einer wirtschaftlich „entgrenzten" Welt konstatierten.[235]

Diese Diagnose trifft paradoxerweise gerade für den internationalen Finanzmarkt nur teilweise zu. Staaten spielen weiter eine wichtige Rolle im globalisierten Markt, weil sie die Kreditwürdigkeit des gesamten Landes und die internationalen Finanzierungskosten für die gesamte Volkswirtschaft – einschließlich des Privatsektors – vorgeben. Ein hohes Maß an Integration in den globalen Kapitalmarkt ist nur dann zu erreichen, wenn das Ausfallrisiko des Staates gering ist. Staaten sind also keine passiven Zuschauer im Globalisierungsprozeß, sondern bestimmen in hohem Maße die Partizipationschancen der Volkswirtschaft an der finanziellen Globalisierung. „Staatsversagen", also die Unfähigkeit vieler Entwicklungsländer, Investitionssicherheit zu garantieren, könnte ein wesentlicher Grund für deren Marginalisierung im globalen Kapitalmarkt sein.

## 4. Die Determinanten des Länderrisikos

Welche Faktoren beeinflussen das Ausfallrisiko von Staaten? Grundsätzlich birgt jeder Kredit und jede Finanzanlage ein Ausfallrisiko.[236] Investoren können sich in der Regel nicht völlig sicher sein, daß die vertraglich vereinbarten Zins- und Amortisierungszahlungen in der Zukunft wirklich geleistet werden. Alle Kreditmärkte sind von Informationsasymmetrien sowie unsicherer und kostspieliger Vertragsdurchsetzung geprägt.[237] Finanzkrisen, „irrational exuberance" und begrenzte kognitive

[235] Douglas (1997), "Globalisation and the End of the State"; Evans (1997), "The Eclipse of the State?"; Habermas (1998), "Jenseits des Nationalstaates?".

[236] Dies gilt im Prinzip auch für die oft als „risikofrei" bezeichneten Staatsanleihen der führenden Industrieländer. Letztere als ausfallsicher zu betrachten, ist eine Konvention.

[237] Freixas und Rochet (1997), *Microeconomics of Banking*, 139.

Fähigkeiten der Akteure sprechen gegen probabilistisch perfekte Vorausschau der Akteure. Die Kreditvergabe an souveräne Entwicklungsländer unterscheidet sich in dieser Hinsicht nicht von allen anderen Krediten. Der entscheidende Punkt ist ein anderer. Im nationalen Rahmen existiert ein Rechtssystem, das dem Gläubiger die Sicherheit gibt, daß der Schuldner seinen Kredit zurückbezahlt oder der Aufteilung seines Vermögens unter den Gläubigern hinnehmen muß. Der Schuldner hat somit einen Anreiz, das geliehene Kapital produktiv zu verwenden. Für den Gläubiger sind die Risiken der Kreditvergabe zwar nicht vollständig voraussehbar, aber zumindest ist die Anreizstruktur für den Schuldner intakt. Sicherheiten reduzieren zudem das Verlustrisiko. Der Gläubiger kann die Ausfallwahrscheinlichkeit im Prinzip als Funktion rein ökonomischer Solvenz-Kriterien einschätzen, was oft schon unsicher genug ist. Nicht zuletzt Keynes zweifelte an der Möglichkeit objektiver Risikoeinschätzung:

"If we speak frankly we have to admit that our basis for knowledge for estimating the yield ten years hence of a railway, a copper mine, a textile factory, the goodwill of patent medicine, an Atlantic liner, a building in the City amounts to very little."[238]

International liegen die Dinge noch wesentlich komplizierter. Der Unterschied zwischen nationalen und internationalen Märkten ist „a matter of degree to which the information and enforcement problems bite".[239] Im internationalen Rahmen sind sich zum einen Kreditgeber und Kreditnehmer – durch kulturelle, sprachliche und geographische Faktoren – wesentlich fremder als im

[238] Keynes (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 149/150.

[239] Hermalin und Rose (1999), "Risks to Lenders and Borrowers In International Capital Markets", 16. Die zentrale Konsequenz solcher Kapitalmarktimperfektionen ist, daß der Preis des Kapitals, der Zins, nicht die gleiche Rolle spielt wie auf „normalen" Gütermärkten. Die typische Erklärung für Mengenrationierung statt Preissteuerung auf dem Kreditmarkt stützt sich auf die Rückwirkung höherer Zinsen auf die Ausfallwahrscheinlichkeit der Kredite (Stiglitz und Weiss (1981), "Credit Rationing in Markets With Imperfect Information"). Kreditrationierung und Marktsegmentierung sind zu erwarten, wenn die erwartete Rendite des Gläubigers keine monotone Funktion des Zinses ist (Freixas und Rochet (1997), *Microeconomics of Banking*, 139f.). Denn mit einem höheren Zins steigt auch die Häufigkeit des Kreditausfalls, so daß der Nettoeffekt steigender Zinsen auf die Rendite von der Elastizität der Insolvenzwahrscheinlichkeit in Beziehung zum Zins abhängt; dazu Aizenman (1989), "Investment, Openness, and Country Risk". Es kommt zu Mengenrationierung, d.h. der Preis allein bringt Angebot und Nachfrage nicht ins Gleichgewicht.

nationalen.[240] Dementsprechend höher sind auch die Kosten, die anfallen, um derartige Informationsdefizite auszugleichen.

Zum anderen verhindert nach geltendem Völkerrecht das Prinzip der Souveränität, daß souveräne Staaten von anderen Staaten oder von privaten Gläubigern direkt oder indirekt zur Durchsetzung von Verträgen gezwungen werden können. Im Artikel 32 der Charta der Vereinten Nationen zu den ökonomischen Rechten und Pflichten von Staaten heißt es etwa:

„No State may use or encourage the use of economic, political or any other type of measures to coerce another state in order to obtain from it the subordination of the exercise of its sovereign rights.“[241]

Ohne ein internationales Rechtssystem, das Verträge über Ländergrenzen hinweg durchsetzt, ist die Einschätzung des Ausfallrisikos eine komplexe Angelegenheit. Neben die rein ökonomischen Ausfallrisiken treten solche, die sich aus der unsicheren Vertragsdurchsetzung in einer Welt souveräner Staaten ergeben. Zum einen kann ein Kreditnehmer ohne rechtliche Folgen die Rückzahlung des Kredites verweigern, obwohl er zahlungsfähig ist. Bösgläubiges Verhalten kann vom Gläubiger höchstens indirekt bestraft werden. Zum anderen gerät die Anreizstruktur auch für den anfänglich gutgläubigen Schuldner in „Unordnung“. Da kein Insolvenzverfahren und der Verlust des eigenen Vermögens drohen, sind die Anreize zur produktiven Verwendung des Kapitals geringer – eine dem *moral hazard* vergleichbare Problematik.

Die Problematik der mangelnden Vertragsdurchsetzung läßt sich auch aus institutionenökonomischer Perspektive beschreiben. Douglass North hat in seinen Arbeiten gezeigt, daß Institutionen zur Vertragsdurchsetzung die Funktionsweise von Märkten entscheidend beeinflussen.[242] Die grundlegende Funktion von Institutionen ist die Reduzierung von Unsicherheit, die Kosten verursacht und dadurch den Marktaustausch behindert. Institutionen bestimmen insbesondere die Höhe der Transaktionskosten, die bei allen Marktgeschäften anfallen:[243]

---

[240] Siehe Cohen und Sachs (1982), "LDC Borrowing With Default Risk"; Hermalin und Rose (1999), "Risks to Lenders and Borrowers In International Capital Markets".

[241] Siehe “Charta on Economic Rights and Duties of States” in Brownlie (1995), *Basic Documents in International Law*, Art. 32, 254.

[242] Siehe die Synthese seiner Überlegungen in North (1990), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*.

[243] Ibid., 27.

„The major role of institutions in a society is to reduce uncertainty by establishing a stable … structure to human interaction. (...) Institutions provide the structure for exchange that … determines the cost of transacting…"[244]

Je höher – aufgrund fehlender Institutionen – die Unsicherheit ist, daß der Vertragspartner seinen vertraglichen Pflichten nachkommt, desto höher sind die Transaktionskosten für die Marktteilnehmer. Diese Kosten können so hoch sein, daß gegenseitig vorteilhafte Marktgeschäfte nicht zustande kommen. Wiederum in den Worten von North:

„The transaction cost will reflect the uncertainty by including a risk premium, the magnitude of which will turn on the likelihood of defection by the other party and the consequent cost to the first party. Throughout history the size of this premium has largely foreclosed complex exchange…"[245]

North' Ansatz läßt sich problemlos auf den internationalen Kapitalmarkt und das Lucas-Paradox übertragen. Unsichere Vertragserfüllung verursacht Kosten, die sich in höheren Risiken ausdrücken. Im Extremfall können diese Kosten so hoch sein, daß kein Marktaustausch zustande kommt, obwohl für beide Seiten profitable Geschäftsmöglichkeiten existieren. Robert Lucas selbst hat in seinem Aufsatz angemerkt, daß mangelnde Vertragssicherheit – die er als "political risk" bezeichnet hat – für die geringen Kapitalflüsse verantwortlich sein könnte.[246] Er hat diese Hypothese unter Hinweis auf die Präsenz europäischer Imperien aber verworfen:

„Even if political risk has been a force limiting capital flows since 1945, why were not ratios of capital to effective labor equalized by capital flows in the two centuries before 1945?"[247]

Wenn man Lucas' Antwort mit den Ergebnissen des ersten Teils dieser Studie kombiniert, so muß man zu dem Schluß kommen, daß diese Faktoren doch keine vernachlässigenswerte Rolle gespielt haben. Sicherlich wurden in der Zeit des europäischen Imperialismus vor 1914 bzw. 1945 die

---

[244] Ibid., 6/34.

[245] Ibid., 33.

[246] Lucas (1990), "Why Doesn't Capital Flow From Rich to Poor Countries?", 96.

[247] Ibid., 95.

Unterschiede in der Kapitalausstattung nicht beseitigt, aber Kapitalflüsse von Reich nach Arm erreichten ein ungleich höheres Niveau als in den nachfolgenden Jahrzehnten.

## 5. Mikroökonomische Perspektiven auf den internationalen Kreditmarkt

Auch die neuere mikroökonomische Forschung hat die Risiken der internationalen Kreditvergabe in erster Linie unter dem Blickwinkel institutioneller Schwächen des Kapitalmarktes und unvollständiger Anreizsysteme betrachtet. Nicht die Frage, warum so wenig Kapital aus reichen in arme Länder fließt, sondern die Tatsache, daß es überhaupt in nennenswertem Umfang zu solchen Flüssen kommt, hat viele Kapitalmarkttheoretiker verwundert:

"The central role played by the enforcement problem and the absence of collateral make the international loan market fundamentally different from domestic credit markets. (...) it is surprising that there has been as much lending to developing countries as that there is not more."[248]

Warum kommt es überhaupt zur Kreditvergabe und – zumindest in der Regel – zur Rückzahlung von Anleihen und Krediten? Streng genommen ist mangels eines Rechtssystems, das den Schuldner zwingt, entweder die geliehenen Summen zurückzuzahlen oder der Aufteilung des verbliebenen Vermögens unter den Gläubigern zuzusehen, die Zahlungsfähigkeit („ability to pay") eines Schuldners sekundär. Einige Beobachter haben daraus die folgende Schlußfolgerung gezogen:

"...in a formal sense, insolvency is not really an issue in lending to foreign governments. The debt of a country in almost all instances is less than the value of the assets owned by nationals and the government of the country."[249]

Ein Staat kann zwar über die notwendigen Ressourcen zur Tilgung eines Kredits verfügen, die Zahlung aber dennoch verweigern. Die Theorie hat sich hier mit einem Substitutionsmechanismus beholfen. Theoretisch wird ein Land nur dann seine Verpflichtungen erfüllen, wenn es auch in seinem eigenen Interesse liegt, den Kredit zurückzubezahlen. Entscheidend ist also die Zahlungsbereitschaft

[248] Eaton, Gersovitz und Stiglitz (1986), "The Pure Theory of Country Risk", 50.

[249] Ibid., 4.

(„willingness to pay“).[250] Im Sinne einer Kosten-Nutzen-Rechnung werden Kreditnehmer auch ohne rechtlichen Zwang dann zahlen, wenn die ökonomischen Kosten des Zahlungsausfalls den Nutzen – den Wegfall der Schuldendienstbelastung – überwiegen. Unter Kosten wiederum sind in erster Linie Sanktionsmöglichkeiten der Gläubiger zu verstehen: Zum einen können Gläubiger säumige Schuldner *de facto* vom internationalen Handel ausschließen, zum Beispiel durch die Verweigerung von Handelskrediten. Zum anderen könnte die Wirksamkeit der Sanktionen darin liegen, daß die Reputation des Schuldners geschädigt wird und dieser über Jahre vom Kapitalmarkt ausgeschlossen bleibt.

Beide Motive, der Ausschluß vom Handel und der Reputationseffekt, stellen allerdings relativ hohe Anforderungen an die Fähigkeit der Kreditoren zu kollektiven Handlungen. Andrew Rose hat die These der Handelseinbußen statistisch getestet und errechnet, daß durch einen staatlichen Zahlungsausfall das Handelsvolumen zwischen Gläubiger und Schuldner im Mittel um wenig spektakuläre acht Prozent über einen Zeitraum von 15 Jahren sinkt.[251] Jeremy Bulow und Kenneth Rogoff haben zudem den Reputationseffekt als theoretisch unglaubwürdige Sanktion verworfen.[252] In einer historischen Studie haben Peter Lindert und Peter Morton die „irrelevance of repayments history“ bestätigt.[253] Jüngst hat aber Michael Tomz der Reputation wieder eine wichtige Funktion zugesprochen.[254] Die Frage, ob und welche Sanktionsmittel den Gläubigern im Fall des Default zur Verfügung stehen, ist aus einem weiteren Grund wichtig. Denn nur wenn die Gläubiger den ökonomischen Effekt ihrer Sanktionen auf ein Land im voraus einschätzen können, sind sie in der Lage, die Verschuldung eines Landes *ex ante* so zu begrenzen, daß – aus der Sicht des Landes – die Kosten des Zahlungsverzichts stets größer bleiben als der Nutzen, den sie aus der Einstellung des

---

[250] Eaton und Gersovitz (1981), "Debt With Potential Repudiation", haben diese Unterscheidung zuerst theoretisch analysiert. Später wurden die Konzepte weiter ausgearbeitet: Cohen und Sachs (1982), "LDC Borrowing With Default Risk"; Aizenman (1989), "Investment, Openness, and Country Risk"; Bulow und Rogoff (1988), "Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?"; Cohen (1991), *Private Lending to Sovereign States: A Theoretical Autopsy;* Gertler und Rogoff (1990), "North-South Lending and Endogenous Capital Market Inefficiencies"; Kletzer (1984), "Asymmetries of Information And LDC Borrowing With Sovereign Risk"; Sachs (1983), "Theoretical Issues in International Borrowing".

[251] Rose (2002), "One Reason Countries Pay Their Debts: Renegotiation and International Trade".

[252] Bulow und Rogoff (1988), "Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?".

[253] Lindert und Morton (1989), "How Sovereign Debt Has Worked", 232.

[254] Tomz (2001), "How Do Reputations Form? New and Seasoned Borrowers in International Capital Markets".

Schuldendienstes ziehen können.[255] In der Theorie wird mitunter unkritisch davon ausgegangen, daß die Kreditgeber dieses Wissen haben: „Creditors try to avoid repudiation by insuring that a borrower's debt service falls short of the burden of the penalty. This condition establishes a debt ceiling."[256]

In der Praxis ist die Annahme, daß die Kreditnehmer die entsprechende maximale Höchstgrenze der Verschuldung berechnen können, aber höchst fragwürdig und eher eine Quelle weiterer Unsicherheit als eine Gewißheit. Daß die Zahlungsbereitschaft in der Tat ein wichtiges Element zum Verständnis des Kreditrisikos ist, hat sich zum Beispiel in der Schuldenkrise in den 1980er Jahren gezeigt. Die betroffenen lateinamerikanischen Länder hätten in den Krisenjahren zwischen sechs und 16 Prozent des Nationaleinkommens ins Ausland transferieren müssen – zweifelsohne signifikante Belastungen. Aber in einem strengen theoretischen Sinn konnten die Länder nicht als insolvent gelten (Tab. 3.1).[257] Daß sie trotz verfügbarer ökonomischer Ressourcen den Schuldendienst reduzierten oder ganz einstellten, war eine souveräne politische Entscheidung, auf die die Gläubiger keinen Einfluß nehmen konnten.

Tab. 3.1: Schuldendienstbelastung in ausgewählten lateinamerikanischen Ländern in den 1980er Jahren

| % des Nationaleinkommens | 1981 | 1982 | 1983 |
|---|---|---|---|
| Argentinien | 7 | 6 | 7 |
| Brasilien | 7 | 7 | 7 |
| Chile | 12 | 16 | 15 |
| Ecuador | 10 | 16 | 7 |
| Mexiko | 6 | 10 | 11 |
| Venezuela | 7 | 8 | 6 |

Quelle: World Bank (2003b).

In der Realität sind Zahlungsbereitschaft und Zahlungsfähigkeit allerdings eng verbunden: Ein hochsolventer Schuldner wird in der Regel auch zahlungsbereiter sein, weil der typische politische Zielkonflikt zwischen der Verwendung von Steuereinnahmen für Schuldendienstzahlungen an Ausländer oder für öffentliche Leistungen im Innern entschärft ist. Dennoch ist auffällig, wie sehr die Schuldenlast einzelner Länder zum Zeitpunkt des Zahlungsstopps divergierte (Tab. 3.2).

[255] Dies ist der Kern des willingness-to-pay-Ansatzes, der aber theoretisch nur unter der Annahme gilt, daß die Gesamtverschuldung eines Landes den Gläubigern bekannt ist. Unter der Annahme, daß die Gläubiger die Gesamtverschuldung nicht beobachten können, ergeben sich noch stärkere Gründe für Rationierung, bis hin zum Zusammenbruch des Marktes.

[256] Eaton und Taylor (1986), "Developing Country Finance and Debt", 221.

[257] Ibid., 228.

Tab. 3.2: Auslandsverschuldung im Jahr der Zahlungsunfähigkeit

| | Jahr | % der Exporte | | Jahr | % der Exporte |
|---|---|---|---|---|---|
| Jamaika | 1978 | 103.9 | Marokko | 1983 | 305.6 |
| Peru | 1978 | 388.5 | Panama | 1983 | 162 |
| Türkei | 1978 | 374.2 | Philippinen | 1983 | 278.1 |
| Bolivien | 1980 | 246.4 | Uruguay | 1983 | 204 |
| Costa Rica | 1981 | 267 | Ägypten | 1984 | 282.6 |
| Honduras | 1981 | 182.8 | Peru | 1984 | 288.9 |
| Polen | 1981 | 108.1 | Jordanien | 1989 | 234.2 |
| Argentinien | 1982 | 447.3 | Trinidad | 1989 | 112.8 |
| Dominik. Republik | 1982 | 183.4 | Albanien | 1990 | 45.8 |
| Ecuador | 1982 | 281.8 | Bulgarien | 1990 | 154 |
| Guyana | 1982 | 337.7 | Iran | 1992 | 77.7 |
| Mexiko | 1982 | 279.3 | Venezuela | 1995 | 147.2 |
| Rumänien | 1982 | 73.1 | Rußland | 1998 | 179.9 |
| Venezuela | 1982 | 220.9 | Ecuador | 1999 | 239.3 |
| Brasilien | 1983 | 393.6 | Argentinien | 2001 | 458.1 |
| Chile | 1983 | 358.6 | | | |

Quelle: Reinhart, Rogoff und Savastano (2003), Tab.3.

Ohne einen verläßlichen rechtlichen Rahmen ist internationale Kreditvergabe mit erheblichen Risiken und hohen Transaktionskosten verbunden. Theoretische Modelle des internationalen Kreditmarktes, welche die beschränkte Vertragsdurchsetzung (sowie Informationsasymmetrien) explizit einbeziehen, weichen daher deutlich von der friktionslosen Welt traditioneller Modelle ab:[258]

Erstens erhöht die Unsicherheit in bezug auf die Vertragserfüllung die Risikowahrnehmung. Im Extremfall kann dies dazu führen, daß Verträge gar nicht zustande kommen, insbesondere dann, wenn die Kreditgeber annehmen, daß die Anreize zur Rückzahlung des Kapitals nicht die Last des Schuldendienstes überwiegen. Ist die Unsicherheit über die Zahlungsbereitschaft groß, sind viele Länder von vornherein vom Kapitalmarkt ausgeschlossen.[259]

Zweitens werden die Laufzeiten der Kredite verkürzt, da mit höheren Laufzeiten die Annahmen der Kreditgeber über die Kosten-Nutzen-Funktion der verschuldeten Staaten unsicherer werden. Es kommt also zu einer Ausweitung kurzfristiger Kredite relativ zu langfristigen Krediten.

[258] Die Systematisierung der Konsequenzen folgt Cohen und Sachs (1982), "LDC Borrowing With Default Risk", 4ff.

[259] Siehe auch Zoli (2004), "Credit Rationing in Emerging Economies' Access to Global Financial Markets".

Auch dies läßt sich im Hinblick auf die substantielle kurzfristige Verschuldung von armen Ländern empirisch bestätigen.

Drittens werden solche Finanzierungsinstrumente an Bedeutung gewinnen, die ein besseres Monitoring der Schuldner und kollektive Handlungen der Gläubiger erlauben. Auf diese Weise läßt sich erklären, daß Bankkredite gegenüber Anleihen an Bedeutung gewinnen.[260]

Die Aufzählung liest sich wie eine Zusammenfassung der Unterschiede zwischen den beiden Globalisierungsperioden: geringere Volumina und höhere Prämien nach 1990, der Ausschluß vieler Entwicklungsländer vom Markt sowie ein besonders starker Rückgang von Anleihen bei tendenziell kürzeren Laufzeiten. Auch aus mikroökonomischer Perspektive hängt die Integration der Entwicklungsländer in den globalen Kapitalmarkt wesentlich davon ab, daß rechtliche und politische Institutionen die Risiken der Kreditvergabe reduzieren.

## 6. Zusammenfassung

(1) Weder die Portfoliotheorie noch wachstumstheoretische Modelle sind von großem praktischen Nutzen für die Erklärung der Veränderungen in der Kapitalverflechtung der Weltwirtschaft, die sich im langfristigen historischen Vergleich zeigen. Einen pragmatischen Zugang ermöglicht hingegen der Blick auf Investitionsrisiken. Sobald man nicht von astronomischen Unterschieden zwischen der Kapitalproduktivität in reichen und armen Ländern ausgeht, können Veränderungen in der Risikowahrnehmung der Marktes die geringere Attraktivität von Finanzanlagen in der Peripherie erklären.

(2) Eine entscheidende Rolle spielt das Länderrisiko oder „sovereign risk“, da es aufgrund des „sovereign ceiling“ die Kreditwürdigkeit der gesamten Volkswirtschaft determiniert. Niedrige Länderrisiken sind eine zentrale Voraussetzung für die Integration armer Länder in den internationalen Kapitalmarkt.

(3) Neben ökonomischen Risiken bestimmen institutionelle Faktoren das Länderrisiko. Vertragssicherheit und Kontrollmechanismen der Gläubiger, die die ökonomischen Anreize für den Schuldner intakt halten, sind notwendig, um die Risiken der Kreditvergabe in den Augen der Investoren *ex ante* zu stabilisieren.

---

[260] Eine ausführliche theoretische Betrachtung der relativen Vor- und Nachteile von Anleihe- und Bankfinanzierung findet sich in Cohen (1991), *Private Lending to Sovereign States: A Theoretical Autopsy*, 52ff.

# KAPITEL 4: LÄNDERRISIKEN IM HISTORISCHEN VERGLEICH

Die Einschätzung von Länderrisiken spielt eine maßgebliche Rolle für das Volumen der Kapitalflüsse von Reich nach Arm. Lassen sich im historischen Vergleich auffallende Veränderungen in der Markteinschätzung des Länderrisikos feststellen? Profitieren Entwicklungsländer heute also deshalb weniger von der Liberalisierung des globalen Kapitalmarktes, weil Investoren zu hohe Investitionsrisiken sehen? Um eine Antwort auf diese Fragen zu erhalten, muß die öffentliche Kreditaufnahme im internationalen Anleihemarkt in beiden Perioden genauer analysiert werden.

## 1. Daten und Quellen

Die beeindruckende Vielfalt und Breite des internationalen Anleihemarkts vor 1914 läßt sich bereits an der Anzahl der Länder ablesen, deren Anleihen an der London Stock Exchange notiert waren. Über sechzig unabhängige Staaten, britische Kolonien und Dominions sowie eine fast unüberschaubare Zahl von Unternehmen aus aller Welt hatten in der Zeit vor dem Ersten Weltkrieg Zugang zum größten Finanzzentrum der Welt. Nicht nur vom Kap bis Kairo, sondern von Budapest über Buenos Aires nach Peking reichte das Spektrum der in London notierten Bonds. In einer oft zitierten Passage hat Keynes diesen scheinbar „natürlichen Zustand“ der Welt vor 1914 – durchaus mit leichter Ironie – beschrieben:

„What an extraordinary episode in the economic progress of man that age was which came to an end in August, 1914! (…) The inhabitant of London could order by telephone, sipping his morning tea in bed, the various products of the whole earth, in such quantity as he might see fit, and reasonable expect their early delivery upon his doorstep; he could by the same means adventure his wealth in the natural resources and new enterprises of any quarter of the world, and share, without exertion or even trouble, in their prospective fruits and advantages…“[261]

An entsprechenden Informationsquellen herrschte für den zeitgenössischen Investor kein Mangel. Schon die *Times* enthielt täglich detaillierte Tabellen, aus denen der interessierte Anleger die aktuellen Kurse der Staatsanleihen aller Herren Länder entnehmen konnte. Die wichtigsten Quellen für den britischen Investor vor 1914 aber waren das *Investor’s Monthly Manual* sowie das offizielle

[261] Keynes (1920), *The Economic Consequences of the Peace*, 10/11.

Wochenblatt der Börse, das *London Stock Exchange Weekly Intelligence*. Aus den Kurslisten der beiden letztgenannten Veröffentlichungen wurden für diese Studie für eine große Anzahl von Ländern Anleihepreise und –renditen zusammengetragen. Mit Zinsdaten für 60 Länder im Zeitraum von 1880 bis 1913 übertrifft das zur Verfügung stehende Datenmaterial das vergleichbarer Studien um ein Vielfaches. Um zuverlässige Renditen zu erhalten, ist es wichtig, die Vergleichbarkeit der jeweiligen Anleihen sicherzustellen. So wäre zum Beispiel zu erwarten, daß die Renditeunterschiede zwischen dem britischen Consol und einer brasilianischen Milreis-Anleihe Wechselkursrisiken widerspiegeln. Um dies auszuschließen hatten die Anleihen eine Reihe von Bedingungen zu erfüllen: Erstens mußten sie entweder in Gold oder in Britischen Pfund Sterling denominiert sein.[262] Zweitens mußten sie langfristig sein – in der Regel zehn Jahre und mehr – und durften nicht kurz vor der Rückzahlung stehen.[263] Schließlich mußte für ausreichend Liquidität im Markt gesorgt sein, was sich am Umfang der Anleihe sowie an regelmäßigen Umsätzen ablesen ließ.

Mit jährlichen Zinsdaten für insgesamt 36 unabhängige Länder und 23 britische Kolonien, blieben nur einige kleine Länder in Mittelamerika (Honduras, Costa Rica) sowie kleine Insel-Kolonien wie Barbados und Trinidad unberücksichtigt.[264] Die detaillierte Auflistung der Länder, der Anleihen und der Quellen findet sich im Datenanhang. Die vorliegende Analyse des internationalen Bondmarktes vor 1914 stützt sich damit auf ein Datensample, das etwa dreimal mehr Kreditnehmer als in bisherigen Untersuchungen berücksichtigt.

---

[262] Obwohl dies für Kapitalflüsse in Entwicklungsländer nicht bedeutsam ist, zwingt dieses Kriterium dazu, Deutschland, Frankreich, Belgien und die Niederlande separat zu betrachten. Die Anleihen dieser vier Länder waren zwar in London notiert, aber zahlbar in heimischer Währung, so daß ein gewisses Währungsrisiko für den Investoren nicht ausgeschlossen werden kann. Das gleiche gilt im Prinzip für die USA, jedoch bieten hier Gold-äquivalente Renditen einen gleichwertigen Ersatz. Dazu Obstfeld und Taylor (2003b), "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 vs. 1925-1931", 252.

[263] Dies geschieht, um Verzerrungen zwischen Laufzeitrenditen, „yields to maturity“, und (approximativen) Umlaufrenditen, „current yields“, zu vermeiden. Das *Investor's Monthly Manual* enthielt auch eine Spalte „yield to investor at latest price“, die zwar ausgewertet wurde, aber nur für ein kleineres Ländersample verfügbar war. Da sich keine bedeutsamen Unterschiede zeigten, wurde der gängigen Praxis gefolgt und“current yields“ zugrunde gelegt, also die Rendite, die sich aus dem Verhältnis von Anleihepreis und Kupon ergibt. Siehe auch unten.

[264] Dies geschah vor allem im Hinblick darauf, daß außer den Zinsdaten für diese Länder so gut wie keine anderen historischen Daten existieren, die im Verlauf der Studie benötigt werden.

## 2. Risikoprämien im Vergleich

Um einen ersten Überblick über den Gesamtmarkt zu erhalten, bietet es sich an, einen historischen „Bondmarktindex“ für die Anleihen von peripheren Ländern zu berechnen. Die Gewichtung einzelner Länderrenditen folgt – mangels verläßlicher Daten zur Marktkapitalisierung – dem Volumen der öffentlichen Verschuldung.[265] Als Vergleichsmöglichkeit wurde auch ein ungewichteter Index berechnet. Britische Kolonien bleiben in diesem Index vorerst unberücksichtigt.[266] Für den Vergleich mit der gegenwärtigen Globalisierungsphase sind Renditen und Spreads von Hartwährungsanleihen von Entwicklungsländern verfügbar, die die Investmentbank J.P. Morgan Chase für ihren Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) errechnet.[267] Der EMBI+ ist der wichtigste Index für Staatsanleihen aus Schwellen- und Entwicklungsländern. Er umfaßt ausschließlich U.S.-Dollar denominierte Fremdwährungsanleihen, die zudem relativ strenge Liquiditätsauflagen zu erfüllen haben, so daß auch hier Liquiditätsfragen eine vernachlässigenswerte Rolle spielen dürften.

Ein Blick auf den Spread des historischen Bondmarktindex über dem britischen Consol (Abb. 4.1) zeigt, daß die Risikoaufschläge in der ersten Globalisierung nach heutigen Maßstäben extrem niedrig waren. Die Risikoprämien sind zudem zwischen 1890 und 1913 erheblich gesunken – auf rund 170 Basispunkte im Durchschnitt der Jahre 1900-1913. Wie dieser Rückgang zu erklären ist, wird später noch eingehend erörtert. Jedenfalls zeigt auch der ungewichtete Durchschnitt die gleiche Tendenz, so daß dieser Trend offenbar nicht nur von den Schwergewichten im historischen Index

---

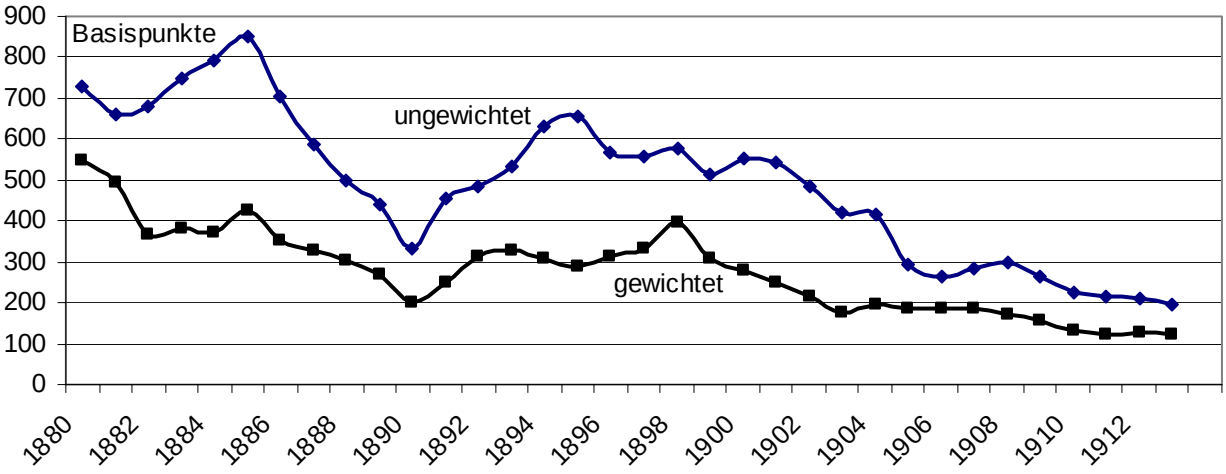
[265] Insgesamt sind 26 Länder in diesem Index vertreten, allerdings nicht jedes Land in jedem Jahr. Eine Beschränkung auf diejenigen Länder, deren Anleihen kontinuierlich in London notiert waren, liefert identische Ergebnisse. In den 1880er Jahren und dann wieder Anfang (Argentinien) und Ende der 1890er Jahre (Brasilien) gab es eine Reihe von Ländern, die ihren Schuldendienstzahlungen nicht nachkamen und daher sehr hohe Spreads hatten. Die Kernaussage der folgenden Grafik ändert sich nicht, wenn man säumige Schuldner aus dem Index herausrechnet. Insbesondere die erstaunliche Konvergenz der Zinsen im Jahrzehnt vor 1913 ist davon nicht betroffen; siehe auch Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913*.

[266] Es könnte sein, daß der britische Kapitalmarkt Kolonien anders behandelte; dazu siehe Kap. 7.

[267] Neben dem EMBI+ Index gibt es eine Reihe von weiteren Indizes, vor allem den EMBI Global, der sich in der Zusammensetzung der Länder sowie der Länge der verfügbaren Zeitreihen leicht unterscheidet. Diese Unterschiede sind aber im Rahmen dieser Studie von geringer Bedeutung. Soweit nicht anders vermerkt, beziehen sich die weiteren Ausführungen auf den EMBI+ (Broad); siehe J.P. Morgan Emerging Markets Research (1995), *Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+)*.

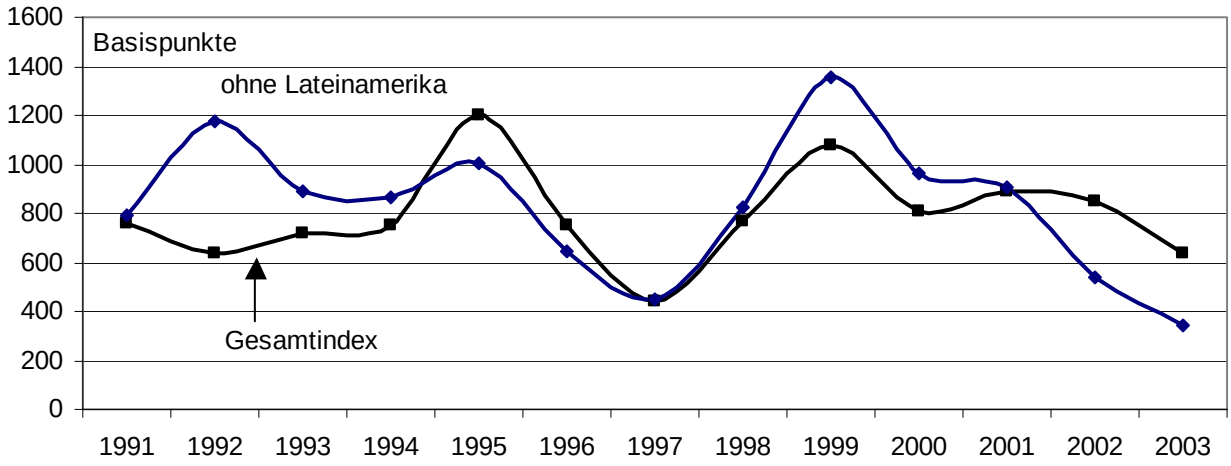
(Rußland, Brasilien, Argentinien, Türkei), sondern auch für die Großzahl kleinerer Schuldner gilt.[268] In der gegenwärtigen Globalisierung sind die Spreads dagegen nicht nur deutlich höher, sondern auch wesentlich volatiler (Abb. 4.2).

Abb. 4.1: Spread des historischen Bondmarktindex über dem Consol (1880-1913)




Quellen: Siehe Datenanhang.

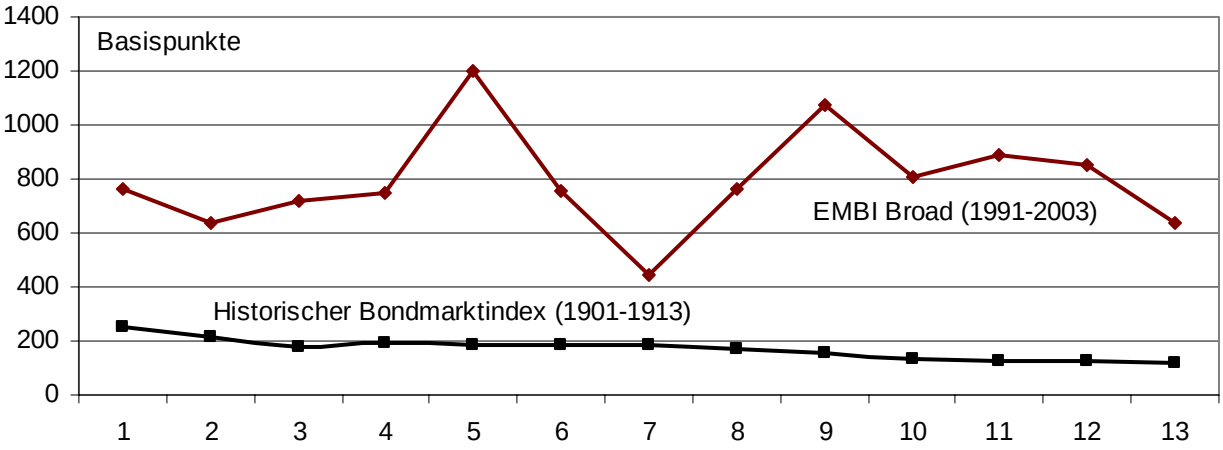
Abb. 4.2: Spread des EMBI (1991-2003)




Quellen: Siehe Datenanhang.

[268] Das höhere Niveau des ungewichteten Index geht auf süd- und mittelamerikanische Länder zurück. Diese beeinflussen den gewichteten Index aufgrund ihres geringen ökonomischen Gewichts nur marginal. Länder wie Kolumbien, Equador oder Guatemala befanden sich überdies über weite Strecken der Periode im Default, so daß der gewichtete Index ein verläßlicheres Bild liefert.

Abb. 4.3: Graphischer Vergleich der Risikoaufschläge




Quellen: Siehe Text und Datenanhang.

Mit anderen Worten lassen sich zwei große Unterschiede bei der Einschätzung der Länderrisiken ausmachen: Erstens, Investoren halten es heute im Mittel für weitaus wahrscheinlicher, daß Entwicklungsländer ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen werden. Die erwarteten Ausfallraten liegen mehr als doppelt so hoch wie vor dem Ersten Weltkrieg. Zweitens scheinen die Markteinschätzungen der Kreditwürdigkeit von Staaten heutzutage viel stärkeren Schwankungen unterworfen zu sein. Abb. 4.3 illustriert diese Unterschiede anschaulich für zwei gleich lange Zeitspannen, 1901-1913 und 1991-2003. Der Spread des modernen EMBI ist nicht nur ungleich größer, sondern auch mehrfach innerhalb weniger Jahre um über zwei Prozentpunkte gefallen oder gestiegen. Die Goldstandardära erscheint demgegenüber als Phase ungewöhnlich niedriger und stabiler Risikoeinschätzungen. Zwar liegt der Variationskoeffizient, also das Verhältnis von Durchschnittswert zur Standardabweichung, für die Jahre 1991-2003 nur geringfügig höher, aber eine Veränderung der Risikoprämie um 25 Prozent hat andere ökonomische Konsequenzen, wenn das Ausgangsniveau sechshundert Basispunkte statt zweihundert beträgt.

Aus der Tab. 4.1 können die deutlichen Unterschiede in der Wahrnehmung des Investitionsrisikos in beiden Globalisierungsperioden genauer abgelesen werden. In den zwei Jahrzehnten vor dem Ausbruch des Ersten Weltkrieges betrug der durchschnittliche Zinsaufschlag auf Anleihen von Ländern aus der Peripherie der Weltwirtschaft gut 230 Basispunkte. In der gegenwärtigen Globalisierung hat sich die Zahl mehr als verdreifacht: Im Mittel der Jahre 1991 bis 2003 lag der Spread des EMBI bei rund 790 Basispunkten.[269] Augenfällig ist auch der Unterschied

[269] Ähnlich deutliche Unterschiede, allerdings für ein kleineres Sample, berichten auch Mauro, Sussman und Yafeh (2000), "Emerging Market Spreads: Then Versus Now".

zwischen den Maximal- und Minimalwerten. Der historische Index erreichte 1898, im Jahr der brasilianischen Finanzkrise, einen Höchststand mit rund 400 Basispunkten. Aber selbst dieser historische Rekord liegt noch unter dem tiefsten Stand, den der EMBI in den 1990er Jahren erreichte (440 Basispunkte).[270]

Tab. 4.1.: Vergleich der Risikoprämien

| Basispunkte | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1890-1913 | 1890-1900 | 1901-1913 | 1991-2003 | 1991-1997 | 1998-2003 | Veränderung (4) ggü. (1) |
| Gesamtmarkt* | 231 | 302 | 171 | 792 | 752 | 838 | 561 |
| Argentinien** | 282 | 390 | 190 | 822 | 813 | 656 | 540 |
| Brasilien | 281 | 344 | 228 | 829 | 812 | 942 | 548 |
| Mexiko | 296 | 420 | 191 | 567 | 621 | 411 | 271 |
| Chile | 219 | 250 | 194 | 174 | | 174 | -45 |
| Rußland** | 138 | 135 | 140 | 770 | 616 | 808 | 632 |
| Türkei | 165 | 250 | 93 | 556 | | 662 | 391 |
| Bulgarien | 309 | 392 | 240 | 911 | 1367 | 607 | 602 |
| China | 234 | 309 | 171 | 209 | | 247 | -25 |
| Siam/Thailand | 143 | | 143 | 191 | 187 | 192 | 48 |
| ehemalige Kolonien | | | | | | | |
| Ägypten | 102 | 125 | 84 | 346 | | 346 | 244 |
| Nigeria | 64 | | 64 | 1378 | 1424 | 1327 | 1314 |
| Südafrika | 85 | 93 | 74 | 240 | 192 | 265 | 155 |
| Indien | 58 | 45 | 68 | | | | |

Deskriptive Statistik

| Gesamtmarkt* | Länder | Mittel | Max.-Wert | Stand. Abw. |
|---|---|---|---|---|
| 1890-1913 | 24 | 231 | 396 | 79 |
| 1991-2003 | 13 | 792 | 1202 | 192 |
| Differenz | | 561 | 806 | |

* ohne Kolonien in der Zeit vor 1914, gewichtet mit der öffentlichen Auslandsverschuldung.
**ohne Krisenjahre 2001-2003 bzw. 1998-1999.
Quellen: Siehe Text und Datenanhang.

[270] Zu Beginn des Jahres 2004 unterschritt der EMBI+ (ohne Argentinien) zeitweilig diese Marke in der Folge der Tiefstände der Zinsen in den USA und in der Eurozone.

Für fast alle Länder (mit Ausnahme von Chile und China[271]) zeigt sich eine markante Verschlechterung des Risikoprofils. Die „europäische Peripherie", vor allem Rußland und die Türkei, aber auch die ehemaligen britischen Kolonien und die großen lateinamerikanischen Länder sind davon in gleichem Maße betroffen. Den absoluten Spitzenplatz nimmt Nigeria ein. Als Teil des britischen Empire mußte das Land vor 1914 im Schnitt gut sechzig Basispunkte mehr für Kapital im Londoner Markt bezahlen als die britische Regierung. In der Gegenwart betrug der Aufschlag rund 1300 Basispunkte – gut zwanzigmal höher.

Auch in bezug auf die Breite und Offenheit des Kapitalmarktes für kapitalarme Länder ist die gegenwärtige Globalisierung ihrem historischen Vorläufer bei weitem noch nicht gleichgezogen. Eine weitaus geringere Zahl von Ländern hat heutzutage überhaupt Zugang zum internationalen Kapitalmarkt. Nicht zuletzt der Internationale Währungsfond, der in einer jüngst veröffentlichten Studie Ägypten, Peru, den Iran, Bulgarien und die Dominikanische Republik als „first-time sovereign issuers" bezeichnet, hat hier ein kurzes Gedächtnis[272]: Alle diese Länder hatten selbstverständlich schon vor 1914 Zugang zum internationalen Kapitalmarkt. Die entsprechenden Anleihen waren über Jahrzehnte an der Londoner Börse notiert. Die Ursache für die heute viel geringe Marktbreite dürfte ebenfalls auf die Wahrnehmung extrem hoher Ausfallrisiken zurückzuführen sein, die viele Länder – und zwar gerade die ärmsten – von vornherein vom internationalen Markt ausschließt.[273]

## 3. Länderrisiko und Kapitalexport

Auch wenn der hier beschriebene, „säkulare" Anstieg der Risikoprämien nach einer Erklärung verlangt, muß die Frage nach den Ursachen zunächst von der Frage nach den Konsequenzen des

---

[271] Aber in diesen beiden Ländern sind die Unterschiede zwischen damals und heute mit 25 bzw. 45 Basispunkten relativ gering. Die Ursachen dafür, daß sich diese beiden Länder gegen den Trend entwickelt haben, sind vielfältig. Bei China spielen der wirtschaftliche Erfolg in den 1990er Jahren, die geringe Auslandsverschuldung und die großen Währungsreserven eine wichtige Rolle. Chile hat sich in den 1990er Jahren ökonomisch ebenfalls sehr dynamisch entwickelt.

[272] Siehe International Monetary Fund (2003a), *Access to International Capital for First-Time Sovereign Issuers*.

[273] Gelos, Sahay und Sandleris (2003), "Sovereign Borrowing by Developing Countries: What Determines Market Access?"; Taylor und Sarno (1997), "Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants"; United Nations Conference on Aid and Development (UNCTAD) (2000), *The Least Developed Countries 2000 Report*, Kap.3.

Risikoanstiegs für das Volumen der Kapitalflüsse getrennt werden. Wie bereits gezeigt, wird die Wahrnehmung höherer Risiken die Nachfrage nach Anleihen eines Landes in jedem Fall reduzieren. Es ist insofern interessant zu untersuchen, ob sich der erwartete Zusammenhang zwischen der Risikoeinschätzung und dem Volumen der Kapitalflüsse in Entwicklungsländer in den beiden Perioden bestätigt. Grundsätzlich sollte sich eine negative Korrelation zwischen dem Niveau der Spreads und dem Volumen der Kapitalflüsse in den Daten wiederfinden, die Menge des transferierten Kapitals also mit der Risikowahrnehmung variieren. Konkret könnte man – zumindest der Tendenz nach – eine signifikant negative Beziehung zwischen der Höhe der Risikoprämien im Markt und dem Anteil von Entwicklungsländern an internationalen Kapitalflüssen erwarten.[274]

Abb. 4.4 kontrastiert die Entwicklung des Bondmarktindex mit dem Anteil kapitalarmer Länder an britischen Kapitalexporten vor 1913. Britische Kolonien sind erneut von der Betrachtung ausgeschlossen. Wie vermutet, zeigt sich ein klar gegenläufiger Trend von Risikowahrnehmung und Investition. Deutlicher wird die Beziehung im Scatterplot der Abb. 4.5: Hohe Kapitalflüsse fielen zusammen mit Zeiten niedriger Risikowahrnehmung – und umgekehrt. Die finanzielle Integration der kapitalarmen Länder war in hohem Maße von der Risikoeinschätzung der Investoren abhängig. Dies wird auch von der Studie von Flandreau und Zumer bestätigt, die – wenn auch auf der Basis eines deutlich kleineren Samples – die enge Beziehung zwischen Risikowahrnehmung und Kapitalmobilität nachgewiesen haben.[275]

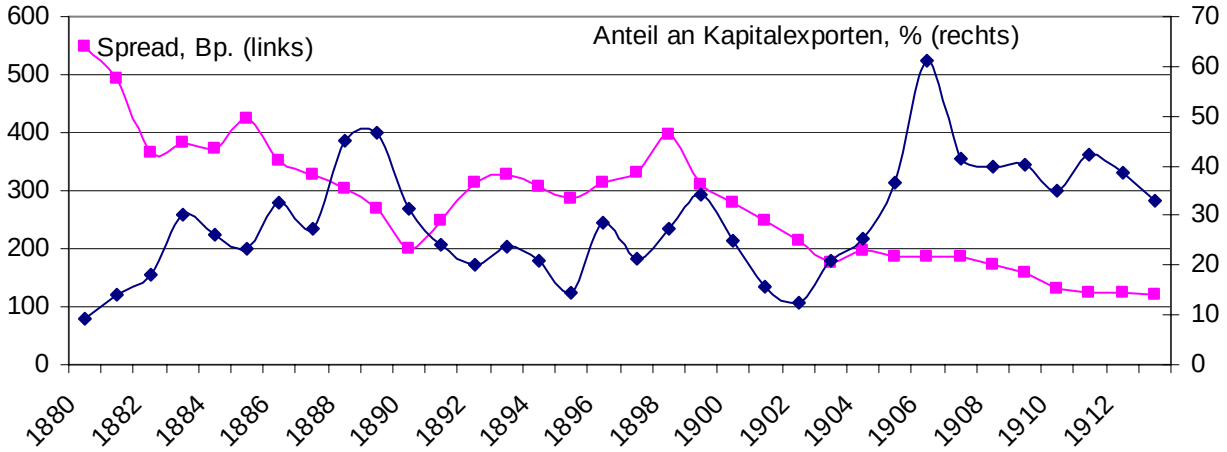
Der vergleichende Blick auf die gegenwärtige Globalisierung wird durch die relativ kleine Zahl an Beobachtungen sowie die finanziellen Turbulenzen der späten 1990er Jahre erschwert. Dennoch läßt sich auch für das letzte Jahrzehnt ein ähnlicher, wenn auch etwas schwächerer, Zusammenhang konstatieren (Abb. 4.6). Interessant ist, daß der Zusammenhang zwischen niedrigen Spreads und hohen Kapitalflüssen nach den Finanzkrisen der späten 1990er Jahre nachläßt, wobei zu beachten ist, daß vor allem der argentinische Staatsbankrott das Gesamtvolumen an Kapitalbewegungen stark reduziert hat.

---

[274] Die Betrachtung der Anteile am gesamten internationalen Kapitalverkehr bietet sich an, um den Einfluß von Pull-Faktoren isoliert zu betrachten. Die absolute Höhe der Kapitalflüsse wird auch von einer Reihe von Push-Faktoren determiniert.

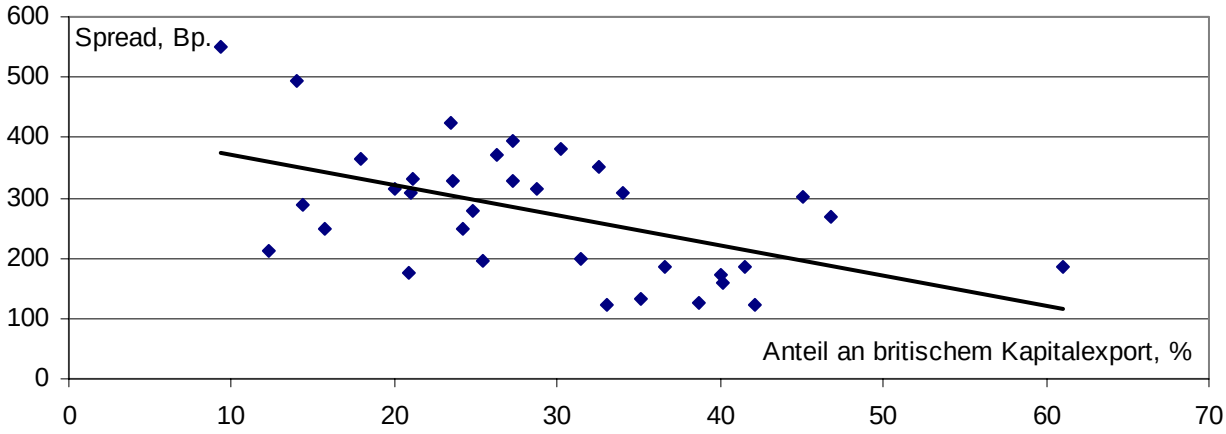
[275] Siehe Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913*, 18.

Abb. 4.4: Risikoprämien und Kapitalexport im Zeitverlauf (1880-1913)



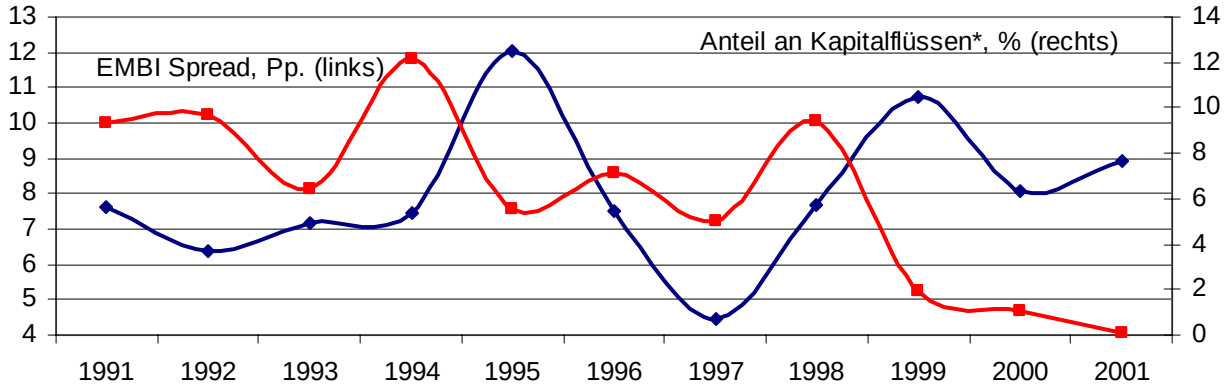

Quellen: Siehe Datenanhang.

Abb. 4.5: Risikoprämien und Kapitalexport – Korrelation (1880-1913)




Quellen: Siehe Datenanhang.

Abb. 4.6: Risikoprämien und Kapitalexport (1991-2001)




* an Anleihen und Bankkredite.

Quellen: Siehe Text und Datenanhang.

# 4. Zusammenfassung

(1) Das Marktvertrauen in die finanzielle Stabilität von peripheren Kreditnehmern ist dramatisch gesunken. Die Risikoaufschläge auf Staatsanleihen kapitalarmer Länder liegen heute zwei- bis dreimal höher als in der Zeit vor 1914. Sie sind zudem deutlich volatiler geworden.
(2) In beiden Perioden zeigt sich eine Beziehung zwischen der Wahrnehmung von Länderrisiken und dem Ausmaß der Integration der Entwicklungsländer in den globalen Kapitalmarkt. Nur wenn das Marktvertrauen groß war, kam es zu massiven Kapitalflüssen von Reich nach Arm.
(3) Verbindet man die beiden Hauptergebnisse dieser Überlegungen – dramatische absolute Unterschiede im Niveau der Risikoprämien zwischen beiden Globalisierungsphasen und ein starker Einfluß der Risikowahrnehmung auf das Volumen der Kapitalexporte – so wird deutlich, daß niedrige Investitionsrisiken eine wichtige, wenn nicht die wichtigste Ursache für die Attraktivität von Finanzanlagen in Entwicklungsländern während der ersten Globalisierung waren. Der Verlust an Marktvertrauen erscheint im Umkehrschluß als ein zentraler Grund für das geringe Volumen der Kapitalflüsse von Reich nach Arm in der Gegenwart.

# KAPITEL 5: AUSLANDSVERSCHULDUNG UND ÖKONOMISCHE INSTABILITÄT IM HISTORISCHEN VERGLEICH

In dem Maße, wie die niedrigen Investitionsrisiken eine entscheidende Ursache für die erfolgreiche Integration armer in den globalen Finanzmarkt vor 1914 waren, rückt die Frage in den Mittelpunkt, warum das Marktvertrauen vor 1914 so viel höher war als heute. Eine umfangreiche ökonomische Literatur aus den letzten Jahren legt die Vermutung nahe, daß sich solche Unterschiede in der Risikowahrnehmung auf ökonomische Fundamentaldaten zurückführen lassen sollten. Eine große Zahl von empirischen Studien hat die Länderrisikoeinschätzung des Finanzmarktes auf der Grundlage makroökonomischer Daten modelliert und statistisch überprüft.[276] Das Niveau der Auslandsverschuldung, starke Schwankungen der Exportpreise oder die Abhängigkeit von den Weltmarktpreisen für Rohstoffe sind häufig genannte Faktoren für die geringe Kreditwürdigkeit peripherer Ökonomien.

Im folgenden werden die wichtigsten makroökonomischen Risikofaktoren einem langfristigen historischen Vergleich unterzogen. Die zentrale Frage, die es zu klären gilt, lautet, ob ein Anstieg struktureller ökonomischer Risiken die höhere Risikowahrnehmung in der gegenwärtigen Globalisierung erklären kann. Jenseits des wirtschaftshistorischen Interesses an der ökonomischen Situation der Entwicklungsländer vor 1914 hat diese Fragestellung wichtige wirtschaftspolitische Implikationen: Wenn gezeigt werden kann, daß ein deutlicher Anstieg der Auslandsverschuldung eine plausible Erklärung für die hohen Risikoprämien liefert, wären Politikempfehlungen adäquat, die darauf zielen, das Niveau der Auslandsverschuldung zu reduzieren, um aus dem Kreislauf von hoher

[276] Dies gilt sowohl für die Gegenwart als auch für die erste Periode der Finanzglobalisierung; siehe unter anderem: Beck (2003), *Determinants of Emerging Market Bond Spreads;* Cantor und Packer (1996), "Determinants and Impacts of Sovereign Credit Ratings"; Edwards (1986), "LDC Foreign Borrowing and Default Risk"; Eichengreen und Mody (1998b), "What Explains Changing Spreads on Emerging Market Debt: Fundamentals or Market Sentiment?"; Kamin und Kleist (1999), "The Evolution and Determinants of Emerging Market Credit Spreads in the 1990's"; Lee (1993), "Are the Credit Ratings Assigned by Bankers Based on the Willingness of LDC Borrowers to Repay?"; Sy (2001), "Emerging Market Bond Spreads and Sovereign Credit Ratings". Die Determinanten der Risikoprämien vor 1914 werden untersucht in: Bordo und Rockoff (1996), "The Gold Standard as a 'Good Housekeeping Seal of Approval'"; Clemens und Williamson (2002), "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom 1870-1913"; Ferguson und Schularick (2004), "The 'Empire Effect'. The Determinants of Country Risk in the First Age of Globalization"; Flandreau, Le Cacheux und Zumer (1998), "Stability Without a Pact? Lessons from the European Gold Standard, 1880-1914"; Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913;* Mauro, Sussman und Yafeh (2000), "Emerging Market Spreads: Then Versus Now"; Obstfeld und Taylor (2003b), "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 vs. 1925-1931".

Verschuldung und hoher Zinslast auszubrechen. Wenn sich allerdings herausstellt, daß der Markt trotz einer vergleichbaren oder niedrigeren Verschuldung höhere Länderrisiken sieht, wären solche Politikvorschläge – wie sie zur Zeit von den internationalen Finanzinstitutionen gemacht werden[277] – nur von geringem Nutzen.

## 1. Auslandverschuldung als entwicklungsökonomisches Problem

Die Auslandsverschuldung der Entwicklungsländer ist seit den 1980er Jahren ein viel diskutiertes Problem – in historischer Perspektive hingegen kein neues. Im Laufe des letzten Jahrhunderts hat es immer wieder Phasen umfangreicher Kreditaufnahme der Peripherie und einen entsprechenden Anstieg der Auslandsverschuldung gegeben.[278] Daß sich arme Länder bei den reicheren Volkswirtschaften verschulden, ist aus volkswirtschaftlicher Perspektive ein normaler Vorgang, der die Chancen der globalen Kapitalmarktintegration unterstreicht. Dennoch hat die Kritik an Kapitalimporten in Form von zinsgebundenen Anleihen und Bankkrediten unter Ökonomen in letzter Zeit zugenommen.[279] Grundsätzlich ist die aus Krediten resultierende Verschuldung dann ein Problem, wenn der Kapitalimport keine Wachstumseffekte auslöst und daher keine zusätzlichen Ressourcen generiert werden, um die Schuldendienstbelastung konstant zu halten. Gelingt dies nicht, steigt die Verschuldung kontinuierlich an und kann das Wachstum bremsen, weil ein voluminöser „debt overhang“ die Investitionsquote senkt und Anreize für Reformen reduziert.[280] Eine umfassende Studie von fast hundert Entwicklungsländern über einen Zeitraum von dreißig Jahren hat unlängst bestätigt, daß die Auslandsverschuldung ab einem bestimmten Niveau die Wachstumsraten negativ beeinflußt.[281] Die Bemühungen um eine Entschuldung der ärmsten Länder sind dadurch motiviert.

Die Diskussion um Auslandsverschuldung hat im Zuge der Finanzkrisen in den 1990er Jahren eine neue Wendung genommen, weil auch die großen und – im Vergleich zu den (meist) afrikanischen

---

[277] Siehe International Monetary Fund (2003c), *World Economic Outlook (2003)*, Kap. 3.

[278] Zu Schuldenzyklen in der Weltwirtschaft siehe Eichengreen (1990), "Trends and Cycles in Foreign Lending"; Eichengreen (1991), "Historical Research on International Lending and Debt"; Suter (1990), *Schuldenzyklen in der Dritten Welt.*

[279] Reinhart, Rogoff und Savastano (2003), "Debt Intolerance".

[280] Siehe Patillo, Poirson und Ricci (2002), "External Debt and Growth".

[281] Ibid.

Umschuldungsländern – relativ wohlhabenden Emerging Markets wie Argentinien, Brasilien und die Türkei regelmäßig in finanzielle Schwierigkeiten geraten sind. Die Frage nach der Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung rückte daher ins Zentrum des akademischen Interesses. Auf der einen Seite wurde argumentiert, daß Entwicklungs- und Schwellenländer unter einer Art „Verschuldungsintoleranz" („debt intolerance") leiden, d.h. aufgrund einer Reihe von Faktoren nicht fähig seien, eine Staatsschuld zu bedienen, die nach den Maßstäben entwickelter Länder moderat erscheint.[282] Ein extremes Beispiel ist Argentinien, das im Jahr 2001 keine Probleme gehabt hätte, das Maastricht-Kriterium beim Schuldenstand der öffentlichen Hand zu erfüllen (weniger als sechzig Prozent des BIP), aber dennoch in eine schwere Finanzkrise geriet.[283] So kam der IWF in einer Studie zur öffentlichen Verschuldung der wichtigsten Emerging Markets zu dem Ergebnis, daß die Verschuldung vieler Länder zu hoch sei und reduziert werden müsse.[284] Die Schlußfolgerung, die daraus gezogen wurde, steht im Widerspruch zu den großen Hoffnungen, die bis zur Mitte der 1990er Jahre in den internationalen Kapitalmarkt als Motor der Entwicklung gesetzt wurden: „Mechanisms to limit borrowing, either through institutional change on the debtor side (...) or through changes in the legal or regulatory systems of creditor countries, are probably desirable."[285]

Andere Autoren haben bestritten, daß die Höhe der Verschuldung an sich ein ausschlaggebender Faktor für die Finanzprobleme des letzten Jahrzehnts war, und lehnen insbesondere die Schlußfolgerung ab, daß die Begrenzung der Kapitalimporte eine ökonomisch sinnvolle Idee sei.[286] Sie verweisen statt dessen auf institutionelle Schwächen des Kapitalmarktes, die dazu führen, daß die meisten Länder nicht in der Lage sind, sich im Ausland in ihrer eigenen Währung zu verschulden („original sin"). Denn durch Verschuldung in ausländischer Währung werden die Kreditnehmer anfällig für (reale) Wechselkursschwankungen, die den Schuldendienst verteuern und Investitionsrisiken erhöhen. Freilich ist auch „original sin" kein neues Phänomen. Bereits in der ersten Globalisierungswelle war es nur einer kleinen Gruppe von Ländern vorbehalten, sich im Ausland in

[282] Reinhart, Rogoff und Savastano (2003), "Debt Intolerance".

[283] Es gilt allerdings zu beachten, daß Fremdwährungsschulden das zentrale Problem sind, die unter dem Stichwort „original sin" verstärkt diskutiert werden. Dazu siehe unten.

[284] International Monetary Fund (2003c), *World Economic Outlook (2003)*, Kap. 3.

[285] Reinhart, Rogoff und Savastano (2003), "Debt Intolerance", 7/8.

[286] Eichengreen, Hausmann und Panizza Ibid."Currency Mismatches, Debt Intolerance, and Original Sin".

eigener Währung zu verschulden.[287] Wechselkursinstabilität stellte auch vor 1914 ein erhebliches Risiko für den Schuldendienst vieler peripherer Länder dar. Am Anfang der Finanzkrisen der 1890er Jahre in Argentinien, Brasilien und Portugal standen Währungskrisen, welche die reale Schuldenlast der Staaten stark erhöhten.[288]

Der Zusammenhang zwischen der Höhe der Verschuldung und dem Risiko des Zahlungsausfalls wird in der ökonomischen Theorie als Frage der Solvenz und der Liquidität präzisiert. Solvenz wird technisch dann als gegeben betrachtet, wenn der diskontierte gegenwärtige Wert künftiger Einnahmen des Landes (oder des Staates) niedriger ist als seine Verschuldung.[289] Wenn zusätzlich die Verschuldung nicht schneller ansteigt als der Realzins, der auf die Schulden zu zahlen ist, kann ein Staat langfristig solvent bleiben, und zwar unabhängig davon, wie hoch das Ausgangsniveau der Verschuldung ist.[290] Trotz der theoretischen Klarheit ist dieses „intertemporale Solvenz-Kriterium“ aber nur von begrenztem praktischen Wert.[291] In der Realität spielt die relative Höhe der Verschuldung eine ebenso wichtige Rolle: Es macht einen Unterschied, ob sich die Schuldenquote bei zweihundert Prozent oder bei zwanzig Prozent des BIP stabilisiert.[292] Ein höheres Schuldenniveau muß zwar nicht zwangsläufig zum Default führen, erhöht aber dessen Wahrscheinlichkeit – und damit die Markteinschätzung des Länderrisikos.

## 2. Öffentliche Auslandsverschuldung

Wie hoch ist die gegenwärtige Verschuldung der Peripherie im historischen Vergleich? Verhindert ein hoher Schuldenberg, daß die kapitalarmen Länder in größerem Maße von den Chancen der

---

[287] Siehe Bordo und Flandreau (2001), "Core, Periphery, Exchange Rate Regimes, and Globalization"; Bordo, Meissner und Redish (2003), "How 'Original Sin' Was Overcome"; Flandreau und Sussman (2004), "Old Sins: Exchange Rate Clauses and European Foreign Lending in the 19th Century".

[288] Flandreau und Sussman (2004), "Old Sins: Exchange Rate Clauses and European Foreign Lending in the 19th Century", 2.

[289] Eaton und Taylor (1986), "Developing Country Finance and Debt", 373.

[290] Eine ausführliche Diskussion findet sich in Cohen (1991), *Private Lending to Sovereign States: A Theoretical Autopsy;* Roubini (2001), "Debt Sustainability: How to Assess Whether a Country Is Insolvent".

[291] Roubini (2001), "Debt Sustainability: How to Assess Whether a Country Is Insolvent".

[292] Siehe Ibid.

finanziellen Globalisierung profitieren? Diese Fragen lassen sich nur auf der Grundlage von historischen Zeitreihen für die Auslandsverschuldung der Entwicklungsländer verläßlich beantworten. Entsprechende historische Daten sind freilich nicht ohne weiteres verfügbar, so daß ein solcher Vergleich noch nicht systematisch geführt werden konnte. Die vorliegende Studie versucht, diese Lücke auf der Grundlage einer umfassenden Materialsammlung aus Primärquellen zu schließen. Vornehmlich aus den *Annual Reports* der *Corporation of Foreign Bondholders*, der Interessenvertretung der britischen Kapitalanleger, dem *Statesman's Yearbook*, einem bekannten statistisch-politischem Periodikum, und einem regelmäßig erscheinenden Investitionsratgeber, *Fenn's Compendium*, wurden zu diesem Zweck historische Zeitreihen zur Auslandsverschuldung für ein umfassendes Ländersample rekonstruiert.[293] In Verbindung mit entsprechenden Daten für Staatseinnahmen, Exporte und BIP, die teils aus Primärquellen, teils aus Sekundärquellen zusammengetragen wurden, ist es daher zum ersten Mal möglich, für eine große Gruppe von kapitalarmen Volkswirtschaften die Entwicklung der öffentlichen Auslandsverschuldung vergleichend zu analysieren.

In der Literatur ist weiterhin umstritten, was der beste „Nenner" für die Verschuldung ist; sowohl das BIP als auch die Staatseinnahmen und die Exporte sind häufig benutzte Varianten, je nach konkreter Fragestellung.[294] Um die Ergebnisse von langfristigen Veränderungen von Export- und Einnahmequoten in Relation zum BIP unabhängig zu machen, wird die Verschuldung im folgenden im Verhältnis zu allen genannten Indikatoren betrachtet. Als Zeitraum für den Vergleich bieten sich aufgrund der Datenverfügbarkeit für die historische Epoche die Jahre von 1900 bis 1913 an. Da die Verschuldungsindikatoren der meisten peripheren Volkswirtschaften zwischen 1900 und 1913 niedriger waren als in den 1880er und 1890er Jahren – weil ein relativ kräftiges Wachstum die Quoten kontinuierlich senkte – dürften diese Zahlen eine sichere Untergrenze darstellen.[295] Für die gegenwärtige Globalisierung wird der Zeitraum zwischen 1990 und 2001 betrachtet. Darüber hinaus ist es sinnvoll, Durchschnittswerte zu bilden, die zwar die Dynamik in beiden Perioden nicht abbilden, aber ein verläßliches Bild der zugrundeliegenden Verschuldungsniveaus geben.

---

[293] Siehe Datenanhang. Zum Teil wurden die Jahresberichte der *Corporation of Foreign Bondholders* bereits von Trish Kelly ausgewertet und die Daten zur Verfügung gestellt. Siehe Kelly (1998), "Ability and Willingness to Pay in the Age of the Pax Britannica 1890-1914".

[294] Cohen (2000), "The HIPC Initiative: True and False Promises"; im Rahmen der Entschuldungsinitiativen für Highly Indebted Poor Countries (HIPC) wurde ein kombinierter Ansatz aus verschiedenen Indikatoren gewählt.

[295] Siehe dazu unten sowie Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913*.

In beiden Globalisierungsperioden gehörten die gleichen Volkswirtschaften zu den wichtigsten peripheren Kreditnehmern: Länder wie Argentinien, Brasilien, Chile, Mexiko, Rußland, die Türkei (bzw. das Osmanische Reich) und Thailand (bzw. das Königreich Siam) waren vor 1914 und nach 1990 unter den wichtigsten Nachfragern am internationalen Kapitalmarkt. Eine gewisse Pfadabhängigkeit scheint es auch beim „Aufstreben" von Volkswirtschaften zu geben. Neben diesen „ewigen" Emerging Markets werden auch einige – nur dem Volumen der ausstehenden Bonds nach kleinere – periphere Volkswirtschaften aus Lateinamerika (Venezuela, Uruguay) und Asien (China) sowie eine Gruppe weniger entwickelter ehemaliger britischer Kolonien – Indien, Ägypten, Südafrika und Nigeria – betrachtet. Diese insgesamt 16 Länder haben in beiden Perioden den Großteil der internationalen Kapitalflüsse auf sich gezogen.

Tab. 5.1 und 5.2 zeigen, daß es in der Tat einen markanten Unterschied zwischen der ersten und der zweiten Globalisierung gibt. Der Trend, der sich wie ein roter Faden durch fast alle Länder und Ländergruppen zieht, ist allerdings ein anderer als der, den die häufigen Warnungen vor der Überschuldung der Entwicklungsländer in der Gegenwart vermuten lassen: Die Verschuldung der peripheren Volkswirtschaften war vor dem Ersten Weltkrieg weitaus höher als in der Gegenwart. Dies gilt unabhängig davon, ob die Schuldenlast relativ zu den Exporten, den öffentlichen Einnahmen oder dem BIP gemessen wird – obwohl die relative Entschuldung im Laufe des Jahrhunderts bei den ersten beiden Indikatoren deutlicher hervortritt.[296] Am Anfang des 20. Jahrhunderts lag die durchschnittliche öffentliche Auslandsverschuldung im Verhältnis zu den Staatseinnahmen mit über 300 Prozent mehr als doppelt so hoch wie im letzten Jahrzehnt; und auch in Relation zu den Exporten war die Schuldenlast vor dem Ersten Weltkrieg fast zweimal höher.

Im historischen Vergleich läßt sich, zumindest für die wichtigsten Schuldnerländer, die These nicht aufrechterhalten, daß ein hohes Maß an Auslandsverschuldung heutzutage die Integration in den Kapitalmarkt behindert. Die Entwicklung der öffentlichen Auslandsverschuldung und der öffentlichen Gesamtverschuldung (extern und intern) widersprechen eindeutig dem Trend bei den Risikoprämien. Da der Verschuldungsbestand ein zentraler Indikator für die Risikowahrnehmung ist, wäre vielmehr zu erwarten gewesen, daß die Prämien heute deutlich unter dem historischen Niveau liegen. Vergleicht man darüber hinaus die Höhe der Auslandsschulden vor 1914 mit den Kriterien der Weltbank für Umschuldungsinitiativen oder mit akademischen Untersuchungen aus den letzten Jahrzehnten, die

[296] Die geringe Zahl an BIP-Rekonstruktionen für die historische Epoche macht es unmöglich, hier genauere Ursachenforschung zu betreiben. *Prima facie* scheint es, daß die Außenhandelsöffnung vieler Volkswirtschaften vor 1914 geringer war als heute und daß die Staatseinnahmen relativ zum BIP schneller gewachsen sind als das BIP.

Schwellenwerte für die maximal tragbare Verschuldung begründet haben, so kommt man zu einem paradoxen Ergebnis: Wenn man die dort aufgestellten Maßstäbe benutzen würde – 250 Prozent der öffentlichen Einnahmen oder zweihundert Prozent der Exporte[297] – , hätten sich fast alle Länder vor 1914 für eine Umschuldung qualifiziert.

Tab. 5.1: Öffentliche Verschuldung 1900-1913

| Verschuldung relativ zu | Staatseinnahmen | Exporte | BIP | Öffentliche Gesamtverschuldung relativ zum BIP* |
|---|---|---|---|---|
| Argentinien | 4.47 | 3.51 | 0.40 | 0.65 |
| Brasilien | 3.44 | 1.87 | 0.43 | 0.57 |
| Chile | 1.21 | 1.52 | 0.29 | 0.43 |
| Mexiko | 2.61 | 1.20 | | |
| Uruguay | 4.97 | 2.93 | 1.53 | 1.78 |
| Venezuela | 2.65 | 1.59 | | |
| *Lateinamerika (arithm. Mittel)* | *3.23* | *2.10* | *0.66* | *0.86* |
| Bulgarien | 3.23 | 3.69 | | |
| Rumänien | 3.73 | 3.13 | | |
| Rußland | 1.46 | 3.03 | 0.22 | 0.49 |
| Türkei | 4.36 | 5.92 | | |
| *Europäische Peripherie (arithm. Mittel)* | *3.19* | *3.94* | | |
| China | 5.34 | 2.02 | | |
| Siam/Thailand | 1.56 | 0.83 | | |
| *Asien (arithm. Mittel)* | *3.45* | *1.43* | | |
| Ägypten | 6.31 | 4.26 | | |
| Indien | 2.49 | 1.23 | 0.14 | 0.23 |
| Nigeria | 2.37 | 0.99 | | |
| Südafrika | | 6.29 | 0.38 | |
| *Britisches Empire (arithm. Mittel)* | *5.44* | *3.19* | *0.14* | *0.23* |
| *Alle Länder (arithm. Mittel)* | *3.90* | *2.78* | *0.46* | *0.60* |

* des Zentralstaates (intern und extern), soweit zuzuordnen.
Quellen: Siehe Datenanhang.

[297] Siehe Cohen (2000), "The HIPC Initiative: True and False Promises". Diese Schwellenwerte wurden im Rahmen der HIPC-Initiative angewendet, sind aber im Zuge des G-7-Treffens in Köln 1999 weiter reduziert worden. Darüber hinaus gelten diese Werte für „low-income countries", während die meisten Länder im Sample nach der Weltbank-Definition „middle-income countries" sind. Die genannten Verschuldungsobergrenzen beziehen sich auf den „Net Present Value", variieren also mit dem Anteil von Krediten, die nicht zum Marktzins vergeben wurden. Da es in der historischen Zeit aber in dieser Form keine Zinssubventionen gab, dürfte diese Unterscheidung keine Rolle spielen.

Tab. 5.2: Öffentliche Auslandsverschuldung 1990-2001

| Verschuldung zu | Staatseinnahmen | Exporte | BIP | Öffentliche Gesamtverschuldung relativ zum BIP* |
|---|---|---|---|---|
| Argentinien | 1.93 | 2.72 | 0.25 | |
| Brasilien | 0.55 | 1.89 | 0.17 | |
| Chile | 0.67 | 0.49 | 0.15 | 0.24 |
| Mexiko | 1.52 | 0.97 | 0.22 | 0.32 |
| Uruguay | 0.90 | 1.30 | 0.25 | 0.26 |
| Venezuela | 1.87 | 1.31 | 0.36 | |
| *Lateinamerika (arithm. Mittel)* | *1.24* | *1.45* | *0.23* | *0.27* |
| Bulgarien | 2.19 | 1.48 | 0.72 | |
| Rumänien | 0.42 | 0.42 | 0.12 | |
| Rußland | 1.91 | 1.15 | 0.29 | 0.88 |
| Türkei | 1.43 | 1.36 | 0.28 | 0.45 |
| *Europäische Peripherie (arithm. Mittel)* | *1.49* | *1.10* | *0.35* | *0.66* |
| China | 2.32 | 0.60 | 0.12 | |
| Siam/Thailand | 0.93 | 0.34 | 0.16 | |
| *Asien (arithm. Mittel)* | *1.63* | *0.47* | *0.14* | |
| Ägypten | 1.67 | 2.24 | 0.47 | |
| Indien | 1.76 | 2.24 | 0.23 | 0.52 |
| Nigeria | | 1.98 | 0.89 | |
| Südafrika | 0.26 | 0.27 | 0.07 | 0.46 |
| *Ehem. Britisches Empire (arithm. Mittel)* | *1.23* | *1.68* | *0.42* | *0.49* |
| *Alle Länder (arithm. Mittel)* | *1.35* | *1.30* | *0.30* | *0.45* |

*des Zentralstaates (intern und extern).

Quelle: World Bank (2003b)

## 3. Terms of Trade, Exportstrukturen und Wachstumsfluktuationen

Die Höhe der Staatsschuld ist nicht der einzige Faktor, der höhere Investitionsrisiken in der Peripherie auslösen kann. Ein klassisches Thema sowohl der Wirtschaftsgeschichte als auch der Literatur zu Finanzkrisen ist die im Vergleich zu Industrieländern weitaus höhere Instabilität der

Wirtschaftsentwicklung in weniger entwickelten Volkswirtschaften.[298] Die größere Variabilität der Wachstumsraten des BIP, des Steuer- und Abgabenaufkommens oder der Exporteinnahmen erhöht die Gefahr, daß eine Volkswirtschaft nicht in der Lage ist, die für die Bedienung der Auslandschuld notwendigen Ressourcen zu generieren. Insbesondere die Volatilität der Außenhandelspreise, der Exporteinnahmen, die Exportstruktur sowie die Fluktuationen der realen Wachstumsraten sind derartige Risikofaktoren.

Wenn zunächst der Außenhandel der 16 kapitalarmen Länder im Sample untersucht wird, dann betritt man ein Problemfeld, das seit den klassischen Thesen von Raoul Prebisch und Hans Singer oft als Achillesferse der Entwicklungsbemühungen der Peripherie betrachtet wurde. Die Grundthese der „Dependenz-Schule“ lautete, daß sich die Terms of Trade kontinuierlich verschlechtern, solange sich die Entwicklungsländer auf die Produktion von Primärprodukten spezialisieren.[299] Jüngere statistische Untersuchungen haben diese Thesen zumindest für die Jahrzehnte vor dem Ersten Weltkrieg weitgehend widerlegt; bereits zuvor waren immer wieder Zweifel an den Generalisierungen der „Dependenz-Schule“ geäußert worden.[300] Auch in der zweiten Globalisierungsdekade nach 1990 war kein eindeutiger Trend im Sinne einer kontinuierlichen Verschlechterung der Terms of Trade aus Sicht der Entwicklungsländer zu verzeichnen.[301] Dennoch könnte etwa eine erhöhte Volatilität der relativen Außenhandelspreise angesichts der Einkommenseffekte für die Schuldnerländer ein Begründung dafür sein, daß Investitionsrisiken gestiegen sind.

---

[298] Siehe Catao und Kapur (2004), "Missing Link: Volatility and the Debt Intolerance Paradox"; International Monetary Fund (2003c), *World Economic Outlook (2003)*. Insbesondere die Hypothese hoher Fluktuationen der Außenhandelspreise bzw. eines kontinuierlichen Rückgangs hat seit den 1950er Jahren die Entwicklungsökonomie beschäftigt. Eine Neubetrachtung der Thesen von Prebisch und Singer findet sich in: Hadass und Williamson (2002), "Terms of Trade Shocks and Economic Performance: Prebisch and Singer Revisited".

[299] Siehe die Diskussion in Hadass und Williamson (2002), "Terms of Trade Shocks and Economic Performance: Prebisch and Singer Revisited". Eine statistische Analyse des negativen Einflusse der Volatilität der Terms of Trade findet sich in Blattman, Hwang und Williamson (2003), "The Terms of Trade and Economic Growth in the Periphery 1870-1983".

[300] Bairoch (1997b), *Victoires et Déboires (3)*, 943; Holtfrerich (1989), "Evolution of World Trade" und Hadass und Williamson (2002), "Terms of Trade Shocks and Economic Performance: Prebisch and Singer Revisited".

[301] Die “Net Barter Terms of Trade” sind für die Gruppe der Länder mit mittlerem und niedrigem Einkommen im Mittel konstant geblieben; siehe World Bank (2003b), *World Development Indicators*.

Tab. 5.3.: Variabilität der Terms of Trade der Entwicklungsländer

| Terms of Trade | Variationskoeffizient | | Variationskoeffizient | | Veränderung, % | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1900-1913 | 1990-2000 | 1890-1913 | 1980-2000 | 1900-1913 | 1990-2000 |
| Argentinien | 0.11 | 0.04 | 0.16 | 0.11 | 28.70 | 11.93 |
| Brasilien | 0.17 | 0.17 | 0.22 | 0.24 | 4.36 | 50.77 |
| Chile | 0.19 | 0.10 | 0.19 | 0.31 | -15.22 | -12.53 |
| Mexiko | 0.11 | 0.03 | 0.11 | 0.52 | -7.11 | -1.63 |
| Uruguay | 0.06 | 0.04 | 0.06 | 0.08 | 9.47 | -13.94 |
| Venezuela | | 0.19 | | 0.39 | | 11.15 |
| *Lateinamerika (arithm. Mittel)* | *0.13* | *0.09* | *0.15* | *0.27* | *4.04* | *7.62* |
| Bulgarien | | | | | | |
| Rumänien | | | | | | |
| Rußland | 0.07 | | 0.07 | | -12.59 | |
| Türkei | 0.04 | 0.05 | 0.06 | 0.05 | 2.78 | -8.79 |
| *Europäische Peripherie (arithm. Mittel)* | *0.05* | | *0.06* | *0.05* | *-4.90* | |
| China | 0.10 | 0.03 | 0.15 | 0.07 | 3.70 | 0.58 |
| Siam/Thailand | 0.10 | 0.05 | 0.18 | 0.08 | -8.55 | -15.93 |
| *Asien (arithm. Mittel)* | *0.10* | *0.04* | *0.16* | *0.08* | *-2.43* | *-7.67* |
| Ägypten | 0.14 | 0.10 | 0.21 | 0.32 | 27.72 | -0.80 |
| Indien | 0.07 | 0.10 | 0.07 | 0.15 | -5.70 | 17.29 |
| Nigeria | | 0.25 | | 0.49 | | 11.64 |
| Südafrika | | 0.04 | | 0.05 | | -2.76 |
| *Britisches Empire (arithm. Mittel)* | *0.11* | *0.12* | *0.14* | *0.25* | *11.01* | *6.34* |
| *Alle Länder (arithm. Mittel)* | *0.11* | *0.09* | *0.13* | *0.22* | *2.50* | *3.61* |

Quelle: Siehe Datenanhang und Text sowie für 1990-2001: World Bank (2003b).

Die Berechnungen des Variationskoeffizienten der Terms of Trade – das Verhältnis der Standardabweichung zum Durchschnitt – für die Perioden 1900 bis 1913 sowie 1990 bis 2000 ergeben fast identische Relationen (Tab. 5.3). Im Mittel aller Länder, für die in beiden Perioden Daten verfügbar sind, war die Volatilität vor 1913 sogar leicht höher. Dies gilt auch für die Untergruppe der lateinamerikanischen Länder. Auch die prozentuale Veränderung zwischen Anfangs- und Endjahr suggeriert, daß es in dem Jahrzehnt vor 1913 keine ausnehmend positive Entwicklung der Terms of Trade gab: Zwischen 1900 und 1913 haben sich die Terms of Trade um etwa vier Prozent verbessert; zwischen 1990 und 2000 um gut sieben Prozent. Allein im längerfristigen Vergleich der Jahre 1890 bis 1913 gegenüber 1980 bis 2000 gibt es Anzeichen dafür, daß die Instabilität der relativen Außenhandelspreise in den letzten zwanzig Jahren höher war. Allerdings wird dieses Ergebnis in erster Linie von den starken Schwankungen der Exportpreise der Ölexporteure Mexiko, Venezuela,

Nigeria geprägt. Ohne diese drei Volkswirtschaften verwischen die Unterschiede auch in einer längerfristigen Perspektive.

Ein vergleichbares Bild liefern auch die Schwankungen der Exporteinnahmen in „harter" Währung, das heißt in britischen Pfund (vor 1914) bzw. US-Dollar (nach 1990). Starke Fluktuationen der Deviseneinnahmen der Peripherie, sei es durch Währungsinstabilität, Angebots- oder Nachfrageschocks oder auch Veränderungen der Exportpreise, sind kein herausragendes Kennzeichen der gegenwärtigen Weltwirtschaft (Tab. 5.4). Im Gegenteil scheint sich der Eindruck zu bestätigen, daß – wenn man angesichts der Datenunsicherheiten überhaupt eine Tendenz ablesen will – die Schwankungen vor 1914 höher waren als nach 1990.

Die Instabilität armer Volkswirtschaften muß nicht auf den Außenhandel und die Abhängigkeit von Weltmarktpreisen beschränkt sein. Vielmehr könnte aufgrund einer Vielfalt von Faktoren, ökonomischer wie politischer, die gesamtwirtschaftliche Entwicklung höheren Unsicherheiten unterworfen sein. Dies sollte sich, *ceteris paribus*, in höheren Fluktuationen der realen Wachstumsraten zeigen. Auf der Grundlage der langfristigen Wachstumsreihen von Angus Maddison lassen sich die Schwankungen der realwirtschaftlichen Entwicklung vor 1914 berechnen.[302] Die Standardabweichung der Wachstumsraten einzelner Länder kann dabei einen Eindruck von der zugrundeliegenden Volatilität vermitteln (Tab. 5.4). Datenlücken verhindern, daß alle Länder in den Vergleich miteinbezogen werden können, aber der Tendenz nach ergibt sich auch hier ein klares Bild. Einige Volkswirtschaften scheinen nach 1990 zwar deutlich volatilere Wachstumsraten zu haben als vor 1914, insbesondere die osteuropäischen Transformationsländer sowie diejenigen Länder, die – wie Argentinien oder Thailand – schwere Finanzkrisen erlebten. Aber für die Mehrzahl der lateinamerikanischen Länder war die Standardabweichung der Wachstumsrate in der ersten Globalisierung höher. Im Durchschnitt der Länder lag sie deutlich über vier Prozentpunkten. Die Türkei und Indien sind zwei Beispiele für Länder, deren Realwirtschaft sich vor 1914 instabiler entwickelte als nach 1990.

[302] Detaillierte Daten finden sich in Maddison (1995), *Monitoring the World Economy, 1820-1990*.

Tab. 5.4: Fluktuation der Exporteinnahmen und Wachstumsraten sowie Exporte von Primärprodukten

| | Variationskoeffizient der Exporteinnahmen | | Standardabweichung der realen Wachstumsrate | | Exporte von Primärprodukten, % | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1900-1913 | 1990-2001 | 1900-1913 | 1990-2001 | 1900-1913 | 1990-2001* |
| Argentinien | 0.36 | 0.30 | 5.04 | 6.00 | 99.38 | 68.49 |
| Brasilien | 0.29 | 0.21 | 4.11 | 2.83 | 99.85 | 44.99 |
| Chile | 0.22 | 0.28 | 3.02 | 3.61 | 99.00 | 84.69 |
| Mexiko | 0.23 | 0.46 | 4.94 | 3.56 | 99.78 | 25.57 |
| Uruguay | 0.17 | 0.21 | 5.00 | 3.93 | 99.96 | 60.21 |
| Venezuela | 0.31 | 0.26 | | 4.41 | | 87.64 |
| *Lateinamerika* | *0.26* | *0.29* | *4.42* | *4.06* | *99.59* | *61.93* |
| Bulgarien | 0.29 | 0.17 | | 5.80 | | 40.32 |
| Rumänien | 0.31 | 0.32 | | 6.29 | | 23.21 |
| Rußland | 0.26 | 0.14 | 0.73 | 7.13 | 95.17 | 75.68 |
| Türkei | 0.20 | 0.34 | 8.73 | 5.95 | 95.09 | 25.72 |
| *Europäische Peripherie* | *0.26* | *0.24* | *4.73* | *6.29* | *95.13* | *41.23* |
| China | 0.22 | 0.51 | 0.39 | 2.97 | 94.77 | 17.08 |
| Siam/Thailand | 0.16 | 0.29 | 0.17 | 6.01 | 99.34 | 28.90 |
| *Asien* | *0.19* | *0.40* | *0.28* | *4.49* | *97.06* | *22.99* |
| Ägypten | 0.18 | 0.18 | 0.11 | 1.45 | 98.18 | 63.01 |
| Indien | 0.25 | 0.37 | 4.81 | 1.87 | 83.97 | 25.62 |
| Nigeria | 0.40 | 0.29 | | 2.07 | | 98.59 |
| Südafrika | 0.27 | 0.12 | | 1.97 | | 55.01 |
| *Ehem. Britisches Empire* | *0.27* | *0.24* | *2.46* | *1.84* | *91.08* | *60.56* |
| *Alle Länder (arithm. Mittel)* | *0.26* | *0.28* | *3.37* | *4.12* | *96.77* | *51.55* |

* Gesamtexporte abzüglich der Exporte von verarbeiteten Gütern nach der Definition der Weltbank.
Quellen: Siehe Datenanhang sowie für 1990-2001: World Bank (2003b).

Schließlich soll ein letztes Argument betrachtet werden, das immer wieder als Ursache der strukturellen Risiken peripherer Volkswirtschaften ins Spiel gebracht wird, nämlich die Abhängigkeit der Entwicklungsländer von Exporten von Primärprodukten – vor allem von Bodenschätzen und agrarischen Erzeugnissen (Tab. 5.4).[303] Dank der Forschungen zur Wirtschaftsgeschichte der Peripherie im 19. Jahrhundert kann man mittlerweile aus diversen Quellen die Exportstruktur der

[303] Insofern diese Risiken sich über die Terms of Trade oder die Fluktuationen der Wachstumsraten ausdrücken, sind sie schon behandelt worden. Es sind aber eine Reihe von anderen strukturellen und politökonomischen Argumenten vorgebracht worden. Siehe dazu den viel beachteten Beitrag von Sachs und Warner (1995), "Economic Reform and the Process of Economic Integration".

weniger entwickelten Länder in der zweiten Hälfte des 19. und dem ersten Jahrzehnt des 20. Jahrhunderts relativ gut nachvollziehen.[304] Der Anteil von Primärprodukten an den Gesamtexporten war vor 1914 extrem hoch. In allen Ländern – außer Indien – lag er bei über neunzig Prozent. Dies zeigt, wie stark die Spezialisierung der Peripherie auf die Produktion bzw. Extraktion von landwirtschaftlichen Erzeugnissen und Bodenschätzen war – im Einklang mit der klassischen Handelslehre von komparativen Vorteilen. Die industrielle Revolution wurde vor dem ersten Weltkrieg nicht in nennenswertem Maße in die Peripherie exportiert wurde.[305] Paul Bairoch und Richard Kozul-Wright haben die Veränderungen der Produktionsstrukturen in den Jahrzehnten vor dem ersten Weltkrieg als Prozeß der „polarization of industrial activity between the North and the South" bezeichnet.[306] Mit Blick auf die Veränderungen der Welthandelsstrukturen stellen sie fest: „Between 1860 and 1913, the developing country share of world manufacturing production declined from over one third to under a tenth."[307]

Die meisten Entwicklungsländer haben aber im Laufe des 20. Jahrhunderts teils deutliche Erfolge bei der Diversifizierung ihrer Exporte erzielt. Allein von Nigeria, Venezuela und Chile läßt sich sagen, daß sich die Abhängigkeit von Rohstoffausfuhren nicht merklich verringert hat. Im Mittel der Jahre 1990 bis 2001 lag der Anteil für die 16 untersuchten Länder bei etwas über fünfzig Prozent, verglichen mit über 90 Prozent im letzten Jahrzehnt vor dem Weltkrieg.

## 4. Schuldendienst und Liquidität

Weder die Verschuldung noch klassische makroökonomische Risikofaktoren können im langfristigen historischen Vergleich den Anstieg der Risikoprämien plausibel machen. Abschließend soll daher noch ein Blick auf die Liquiditätslage der Entwicklungsländer geworfen werden, also auf deren Schuldendienstverpflichtungen in Relation zu den kurzfristig verfügbaren Ressourcen. Statistische Untersuchungen von Risikoprämien oder Zahlungsausfällen betrachten Liquiditätsrisiken, etwa die

---

[304] Bairoch und Etemad (1985), *Structure par produits des exportations du Tiers-Monde*; auch Clemens und Williamson (2004), "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom". Weitere Einzelheiten zur Forschungsgeschichte finden sich in Holtfrerich (1989), "Evolution of World Trade".

[305] Siehe Bairoch (1997a), *Victoires et Déboires (2)*, 639ff.

[306] Bairoch und Kozul-Wright (1996), "Globalization Myths", 16.

[307] Ibid., 16.

Höhe des Schuldendienstes in Relation zu den Exporten, oft als unabhängige Variable.[308] Allerdings ist dies methodisch problematisch. Denn der Schuldendienst selbst ist keine unabhängige Größe, sondern unter anderem eine Funktion des Zinses und der Laufzeiten der kontrahierten Verschuldung. Grundsätzlich sollte daher die Höhe des Schuldendienstes „endogen" sein, das heißt von fundamentalen Faktoren abhängen, welche die Risikowahrnehmung determinieren. Wenn der Finanzmarkt lehrbuchmäßig funktioniert und zwischen solventen und insolventen Kreditnehmern unterscheiden kann, sollte eine fundamental „gesunde", solvente Volkswirtschaft stets die Möglichkeit haben, ihre Schuldendienstverpflichtungen mit neuen Krediten am Markt zu refinanzieren.[309] Aber die Annahme eines problemlosen und automatischen „Roll-Over" wird der Wirklichkeit nicht voll gerecht. In der Praxis spielen Situationen, in denen langfristig solvente Volkswirtschaften in Liquiditätsprobleme gelangen, mitunter eine wichtige Rolle. Dies hat sich vor allem in der Asienkrise 1997/98 gezeigt, als viele Länder den Zugang zum Kapitalmarkt temporär verloren und in der Folge große Probleme hatten, den Schuldendienst aus eigenen liquiden Mitteln aufrecht zu erhalten.

Es ist ein Glücksfall für den Wirtschaftshistoriker, daß der Finanzmarkt in der ersten Globalisierung nicht weniger an der Liquidität der Schuldner interessiert war als am Ende des 20. Jahrhunderts. Insbesondere die britische *Corporation of Foreign Bondholders*, aber auch die Herausgeber von Finanzpublikationen wie dem *Investor's Monhtly Manual*, haben regelmäßig die Schuldendienstverpflichtungen einzelner Länder berechnet. International tätige Banken beginnen in dieser Zeit systematische Studien über die Kreditwürdigkeit einzelner Länder.[310] Dennoch war die Qualität der Daten nicht immer zufriedenstellend. Für einige Länder finden sich stark abweichende Zeitreihen in den verschiedenen Quellen. Während es relativ selten der Fall war, daß die entsprechenden Zahlen gänzlich inkompatibel waren, waren Unterschiede von zehn Prozent keine Seltenheit. Es ist nicht schwierig, die Ursachen solcher Unterschiede zu benennen. Die Statistiker des 19. Jahrhunderts waren mit einer Reihe von Schwierigkeiten konfrontiert. So mußten Kredite in die Berechnungen einbezogen werden, die in unterschiedlichen Märkten und Währungen aufgenommen worden waren; die Schulden des Zentralstaates und von ihm garantierte Kredite mußten von ungesicherter Auslandsverschuldung einzelner Provinzen oder Kommunen getrennt werden; Schulden in ausländischer Währung oder Gold mußten von Anleihen in „Papierwährung" unterschieden werden; für die Gesamtverschuldung des Staates war es notwendig, die interne Staatsschuld bei häufig instabilen Wechselkursen zu berechnen. Und all dies mußte zu einer Zeit geschehen, da Transparenz

[308] Siehe etwa die Übersicht in Beck (2003), *Determinants of Emerging Market Bond Spreads*, 77ff.

[309] Eaton und Taylor (1986), "Developing Country Finance and Debt".

[310] Flandreau (1998), "Caveat Emptor. Coping With Sovereign Risk Without the Multilaterals".

staatlichen Handels noch nicht im politischen Alltag verankert war. Die Anleger mußten also Wege finden, mit diesen Problemen zurechtzukommen. Dies gilt insbesondere auch für die teils großen Zeiträumen, in denen neue Daten überhaupt bekannt wurden. Nicht selten waren die letzten verfügbaren Daten im *Investor's Monthly Manual* zwei oder drei Jahre alt. Während diese Herausforderungen sowohl bei der Bestimmung der nominalen Höhe der Staatsschuld als auch beim Schuldendienst zu lösen waren, gab es bei den jährlichen Schuldendienstverpflichtungen zusätzliche Probleme, die vor allem mit komplizierten Amortisierungsarrangements im Rahmen von sogenannten sinking funds zu tun hatten. Lance Davis und Robert Huttenback haben diese Vielfalt des Anleihemarktes treffend beschrieben:

"For the majority [of bonds] the creativity of the issuing agencies appears limitless. There were consols – never to mature; there were bonds that could be redeemed at any time at the discretion of the borrower (sometimes with a minimum period, sometimes with a maximum, and sometimes with neither); there were issues with a set fraction redeemed each year by lottery; there were some with a fixed minimum and a fixed maximum maturity, but with the additional provision that a portion be redeemed by lottery in each intervening year. Not is this list exhaustive; there were other permutations too numerous to mention."[311]

Trotz dieser Unsicherheiten in bezug auf die Datenqualität kann der Vergleich der Höhe der Schuldendienstzahlungen einige interessante Aufschlüsse geben. In Tab. 5.5 sind die entsprechenden Zahlen – wiederum Durchschnittswerte für die jeweiligen Perioden – gegenübergestellt. Im Gegensatz zur Staatsschuld zeigt sich bei der Schuldendienstbelastung ein durchaus ausgewogenes Bild; sowohl relativ zu den Einnahmen der öffentlichen Hand als auch zu den Exporterlösen sind Zinszahlungen und Amortisierung heute wie damals vergleichbar hoch, im Mittel zwischen zehn und zwanzig Prozent der öffentlichen Einnahmen wie der Exporte. Innerhalb der einzelnen Regionen sind teils deutliche Veränderungen zu beobachten. So war etwa die Schuldendienstbelastung der lateinamerikanischen Länder im Verhältnis zu den Exporten, nicht aber in Relation zu den Staatseinnahmen, am Anfang niedriger als am Ende des 20. Jahrhunderts. In den Ländern der europäischen Peripherie und in Asien scheinen die entsprechenden Belastungen hingegen eher ab- als zugenommen zu haben.

Liquiditätsrisiken können den Anstieg der Risikoprämien somit nicht hinreichend erklären. Vielmehr scheint auch hier Kontinuität vorzuherrschen. Angesichts des deutlichen Rückgangs der

[311] Davis und Huttenback (1986), *Mammon and the Pursuit of Empire. The Political Economy of British Imperialism*, 171.

Staatsschuld im gleichen Zeitraum ist die Kontinuität beim Schuldendienst allerdings auffällig. Die Ursachen hierfür liegen im ungleich höheren Zinsniveau in der gegenwärtigen Globalisierung sowie in den im Mittel kürzeren Laufzeiten der Anleihen und Kredite.[312] Beide Faktoren zusammen führen dazu, daß in der zweiten Globalisierung die Liquiditätssituation der meisten Empfängerländer trotz niedrigerer Gesamtverschuldung durchaus ähnlich ist.

Tab. 5.5: Öffentlicher Auslandsschuldendienst 1900-1913 ggü. 1990-2001

| Schuldendienst zu | 1900-1913 | | 1990-2001 | |
|---|---|---|---|---|
| | öff. Einnahmen | Exporten | öff. Einnahmen | Exporten |
| Argentinien | 0.24 | 0.19 | 0.24 | 0.33 |
| Brasilien | 0.28 | 0.15 | 0.06 | 0.24 |
| Chile | 0.08 | 0.10 | 0.13 | 0.10 |
| Mexiko | 0.17 | 0.08 | 0.29 | 0.18 |
| Uruguay | 0.24 | 0.14 | 0.16 | 0.23 |
| Venezuela | 0.11 | 0.10 | 0.24 | 0.18 |
| *Lateinamerika (arithm. Mittel)* | *0.19* | *0.13* | *0.19* | *0.21* |
| Bulgarien* | 0.24 | 0.27 | 0.16 | 0.11 |
| Rumänien | 0.22 | 0.19 | 0.09 | 0.11 |
| Rußland* | 0.15 | 0.30 | 0.10 | 0.06 |
| Türkei | 0.17 | 0.22 | 0.25 | 0.24 |
| *Europäische Peripherie (arithm. Mittel)* | *0.19* | *0.25* | *0.15* | *0.13* |
| China | 0.32 | 0.12 | 0.32 | 0.08 |
| Siam/Thailand | | | 0.14 | 0.05 |
| *Asien (arithm. Mittel)* | *0.32* | *0.12* | *0.23* | *0.07* |
| Ägypten | 0.28 | 0.19 | 0.12 | 0.15 |
| Indien | 0.16 | 0.08 | 0.18 | 0.23 |
| Nigeria | 0.22 | 0.09 | | 0.15 |
| Südafrika* | 0.31 | 0.19 | 0.06 | 0.06 |
| *Ehem. Britisches Empire (arithm. Mittel)* | *0.25* | *0.14* | *0.09* | *0.15* |
| *Alle Länder (arithm. Mittel)* | *0.21* | *0.16* | *0.16* | *0.16* |

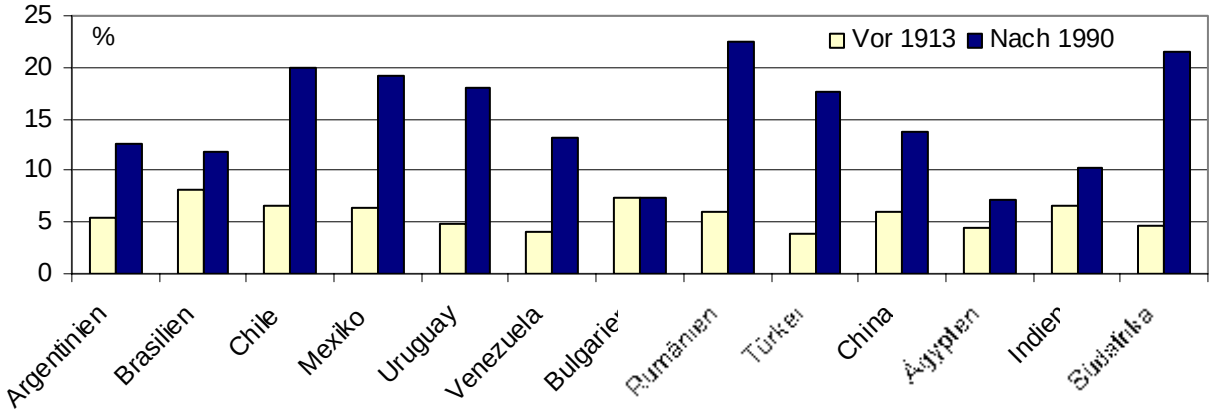
* Für 1900-1913 keine Trennung zwischen internem und externem Schuldendienst möglich.

Quelle: Siehe Datenanhang und Text; für 1990-2001: World Bank (2003b).

[312] Die spärlichen Angaben zur durchschnittlichen Laufzeit der Auslandsverschuldung einzelner Länder ließen sich nicht systematisch aufbereiten. Bereits ein kursorischer Vergleich zeigt aber, daß die Laufzeiten vor dem Ersten Weltkrieg deutlich länger waren.

Aus entwicklungsökonomischer Sicht zeigt sich eine ungünstige Dynamik: Die Gesamtverschuldung der Entwicklungsländer ist zwar gering, aber ein weitaus größerer Teil der Schulden muß heute ständig refinanziert werden. Dieser Zusammenhang wird in Abb. 5.1 anschaulich. Vor dem Ersten Weltkrieg mußten die kapitalarmen Volkswirtschaften im Jahresdurchschnitt fünf bis zehn Prozent ihrer gesamten kontrahierten Staatsschuld als Zins- und Amortisierungszahlung leisten. In der zweiten Globalisierung hat sich das Verhältnis von Schuldendienst zur gesamten Staatsschuld in etwa verdoppelt.

Abb. 5.1: Jährlicher Schuldendienst im Verhältnis zur Staatsschuld




* Öffentliche Auslandsschulden; Durchschnittswerte der Jahre 1900-1913 und 1990-200.

Quellen: Siehe Text und Datenanhang.

## 5. Zusammenfassung

(1) Makroökonomische Faktoren, insbesondere die Verschuldungssituation und die Instabilität des Außenhandels sowie der Wachstumsraten, können die auffälligen Unterschiede in der Risikoeinschätzung nicht erklären. Im Gegenteil spricht vieles dafür, daß – bei einer rein statischen Betrachtung – die makroökonomischen Risiken vor 1914 erheblich größer waren, insbesondere im Hinblick auf die Staatsverschuldung. Trotz einer günstigeren Ausgangslage haben Investoren also heute das Vertrauen in die langfristige Sicherheit ihrer Investitionen verloren.

(2) Das Verhältnis zwischen dem kontrahierten Kapital und den fälligen Zins- und Amortisierungszahlungen hat sich – aus Sicht der kreditnehmenden Entwicklungsländer – ungünstig entwickelt. Trotz einer deutlich geringeren Gesamtverschuldung ist die Schuldendienstbelastung auf einem vergleichbaren Niveau wie vor 1914 (allerdings auch nicht höher).

(3) In der ersten Globalisierung gab es ein entwicklungsökonomisch wünschenswertes Gleichgewicht aus hoher Verschuldung und niedrigen Schuldendienstbelastungen. Es konnte viel Kapital

aufgenommen und investiert werden, ohne daß die Schuldendienstbelastung hoch war. In der Gegenwart ist die Schuldendienstbelastung trotz niedriger Gesamtverschuldung substantiell.

(4) Die Ursache hierfür sind die ungleich höheren Zinsen auf die Kreditaufnahme von Entwicklungsländern: Sowohl durch das höhere Niveau der langfristigen Marktzinsen in den Industrieländern als auch durch den bereits aufgezeigten Anstieg der Risikoprämien haben sich die Finanzierungskonditionen deutlich verschlechtert.

(5) Für die wirtschaftspolitische Diskussion ist festzuhalten, daß sich der Anstieg der Risikoprämien nicht auf verschlechterte makroökonomische Fundamentaldaten der Entwicklungsländer zurückführen läßt.

# KAPITEL 6: DAS ZINSNIVEAU IN DEN INDUSTRIELÄNDERN

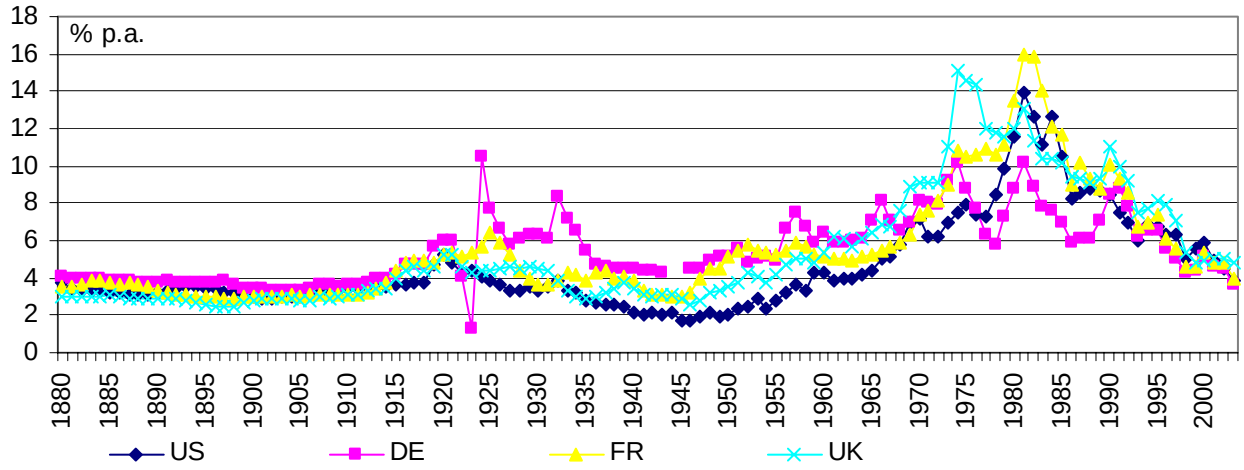
In diesem Kapitel rückt mit dem internationalen Zinsniveau eine für den Kapitalfluß in Peripherie entscheidende Größe ins Blickfeld. In historischer Perspektive war die Goldstandardära eine Zeit ungewöhnlich niedriger und stabiler Marktzinsen in den entwickelten Volkswirtschaften Europas und Nordamerikas (Abb. 6.1). Von 1880 bis 1913 trug der britische Consol eine durchschnittliche Verzinsung von 2.8 Prozent pro Jahr ein, weniger als die Hälfte der Rendite auf 10jährige US-Anleihen zwischen 1990 und 2003, die bei 6.2 Prozent lag. Drei Fragen gilt es daher zu beantworten:

(1) Welche Rolle haben die Unterschiede im internationalen Zinsniveau für die Attraktivität von Finanzanlagen in Entwicklungsländern gespielt?

(2) Wie ist zu erklären, daß das Zinsniveau in den Industrieländern so stark angestiegen ist?

(3) Wie wahrscheinlich ist die Rückkehr zu einem dauerhaft niedrigen Zinsniveau in den reichen Ländern?

Abb. 6.1: Langfristige Anleiherenditen in den Industrieländern (1880-2003)




Quellen: Siehe Datenanhang.

## 1. Das Zinsniveau im Norden und Kapitalflüsse in den Süden

Im historischen Verlauf hat sich wiederholt eine enge Verbindung zwischen dem Zinsniveau in den Industrieländern und dem Umfang der Kapitalflüsse in die Peripherie gezeigt. Das prominenteste Beispiel für einen zinssensitiven Verschuldungszyklus ist fraglos die lateinamerikanische Schuldenkrise der frühen 1980er Jahre. Niedrige Zinsen und hohe Liquidität in den siebziger Jahren hatten den Boden für umfangreiche Kapitalflüsse in die Region bereitet. Der Boom endete abrupt mit der US-amerikanischen Hochzinspolitik unter Paul Volcker zu Beginn der 1980er Jahre. Zur Mitte des

Jahrzehnts befand sich fast der gesamte Kontinent in einer tiefen Schuldenkrise.[313] Auch im Schuldenzyklus der zwanziger Jahre war eine ähnliche Entwicklung zu beobachten. Seit 1925 hielt die Federal Reserve die amerikanischen Zinsen niedrig und unterstützte damit die amerikanischen Kapitalexporte nach Europa.[314] Als sie in der ersten Hälfte des Jahres 1928 die Zinsen erhöhte, um dem Börsenboom Einhalt zu gebieten, begannen amerikanische Portfolioinvestitionen zu fallen und kamen in der zweiten Jahreshälfte völlig zum Erliegen.[315] Aus theoretischer Perspektive lassen sich drei wichtige Transmissionsriemen zwischen dem Zinsniveau im Norden und dem Kapitalfluß in die weltwirtschaftliche Peripherie identifizieren:

Erstens beeinflußt das Zinsniveau in den Industrieländern die Finanzierungskosten der Peripherie und damit deren Kreditnachfrage. Ein höheres Zinsniveau in New York, London oder Frankfurt macht die Kreditaufnahme für die Peripherie unattraktiver.

Zweitens gibt es mittelbare Effekte auf die Ausfallrisiken, weil das Zinsniveau die Dynamik der Auslandsverschuldung der Entwicklungsländer beeinflußt. Wenn der Zinssatz auf die Kreditaufnahme höher ist als die Wachstumsrate der Exporte der Kreditnehmer, kann ein Land kein neues Kapital leihen, um alte Kredite zu bedienen, ohne daß seine Auslandsverschuldung in Relation zu den Exporteinnahmen wächst.[316] Je höher die Zinsen im Norden sind, desto schwieriger wird es für die Peripherie, die Auslandsverschuldung stabil zu halten.

Drittens können niedrige Marktzinsen in den Industrieländern die relative Attraktivität von Auslandsinvestitionen erhöhen, wenn der „Risikoappetit“ der Investoren zunimmt.[317] Anleger könnten in diesem Sinn eine variable Bereitschaft haben, Risiken einzugehen, wobei das internationale

---

[313] Ein guter Überblick über die ökonomische Genese der Verschuldungskrise der 1980er Jahre findet sich in dem Band von Sachs (Hrsg.) (1989a), *Developing Country Debt and the World Economy*. Eine historische Perspektive bieten Eichengreen und Lindert (1989), *The International Debt Crisis in Historical Perspective*. Siehe auch Berg und Sachs (1988), "The Debt Crisis".

[314] Siehe Eichengreen (1989), "The U.S. Capital Market and Foreign Lending, 1920-1955".

[315] Eichengreen (1992), *Golden Fetters; the Gold Standard and the Great Depression 1919-1939*, 226.

[316] Sachs (1989b), "Introduction".

[317] Siehe Kumar und Persaud (2001), "Pure Contagion and Investors' Changing Risk Appetite: Analytical Issues and Empirical Evidence".

Zinsniveau ein zentraler Faktor für die wandelbare Risikobereitschaft von Investoren ist.[318] Letztere schwanken zwischen dem Zustand der Risikobereitschaft und der Risikovermeidung.[319] Wenn sich nur geringe Erträge mit risikoarmen Papieren aus Industrieländern erzielen lassen, werden Investoren in der Regel geneigt sein, höhere Risiken einzugehen.[320] Solche Modelle haben letztlich große Ähnlichkeit mit den von Kindleberger und Minsky beschriebenen (irrationalen) Phasen von abwechselnder Euphorie und Depression an den Finanzmärkten.[321]

## 2. Das Zinsniveau, Finanzierungskosten und Ausfallrisiken

Das langfristige Zinsniveau in den Industrieländern beeinflußt unmittelbar den nominalen Zins, den Entwicklungsländer auf Anleihen und Kredite zu bezahlen haben, weil der risikofreie Basiszins und die Risikoprämie zusammen die absolute Zinshöhe ergeben. Entscheidend für die Nachfrage der Peripherie nach Kapital sind zwar die realen Kosten der Kreditaufnahme in Fremdwährungen. Im Gegensatz zu den Finanzierungskosten von Staaten, die sich in eigener Währung verschulden, ist aber der Realzins auf die Fremdwährungsverschuldung der Entwicklungsländer nicht von der von der Inflationsrate im kapitalgebenden Land, sondern von der Exportpreisentwicklung abhängig. Ein höheres Zinsniveau kann auch bei konstanten Realzinsen aus der Sicht der Industrieländer die

---

[318] Eichengreen und Mody (1998a), "Interest Rates in the North and Capital Flows to the South: Is There a Missing Link?"; Kamin und Kleist (1999), "The Evolution and Determinants of Emerging Market Credit Spreads in the 1990's".

[319] Beck (2003), *Determinants of Emerging Market Bond Spreads*, 67.

[320] Auch diese Zusammenhänge lassen sich problemlos im Rahmen von Angebot und Nachfrage auf dem internationalen Kapitalmarkt beschreiben. Ein Anstieg des langfristigen Zinsniveaus in den Industrieländern wird das Angebot an Kapital – aufgrund des höheren Ausfallrisikos oder des geringeren „Risikoappetits" – reduzieren. Steigende Finanzierungskosten verringern zudem die Nachfrage der Entwicklungsländer nach Kapital. In beiden Fällen ist der Effekt auf das Volumen der gleiche: Der Umfang der Kapitalexporte sinkt. Die Preisreaktion ist komplizierter und hängt davon ab, welcher Effekt dominiert. Geringere Nachfrage nach Kapital würde den Zins tendenziell senken, höhere Risiken und geringeres Kapitalangebot würden ihn erhöhen. Siehe auch Eichengreen und Mody (1998a), "Interest Rates in the North and Capital Flows to the South: Is There a Missing Link?".

[321] Kindleberger (1978), *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*. Die impliziert, daß der Finanzmarkt Zukunftserwartungen nicht rational bildet, sondern „Manien" und irrationalen Wellen unterworfen ist.

Realzinsen für die Entwicklungsländer erhöhen: Für einen amerikanischen Kreditnehmer ist der Realzins auf Anleihen eine Funktion des verlangten Marktzinses und der Dollar-Inflation. Für ein Entwicklungsland, das einen Dollar-Kredit aufnimmt, liegen die Dinge anders. Die Dollar, die notwendig sind, um den Schuldendienst zu leisten, müssen im Export verdient werden. Je nachdem, wie sich die Dollarpreise der Exporte des Landes auf dem Weltmarkt entwickeln, sinkt oder steigt die reale Zinslast. Bleiben die Exportpreise über die Laufzeit des Kredites oder der Anleihe unverändert, entspricht der nominale Marktzins auch dem Realzins. Für die Kreditnachfrage sind daher die Erwartungen in bezug auf die Entwicklung der Exportpreise eine wichtige Variable. So dürften die hohen Rohstoffpreise in den 1970er Jahren die boomende Kreditnachfrage der lateinamerikanischen Länder erheblich beeinflußt haben.[322]

Der zweite wichtige Kanal, über den das Zinsniveau mittelbar auf Kapitalflüsse in die Peripherie einwirkt, ist die Dynamik der Auslandsverschuldung. Langfristig kann ein Entwicklungsland nur dann zahlungsfähig bleiben, wenn die Verschuldung in Relation zu den verfügbaren Ressourcen nicht endlos wächst – das sogenannte intertemporale Solvenzkriterium.[323] In dem Fall, daß der reale Zinssatz auf die Auslandsschuld niedriger als das Exportwachstum ist, kann ein Land das gesamte Kapital, das für den Schuldendienst benötigt wird, am internationalen Markt leihen und dennoch seine Verschuldungsquote stabil halten.[324] Im umgekehrten Fall, wenn der Realzins über dem Exportwachstum liegt, erhöht weitere Kreditaufnahme zur Finanzierung des Schuldendienstes kontinuierlich das Ausfallrisiko, weil die Verschuldung in Relation zur Exportleistung steigt.

Auch dies war eine Lektion der Schuldenkrise der frühen achtziger Jahre: Die Zinswende in den USA und der Fall der Exportpreise der Entwicklungsländer haben die Realzinsen der Kreditaufnahme auf annähernd zwanzig Prozent steigen lassen. Die Verschuldungsquoten stiegen kurzfristig rapide an, bis die Gläubiger weitere Kredite verweigerten. Die betroffenen Länder mußten nun aus eigenen Ressourcen substantielle Nettorückzahlungen bestreiten, wozu sie in der Regel nur kurze Zeit bereit waren.[325] Tendenziell steigt daher – bei konstanten Exportpreisen – mit einem höheren Zinsniveau in den Industrieländern der Realzins für Entwicklungsländer an.

---

[322] Dornbusch (1989), "Debt Problems and the World Macroeconomy", 302f.

[323] Vgl. Cohen (1991), *Private Lending to Sovereign States: A Theoretical Autopsy*, Kap. 1 und 2.

[324] Sachs (1989b), "Introduction", 7.

[325] Ibid., 8.

Betrachtet man die Höhe der Verzinsung von Staatsanleihen kapitalarmer Länder in beiden Perioden, so sind deutliche Unterschiede zwischen damals und heute sichtbar. Diese sind zum Teil auf die höheren Risikoprämien, zum Teil aber auch auf die höhere Basisverzinsung internationaler Anleihen zurückzuführen: Im Durchschnitt der Jahre 1880 bis 1913 lag die Rendite auf Anleihen armer Länder bei rund fünf Prozent; in den 1990er Jahren bei knapp zwölf Prozent.[326] Vergleicht man nur den Zeitraum zwischen 1901 und 1913 mit den Jahren 1991-2003, so wächst die Differenz sogar auf fast acht Prozentpunkte. Zudem waren die langfristigen Zinsen für Entwicklungsländer weitaus geringeren Schwankungen unterworfen als im vergangenen Jahrzehnt.

Interessant ist das Beispiel Brasiliens, damals wie heute eines der Schwergewichte im Markt: Im Jahr 2003 hatte die wichtige 30-Jahres-Anleihe einen Kupon von elf Prozent und notierte, bei sehr volatilen Preisen, im Schnitt leicht unter par. Die durchschnittliche Preisrendite lag folglich leicht über elf Prozent. Im Jahr 1913, neunzig Jahre zuvor, war Brasiliens wichtigste langlaufende Anleihe der fünfprozentige Gold Bond von 1895, der ebenfalls leicht unter par gehandelt wurde. Diesmal freilich mit einer Rendite von nur 5.5 Prozent. Innerhalb der letzten neunzig Jahre haben sich damit die (nominalen) Kapitalkosten für den brasilianischen Staat auf dem globalen Kapitalmarkt verdoppelt. Die Reihe der Beispiele ließe sich fast beliebig fortführen, innerhalb und außerhalb Lateinamerikas. Die Verzinsung türkischer Anleihen hat sich von rund 4.5 Prozent auf knapp elf Prozent erhöht[327]; russische Goldbonds brachten dem Investor vor 1914 im Schnitt etwas über vier Prozent, nach 1991 mehr als zehn Prozent – selbst wenn man die volatilen Renditen in den Krisenjahren 1998-2000 unberücksichtigt läßt. Besonders dramatisch sind die Unterschiede bei einigen ehemaligen britischen Kolonien in Afrika und Asien – Sonderfälle, die später noch im Detail zu behandeln sein werden.

Trotz dieser eindeutigen Zahlen ist prinzipiell nicht ausgeschlossen, daß trotz des markanten Anstiegs der nominalen Finanzierungskosten der Realzins aus Sicht der Entwicklungsländer stabil geblieben oder sogar gefallen ist. Dies könnte dann der Fall sein, wenn deren Exportpreise in der Zeit vor dem Ersten Weltkrieg stark gefallen wären, so daß diese für den gleichen Exportkorb weniger „harte“ Währung erhalten hätten bzw. wenn die Exportpreise nach 1990 rapide gestiegen wären.

Zuverlässige Daten für die Exportpreisentwicklung der Entwicklungsländer vor 1914 sind rar, aber die Entwicklung des Londoner Großhandelspreisindex für Rohstoffe – die wichtigsten Exportgüter der Entwicklungsländer – zeigt keinen Verfall der Rohstoffpreise im ausgehenden 19.

---

[326] Bezogen auf den „historischen EMBI“ aus dem vorigen Kapitel.

[327] Der Vergleich bezieht sich auf die Zeit 1890 bis 1913 gegenüber 1991-2003. Kleinere Verzerrungen sind durch die unterschiedlichen Längen der modernen EMBI-Daten möglich. An der Grundaussage ändert dies freilich nichts.

Jahrhundert. Zwischen 1900 und 1913 ist der Index vielmehr im Mittel um rund zwei Prozent pro Jahr gestiegen.[328] Für einige lateinamerikanische Länder – glücklicherweise sind die wichtigsten Kreditnehmer vor 1914 darunter, nämlich Argentinien, Brasilien, Chile und Mexiko – lassen sich ebenfalls grobe Trends rekonstruieren, indem man das reale Exportwachstum mit dem Pfund- bzw. Dollarwert der Exporte abgleicht.[329] Trotz gewisser Unsicherheiten sprechen die Daten hier eine relativ klare Sprache: Zwischen 1890 bis 1913 sind die Exportpreise der genannten lateinamerikanischen Länder – wenn überhaupt – nur leicht gefallen, um etwa 0.5 Prozent im Jahresdurchschnitt.

Auch die von Jeffrey Williamson zusammengetragenen Daten für die Terms of Trade in der Zeit vor 1914 zeigen einen vergleichbaren Trend.[330] Das Verhältnis von Export- zu Importpreisen hat sich in diesem Zeitraum nur sehr leicht gegen die lateinamerikanischen Länder entwickelt. Der Index lag 1913 in etwa auf dem gleichen Niveau wie 1890. Mit anderen Worten waren die niedrigen Zinsen in der ersten Globalisierungsphase keine optische Illusion: Auch die realen Zinsen waren mit rund fünf Prozent im Mittel sehr niedrig.

Nur ein rapider Anstieg der Exportpreise nach 1990 könnte daher das Argument entkräften, daß geringere Finanzierungskosten die Nachfrage der Peripherie nach Kapital gestärkt haben. Dies erscheint wenig plausibel und wird auch von den Daten nicht unterstützt. Für die wichtigsten Emerging Markets und die Entwicklungsländer insgesamt sind zwar die Dollarexporte in den 1990ern etwas schneller gewachsen als das reale Exportvolumen, aber um weniger als ein Prozent pro Jahr. Selbst wenn man deshalb geringe Abstriche von den hohen nominalen Renditen macht – im Schnitt lag die Rendite des EMBI nach 1990, wie gesehen, bei knapp zwölf Prozent – bleiben die Relationen bestehen: Die reale Verzinsung internationaler Kreditaufnahme durch Entwicklungsländer hat sich von einer Globalisierungsperioden zur nächsten in etwa verdoppelt.

---

[328] Berechnet auf der Grundlage der Zeitreihe “UK raw materials wholesale prices” (q04069) in: National Bureau of Economic Research (2004), *Macrohistory Database*.

[329] Die Quellen für Exportdaten in Pfund Sterling und lokaler Währung finden sich im Datenanhang. Die Inflationsraten stammen aus Obstfeld und Taylor (2003b), "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 vs. 1925-1931".

[330] Die Daten entstammen Clemens und Williamson (2004), "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom".

## 3. Das Zinsniveau und der Risikoappetit der Investoren

Hat das niedrige Zinsniveau vor 1914 den „Risikoappetit" der Investoren vor 1914 angeregt? Eine wachsende Literatur in der Gegenwart attestiert der Risikoneigung der Investoren eine wichtige Rolle.[331] Die Weltbank etwa faßt die Erfahrungen der zweiten Globalisierungsphase wie folgt zusammen:

"A key ingredient in creditors' willingness to take on debt held by developing countries is the prevailing pattern of interest rates (both short- and long-term) in the major markets. Low returns in the major markets might be expected to promote a flow of funds to higher-yielding developing-country debt, while high returns in the major markets would be an attraction to keep this capital at home. Such a "push" factor was commonly identified as a key driver of capital flows to developing countries in the literature of the early 1990s."[332]

Diese These vom zentralen Einfluß der Risikowahrnehmung auf den Umfang der Kapitalflüsse in Entwicklungsländer sollte sich mit einem einfachen Test zeigen lassen: Waren die Kapitalflüsse in die Peripherie negativ mit der Höhe der US-Zinsen korreliert? Abb. 6.2 gibt hier ein eher verwirrendes Bild. Bis zur Mitte der 1990er Jahre standen hohe Renditen in den Industrieländern in der Tat in einer negativen Beziehung zu den Kapitalflüssen. Erstaunlich ist aber, daß dieser Zusammenhang am Ende des Jahrzehnts zusammenbricht. Der Rückgang der langfristigen Zinsen in den Industrieländern nach 1998 hat offenbar nicht zu verstärkter „Renditejagd" geführt. Die Weltbank führt dies auf die Finanzkrisen der späten 1990er Jahre zurück: „To make sense of this regime shift, it is important to recognize that investors in developing countries have become more concerned with credit risk than return in their lending attitudes to developing countries."[333] Der Rückgang der Kapitalmarktflüsse wäre demnach in erster Linie mit dem Anstieg der Kreditrisiken im Zuge der Finanzkrisen zu erklären, welche die Effekte des höheren „Risikoappetits" überwogen hätten.

---

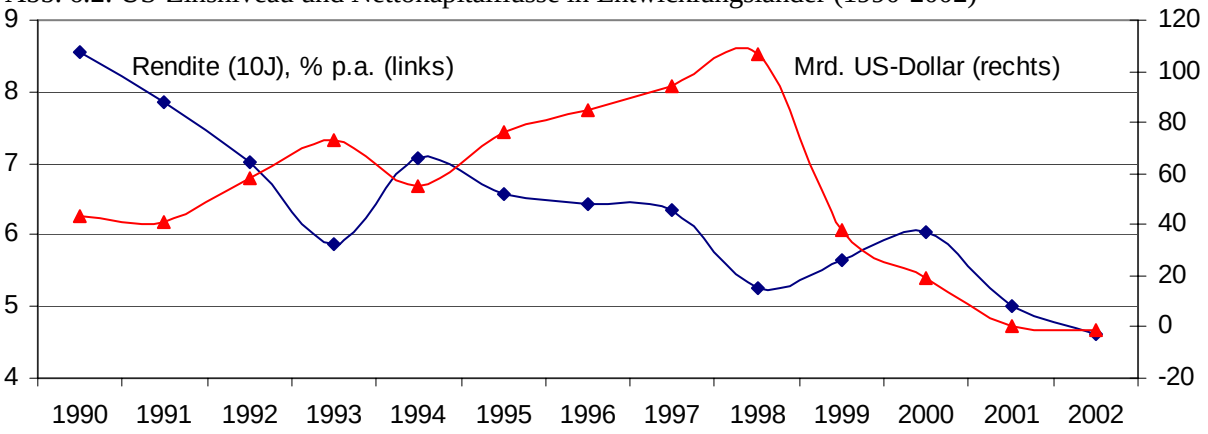
[331] Vgl. Kumar und Persaud (2001), "Pure Contagion and Investors' Changing Risk Appetite: Analytical Issues and Empirical Evidence"; Taylor und Sarno (1997), "Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants".

[332] World Bank (2003a), *Global Development Finance*, 46.

[333] Ibid., 47.

Investoren wären also trotz niedriger Renditen risikoavers geblieben – aus Furcht, daß die nächste Finanzkrise bald kommen könnte.

Abb. 6.2: US-Zinsniveau und Nettokapitalflüsse in Entwicklungsländer (1990-2002)




* "Net flows on debt"

Quellen: Siehe Datenanhang.

Eine durchschnittliche nominale Verzinsung amerikanischer „Langläufer“ von über sechs Prozent im letzten Jahrzehnt erscheint im Vergleich mit den britischen Consols – die nicht einmal drei Prozent in der Zeit vor 1914 einbrachten – in der Tat hoch. Man sollte aber das niedrige Nominalzinsniveau nicht vorschnell als Beweis für eine höhere Risikoneigung interpretieren. Auch unterschiedliche Preisentwicklungen in beiden Perioden könnten für diese Differenzen verantwortlich sein.[334]

Wie sieht daher das Bild bei den langfristigen Realzinsen in den Industrieländern aus? Wenn man – mangels einer verläßlich meßbaren langfristigen Inflationserwartung – versucht, den langfristigen Realzins als Differenz zwischen Marktzins und durchschnittlicher Inflationsrate zu schätzen, so fallen die Unterschiede bei weitem nicht mehr so deutlich aus. Die britischen Realzinsen zwischen 1880 und 1913 lagen bei leicht über 2.5 Prozent, die amerikanischen in den 1990er Jahren bei gut 3.3 Prozent. Der langfristige Realzins in den beiden Ländern weist daher zumindest keine dramatischen Unterschiede auf. Allerdings fiel der britische Realzins im letzten Jahrzehnt vor dem Ausbruch des Ersten Weltkrieges auf unter zwei Prozent; also gerade in den Jahren, in denen die umfangreichsten Kapitalflüsse von Reich nach Arm in der Geschichte stattfanden.

---

[334] In der empirischen Literatur zum „Risikoappetit“ wird in der Regel nicht zwischen dem Nominalzins und dem Realzins unterschieden. Dies mag kurzfristig im Hinblick auf die Stabilität der langfristigen Inflationserwartungen gerechtfertigt sein.

Alles in allem dürften niedrigere Realzinsen daher keine überragende Rolle als Push-Faktor für den Kapitalfluß gespielt haben. Das niedrige Zinsniveau in den Industrieländern dürfte in erster Linie durch Nachfrageeffekte sowie durch die günstige langfristige Verschuldungsdynamik auf den Kapitalfluß in die Peripherie eingewirkt haben. Nicht ein niedrigerer Realzins in den Industrieländern ist der entscheidende Unterschied zwischen damals und heute, sondern die bemerkenswert geringen Differenzen zwischen den Nominal- und Realzinsen vor 1914.

## 4. Der Goldstandard und die Inflationserwartungen

Der klassische Goldstandard der drei Jahrzehnte von 1880 bis 1914 hat immer wieder viele Beobachter, Anhänger wie Kritiker, fasziniert.[335] Für ein monetäres Regime waren seine „Spielregeln“, national wie international, in der Tat vergleichsweise einfach. Staaten fixierten die heimische Währung als Äquivalent einer bestimmten Menge Gold, garantierten volle Konvertibilität in Gold und erlaubten freie Ein- und Ausfuhr des Edelmetalls. Zentralbanken in der ganzen Welt versprachen glaubhaft, daß die jeweiligen Währungen jederzeit in Gold eingetauscht werden konnten. Wer auch immer Banknoten bei der Bank of England vorlegte, bekam für 100 Pfund etwa 22 Feinunzen Gold. Diese relativ einfachen Regeln hatten enorme Konsequenzen für die Wirtschaftspolitik eines Landes sowie seit den späten 1870er Jahren auch für die Weltwirtschaft als ganze.[336] Denn aus dem nationalen Goldstandard wurde eine internationale Währungsordnung, die zumindest für die wichtigsten Länder der Weltwirtschaft ein Festkurssystem etablierte.[337]

---

[335] Die volkswirtschaftliche Literatur zur Funktionsweise und den Konsequenzen des klassischen Goldstandards und des gescheiterten Versuchs der Wiedereinführung in der Zwischenkriegszeit füllt ganze Bibliotheken; neuere Studien sind: Bayoumi, Eichengreen und Taylor (Hrsg.) (1996), *Modern Perspectives on the Gold Standard;* Bordo und Eichengreen (1998), "The Rise and Fall of a Barbarous Relic: The Role of Gold in the International Monetary System"; Bordo und Kydland (1996), "The Gold Standard as a Commitment Mechanism"; Bordo und Schwartz (1996), "The Operation of the Specie Standard"; Eichengreen und Flandreau (1994), "The Geography of the Gold Standard"; Meissner (2002), "A New World Order: Explaining the Emergence of the Classical Gold Standard".

[336] Neuere Forschungen haben die vereinfachenden Annahmen zur Funktionsweise des internationalen Goldstandards mittlerweile modifiziert. Statt der Regelbindung und des Automatismus der Anpassung sind die Eingriffe der Zentralbanken in den Anpassungsmechanismus wieder stärker betont worden. Die Zentralbankpolitik gibt dabei ein sehr viel heterogenes Bild als es der Begriff der „Spielregeln“ des internationalen Goldstandard impliziert. Viele Zentralbanken haben die Regeln zeitweise mißachtet (Bordo und

Einigen posthumen Kritikern erschien der klassische Goldstandard als Inbegriff einer ganz dem Ökonomischen untergeordneten Weltordnung, gebaut auf einen starren monetären Automatismus, der die ganze Last ökonomischer Zyklen auf die Schultern des „kleinen Mannes“ legte und in erster Linie den kapitalbesitzenden Rentiers und Banken diente. Karl Polanyis 1944 erschienenes Buch enthält die treffendsten Passagen dieser grundlegenden Kritik einer Weltwirtschaftsordnung, die die ganze Bevölkerung den Launen des Marktes überließ:

„Mit dem internationalen Goldstandard wurde der ambitiöseste aller Marktpläne in die Tat umgesetzt, der die völlige Unabhängigkeit des Marktes von staatlichen Behörden nach sich zog. Welthandel bedeutet nun die Organisierung des Lebens auf diesem Planeten im Rahmen eines selbstregulierenden Marktes, der Arbeit, Boden und Geld umfaßte, wobei der Goldstandard als Wächter dieses unersättlichen Automaten fungierte.“[338]

Bereits in den zwanziger Jahren, also gut zwanzig Jahre vor Polanyi, hatte Keynes den Anpassungsdruck, den der Goldstandard auf die Binnenwirtschaft legte, im Sinn, als er ihn ein „barbarisches Relikt“ nannte, das inkompatibel sei mit der politischen Notwendigkeit sozialen Ausgleichs und nationaler Konjunktursteuerung der Gegenwart:

„The gold standard, with its dependence on pure chance, its faith in ‘automatic adjustments’, and its general regardlessness of social detail, is an essential emblem and idol of those who sit in the top tier of the machine.”[339]

Posthume Anhänger des klassischen Goldstandards hingegen verweisen auf die überlegene monetäre „performance“ des Goldstandards. Was Keynes und Polanyi als politische und soziale Schwäche erschien, wird hier zur Stärke. Die Regeln des Goldstandards waren einfach, transparent und – in monetärer Perspektive – erfolgreich; erfolgreicher jedenfalls als politisch manipulierbares,

---

Schwartz (1996), "The Operation of the Specie Standard"). Diese Eingriffe haben der nationalen Wirtschaftspolitik auch unter dem klassischen Goldstandard vor dem Ersten Weltkrieg einen gewissen Spielraum gelassen.

[337] Eichengreen und Flandreau (1994), "The Geography of the Gold Standard"; Meissner (2002), "A New World Order: Explaining the Emergence of the Classical Gold Standard".

[338] Polanyi (1978 [1944]), *The Great Transformation*, 290.

[339] Keynes, zitiert in Moggridge (1992), *Maynard Keynes. An Economist's Biography*, 433.

chronisch instabiles Papiergeld.[340] Vor allem monetaristisch und neoliberal inspirierte Autoren haben daher immer wieder auf den Erfolg des Goldstandards hingewiesen, hohe Inflationsraten zumindest mittel- bis langfristig zu verhindern. Darüber hinaus hat der Goldstandard im internationalen Konzert durch seine Glaubwürdigkeit und Stabilität Transaktionskosten gesenkt und die dynamische Entwicklung des Welthandels in den Jahrzehnten vor 1914 ermöglicht.[341] Für den zeitgenössischen Beobachter jedenfalls war der Goldstandard schlichtweg die normale Ordnung der Dinge. Der Glaube, daß der Goldstandard die „natürliche" Währungsordnung sei, war fest verankert, auch wenn es in der akademischen Literatur nicht an Vorschlägen mangelte, die kurzfristigen Fluktuationen der Preise zu reduzieren[342]: „Das Vertrauen in den Goldstandard war das Glaubensbekenntnis dieser Ära (...) Wo sich Ricardo und Marx eins waren, konnte das 19. Jahrhundert keinen Zweifel haben."[343]

Welchen Einfluß aber hatte der Goldstandard auf das historisch niedrige Zinsniveau in den Industrieländern, die – nach dem Übergang Deutschlands und Frankreichs zum Gold in den 1870er Jahren – vor dem Ersten Weltkrieg alle die grundlegenden Spielregeln der Goldkonvertibilität anwendeten? Irving Fishers klassische Zinstheorie bietet einen ebenso eleganten wie einfachen Zugriff auf diese Frage.[344] Nach Fisher hat der langfristige Marktzins auf Geldanlagen zwei Komponenten: den Realzins (oder die reale Produktivität des Kapitals) und die Inflationserwartungen. Nach der „Goldenen Regel" entspricht der Realzins im langfristigen Durchschnitt der realen Wachstumsrate der Volkswirtschaft, so daß der Marktzins auch als Summe des realen langfristigen Gleichgewichtswachstums einer Volkswirtschaft sowie der Inflationserwartungen gedacht werden kann.[345] Aus diesem Zusammenhang ergibt sich – trotz aller Datenprobleme – ein einfacher Test für die Höhe der Inflationserwartungen des Marktes: Die Inflationserwartungen entsprechen der Differenz aus dem Trendwachstum einer Volkswirtschaft (als Annäherung an den erwarteten Wachstumspfad) und den langfristigen Marktzinsen.

---

[340] Bordo und Kydland (1992), "The Gold Standard as a Rule".

[341] Eichengreen (2000b), *Vom Goldstandard zum Euro*, 66.

[342] Laidler (1991), *The Golden Age of the Quantity Theory. The Development of Neoclassical Monetary Economics 1870-1914*.

[343] Polanyi (1978 [1944]), *The Great Transformation*, 47.

[344] Vgl. Fisher (Hrsg.) (1997 (1930)), *The Theory of Interest.*

[345] Bordo und Dewald (2001), "Bond Market Inflation Expectations in Industrial Countries: Historical Comparisons".

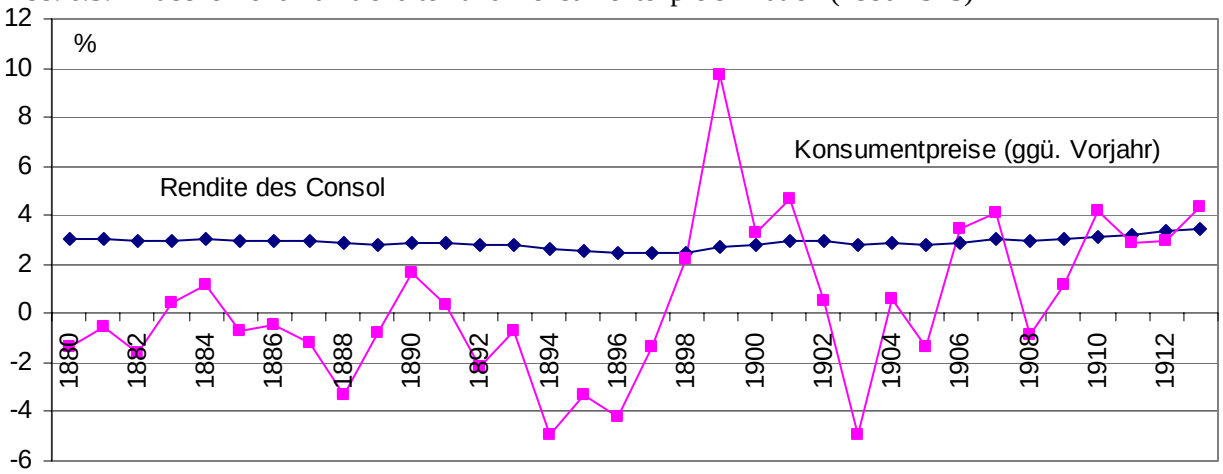
Eine derartige Berechnung haben Michael Bordo und William Dewald für die wichtigsten Industrieländer für die Zeit des klassischen Goldstandards, durchgeführt. Obwohl das reale Wachstum der Industrieländer in den Jahren 1881-1913 leicht (0.5 Prozentpunkte) unter dem der Jahre 1963 bis 1995 lag, waren die Unterschiede in den Marktzinsen am Anleihemarkt weitaus höher, nämlich gut 4.5 Prozentpunkte. Die großen Unterschiede im Niveau der langfristigen Zinsen sind also in erster Linie auf Unterschiede in den Inflationserwartungen zurückzuführen. Bordo und Dewald schließen:

„The very low and stable long-term interest rate environment in major industrial countries during the years before World War I is a classic example of market credibility for long run price level stability".[346]

Zwar waren die Preisfluktuationen von Jahr zu Jahr durchaus beträchtlich, aber der Anleihemarkt hatte grundsätzlich Vertrauen darin, daß auf lange Sicht die Währungen der Goldstandardländer ihre Kaufkraft behalten würden. Kurzfristige Fluktuationen der Kaufkraft finden sich daher so gut wie überhaupt nicht in den Bondrenditen wieder (Abb. 6.3). Die Rendite des britischen Consol war von den Veränderungsraten im Preisniveau – nach unten wie nach oben – unabhängig. Anders die amerikanischen Zinsen seit 1970 (Abb. 6.4): Die langfristigen Renditen sind den Veränderungen der Konsumentenpreise eng gefolgt. Unter der Annahme, daß sich die Wachstumserwartungen zumindest nicht kurzfristig dramatisch ändern, sieht es aus, als wären die langfristigen Inflationserwartungen des Marktes in erster Linie aus den kurzfristigen Preistrends abgeleitet.

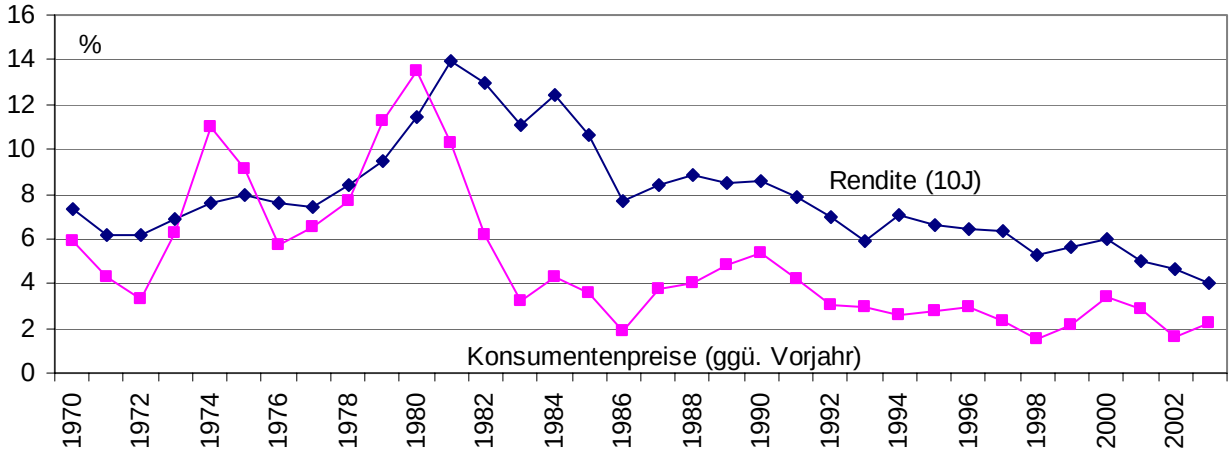
[346] Ibid., 16.

Abb. 6.3: Britische Bondmarktrenditen und Konsumentenpreisinflation (1880-1913)




Quellen: siehe Datenanhang.

Abb. 6.4: US-Bondmarktrenditen und Konsumentenpreisinflation (1970-2003)




Quellen: Siehe Datenanhang.

Die Inflationserwartungen waren unter dem Goldstandard nicht nur von kurzfristigen Preisschwankungen unabhängig. Auch die absolute Höhe der Inflationserwartungen war bemerkenswert niedrig. Laut Bordo und Ewald sind die zwölf entwickelten Volkswirtschaften in ihrem Sample zwischen 1881 und 1913 um gut 2.5 Prozent pro Jahr gewachsen. Das arithmetische Mittel der Bondrenditen dieser Länder lag bei etwa 3.5 Prozent. Die langfristige Inflationserwartung als Differenz zwischen beiden lag also im Schnitt bei etwa einem Prozent. Man mag diese verbleibende Differenz für signifikant halten; angesichts der Unsicherheiten, mit welchen die realen Wachstumszahlen vor 1914 behaftet sind, können sie einem auch eher unbedeutend scheinen. Entscheidend ist, daß die Inflationserwartungen unter dem Goldstandard sehr niedrig waren, nicht zuletzt im Vergleich mit der Zeit seit 1965, in der sie etwa fünf Prozent pro Jahr betrugen. Diese Zahlen könnten zwar durch den Ölpreisschock und die erratische US-Wirtschaftspolitik der 1980er

verzerrt sein; aber auch zwischen 1990 und 2001 läßt sich mit der gleichen Methode für die USA eine langfristige Inflationserwartung von über drei Prozent errechnen. Die Unterschiede sind zu groß, als daß sie sich allein auf Datenprobleme zurückführen ließen.

In der Tat bietet schon die klassische ökonomische Theorie eine Erklärung, warum das Preisniveau unter dem Goldstandard auf lange Sicht stabil bleiben und die Inflationserwartungen dementsprechend niedrig sein mußten. Der Grund ist, daß Gold unter dem Goldstandard eine doppelte Funktion als Geld und als Ware – zum Beispiel als Goldschmuck – hatte. Bei Veränderungen in der Nachfrage oder im Angebot nach monetärem Gold würde Arbitrage das Preisniveau wieder auf das Ausgangsniveau zurückbringen, weil die Veränderungen der reales Kaufkraft des Goldes die Anreize zur Produktion bzw. Exploration von Gold sowie die Nachfrage nach nicht-monetärem Gold beeinflussen würde.[347] Durch einen umfangreichen Goldfund in Sibirien, der das Angebot an Goldmünzen erhöht, würde das Preisniveau durch die Ausweitung der Geldmenge steigen und die Kaufkraft des Goldes real fallen.[348] Aufgrund des niedrigeren realen Werts würde monetäres Gold jetzt verstärkt eingeschmolzen und für nicht-monetäre Zwecke verwendet werden. Gleichzeitig würde auch die Produktion weniger profitabel. Durch beide Faktoren würde das Angebot an monetärem Gold langsam wieder fallen und der Anstieg des Preisniveaus – zumindest nach gewisser Zeit – revidiert.

Kurzfristig wären also unter dem Goldstandard markante Fluktuationen zu erwarten, während das Preisniveau langfristig stabil gewesen sein sollte. Die verfügbaren Daten zeigen, daß der Goldstandard diesen Gesetzen gehorchte. Kurz- und mittelfristig konnten Angebots- und Nachfrageschocks das Preisniveau sehr instabil machen. Langfristig glichen sich derartige Schwankungen aus: Mit dem britischen Pfund konnte man 1913 fast exakt die gleiche Menge Waren kaufen wie 1870. Bei endlichen Goldreserven und ohne technologischen Fortschritt hätte der Goldstandard aber wahrscheinlich dennoch deflationär gewirkt. Eine Reihe von großen Goldfunden im späten 19. Jahrhundert in Rußland, Australien und Südafrika hat dies aber ebenso verhindert wie finanzielle Innovationen.[349] Die bemerkenswerte Kaufkraftstabilität des Goldes erklärt, warum Inflationserwartungen niedrig sind, wenn Gold das Zahlungsmittel ist: Mit einer Unze Gold kann man im 20. Jahrhundert nach Christus ungefähr die gleiche Menge Brot kaufen wie im 25. Jahrhundert vor

---

[347] Siehe Bordo (1982), *The Classical Gold Standard: Some Lessons for Today*.

[348] Eine detaillierte Untersuchung der Veränderungen des Goldangebots in der Zeit des klassischen Goldstandards ist Eichengreen und Mclean (1994), "The Supply of Gold under the Pre-1914 Gold Standard".

[349] Ferguson (2003e), *Politik ohne Macht*, 309.

Christus.[350] Angebot und Nachfrage nach dem Edelmetall haben sich im Laufe der Geschichte offenbar im Gleichschritt entwickelt.

Der Goldstandard hat zweifelsohne eine zentrale Rolle bei der Verankerung der Inflationserwartungen gespielt. Investoren, die um 1900 langfristige Bonds in Pfund, Francs oder Mark erwarben, vertrauten darauf, daß ihre Anlagen langfristig ihren Wert behalten würden, weil die Währungen ihre Kaufkraft behalten würden. Nominale Bondrenditen und langfristige Realzinsen waren daher fast identisch. In der Folge war auch die Zinslast für die Entwicklungsländer gering. Michael Bordo ist daher zuzustimmen, wenn er zusammenfaßt: "It [the gold standard] also facilitated a massive transfer of long-term capital from Europe to the new world in the four decades before World War I on a scale relative to income, which has yet to be replicated."[351]

In der heutigen Globalisierung sind trotz der Erfolge bei der Inflationsbekämpfung, die in den wichtigsten Industrieländern in den letzten Jahren gemacht wurden, die Inflationserwartungen bei weitem nicht so niedrig wie in der Zeit des klassischen Goldstandards. Ob es realistisch ist, zu erwarten, daß die Industrieländer dauerhaft zu einer Währungsordnung zurückfinden, die Inflationsrisiken so stark reduziert, wie dies der Goldstandard erreicht hat, wird gleich zu diskutieren sein. Zuvor soll noch ein Blick auf die vergleichsweise hohe Volatilität der Marktzinsen im letzten Jahrzehnt geworfen werden.

## 5. Die Stabilität der Zinsen unter dem Goldstandard

In den gut vierzig Jahren zwischen 1870 und 1913 ist die Rendite des britischen Consol nur insgesamt fünfmal von einem Jahr zum anderen um mehr als zehn Basispunkte gestiegen oder gefallen. Und nur einmal, nämlich im Jahr 1899 im Vergleich zu 1898, um mehr als zwanzig Basispunkte gestiegen. Die durchschnittliche jährliche Schwankung lag bei gerade einmal sechs Basispunkten. Das Pendant Großbritanniens als führende Wirtschaftsnation in der gegenwärtigen Globalisierung, die USA, waren von solch einer Stabilität ihrer langfristigen Anleihen in den 1990er Jahren weit entfernt. Zwischen 1990 und 2003 schwankten die Renditen im Schnitt um sechzig Basispunkte im Jahresvergleich, der größte Anstieg betrug über 120 Basispunkte (zwischen 1993 und 1994). Aber auch das Verhältnis der Renditen der entwickelten Industriestaaten zueinander war vor 1914 viel stabiler. Zwar folgten in den

[350] Ibid., 303.

[351] Bordo (2002), "Monetary Standards", 4.

1990er Jahren die langfristigen Renditen dem gleichen Trend, aber die absoluten Renditeunterschiede schwankten weitaus stärker als in der Goldstandardära.

Wie kann man diese ungleich höhere Volatilität erklären? Einen Grund ist bereits angesprochen worden: die Stabilität der langfristigen Inflationserwartungen in Folge der glaubwürdigen Goldbindung der Währungen. Aber nicht nur die nationale Goldkonvertibilität, sondern auch der Goldstandard als internationales Währungssystem hat die Stabilität der Marktzinsen in Großbritannien und in den anderen Kapitalexporteuren vor dem Ersten Weltkrieg begünstigt. Die Währungsordnung beeinflußt die Volatilität der langfristigen Zinssätze dadurch, daß – bei divergenter Geldpolitik und freien Wechselkursen – Bondmarktinvestoren ständig die relativen Veränderungen der nationalen Preisniveaus und damit letztlich der künftigen Wechselkurse vorausahnen müssen. Die Anleger werden daher kontinuierlich zwischen Dollar-, Euro- und Yen-denominierten Anleihen wechseln und die Bondrenditen weitaus volatiler machen als dies bei stabilen Wechselkurserwartungen der Fall wäre.[352] Vor 1914 unterlagen hingegen britischer Consol, französische Rentes und Anleihen des Deutschen Reiches durch die glaubwürdige Bindung an das Gold dem gleichen allgemeinen Preisrisiko. Anleger mußten sich bei ihren Anlageentscheidungen nicht um unterschiedliche Inflations- und Wechselkursrisiken sorgen. Ronald McKinnon bringt dies auf den Punkt: "As long as all important countries with freely convertible currencies are credibly committed to the same worldwide monetary standard, holders of long-term bonds need not be so nervous."[353]

Es gab keinen Grund, das Bondportfolio periodisch zwischen deutschen, amerikanischen und britischen Papieren neu auszubalancieren, sobald sich neue Hinweise auf Unterschiede in der relativen Preisentwicklung und damit in den langfristigen Gleichgewichtswechselkursen ergaben. Der klassische Goldstandard hat mit hoher Glaubwürdigkeit die Wechselkurse zwischen den großen Industrienationen verankert. In der Folge war die Volatilität der Bondrenditen weitaus geringer als unter freien Wechselkursen. Die Stabilität der Wechselkurse hat Unsicherheit und damit das Zinsniveau reduziert und – ebenso wichtig für die Kreditaufnahme der Peripherie – die langfristigen Bondrenditen in den Industrieländern kalkulierbar gemacht.

---

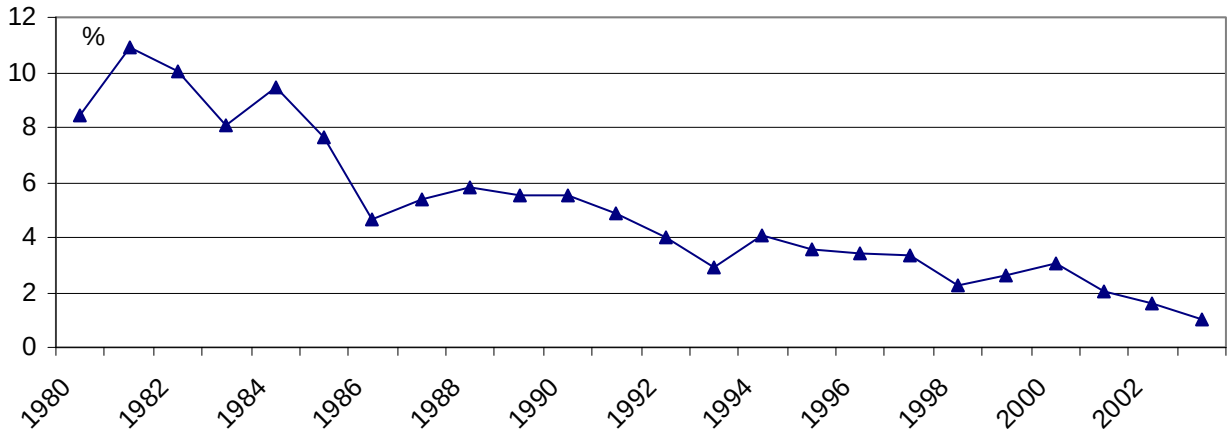
[352] McKinnon (1996), *The Rules of the Game*, 97.

[353] Ibid., 103.

## 6. Rückkehr zu einem niedrigen Zinsniveau?

Niedrige und stabile Zinsniveaus in den kapitalreichen Volkswirtschaften sind – theoretisch und empirisch – bedeutsam für die Attraktivität von Finanzanlagen in kapitalarmen Ländern. Die Globalisierung im 19. Jahrhundert fußte insofern zu keinem geringen Teil auf den niedrigen Renditen und der Stabilität des britischen Consol. Wie wahrscheinlich aber ist eine Rückkehr zu dem niedrigen langfristigen Zinsniveau des 19. Jahrhunderts? Wenn man nicht unterstellen will, daß sich das Wirtschaftswachstum der Industrieländer dauerhaft so stark abschwächen wird, daß der langfristige Realzins zwangsläufig auch markant fallen würde, hängt die Antwort auf diese Frage davon ab, wie wahrscheinlich eine Rückkehr zu den niedrigen Inflationserwartungen des klassischen Goldstandards ist. Zunächst ein Blick auf die die Entwicklung der langfristigen Inflationserwartungen in den USA in den letzten gut zwanzig Jahren: Unter der Annahme, daß das amerikanische Potentialwachstum bei etwa drei Prozent liegt, was ziemlich genau dem Durchschnitt der beiden Jahrzehnte entspricht, ergibt sich nach der Goldenen Regel die langfristige Inflationserwartung als Differenz zwischen dem langläufigen Marktzins und dem Wachstum (Abb. 6.5).

Abb. 6.5: Langfristige Inflationserwartungen in den USA (1980-2003)




Anm.: Unter Annahme einer Wachstumserwartung von 3 Prozent p.a.
Quelle: Siehe Datenanhang.

Die Federal Reserve hat im Laufe der letzten Jahrzehnte erkennbare Fortschritte bei der Reduktion der Inflationserwartungen gemacht. Diese Glaubwürdigkeitsgewinne schlagen sich in einer Inflationserwartung nieder, die mit etwa 3.2 Prozent seit 1990 deutlich unter den Werten der achtziger Jahre liegt. Auffällig ist auch, daß sich der Abwärtstrend seit dem Jahr 2001 beschleunigt hat. Mit Werten zwischen einem und zwei Prozent befinden sich die USA aber nur scheinbar in der Nähe der historisch niedrigen Werte unter dem Goldstandard. Vielmehr haben die massiven Zinsschritte der

Federal Reserve seit dem Jahr 2001 die kurzfristigen Zinsen auf ein historisches Tief gebracht – und auch das lange Ende der Zinskurve vorübergehend nach unten gezogen.[354]

Dauerhafte niedrige Inflationserwartungen sind auch aufgrund der massiven fiskalischen Lasten unwahrscheinlich, die im Zuge des demographischen Wandels auf viele Industrieländer zukommen werden.[355] Sollten die Investoren antizipieren, daß der Druck auf die Zentralbanken zunimmt, angesichts der Finanzprobleme der öffentlichen Hand die geldpolitischen Zügel zu lockern, wäre kaum zu erwarten, daß die Inflationserwartungen jemals wieder einen so niedrigen Stand wie unter dem Goldstandard erreichen werden. Angesichts der Inflationsziele der Zentralbanken und der verbleibenden Unsicherheiten in bezug auf die Fiskalpositionen der Industrieländer ist es wohl realistisch, auf absehbare Zeit von einer langfristigen Inflationserwartung von rund drei Prozent auszugehen. Drei Prozent sind freilich im historischen Vergleich noch immer viel, zumal wenn man die Volatilität und Zinsrisiken bedenkt, die sich aus divergierenden Geldpolitiken ergeben. Wohl nur die Rückkehr zu einer Geldordnung, die – wie der Goldstandard – glaubwürdig diskretionäre Geldschöpfung unterbindet, könnte die langfristigen Renditen in den Industrieländern wieder dauerhaft unter die Marke von drei Prozent bringen. Allerdings sprechen die Gründe, die zum Zusammenbruch des Goldstandards in der Zwischenkriegszeit geführt haben, weiterhin gegen eine solche Option: Die Voraussetzungen für eine Wirtschaftsordnung, welche die Anpassungskosten exklusiv auf die Binnenwirtschaft legte, waren nach dem Ersten Weltkrieg nicht mehr gegeben.[356] Das sogenannte „Trilemma“ der internationalen Makroökonomie erklärt die Problematik.[357] Der Goldstandard hat nach diesem Modell feste Wechselkurse mit Kapitalmobilität verbunden, den Ländern damit aber automatisch die Möglichkeit genommen, eine Geldpolitik zu betreiben, die sich an den Bedürfnissen der Binnenwirtschaft orientierte. Die Konjunkturentwicklung, das Beschäftigungs- und Lohnniveau konnten nur eine untergeordnete Rolle in der Wirtschaftspolitik spielen. Nach dem Ersten Weltkrieg verschoben sich die Prioritäten. Wichtiger als das internationale Konzert des Goldstandards war nun die Stabilisierung der Binnenkonjunktur.

Warum funktionierte aber die Goldordnung vor 1914? Erstens waren die Regierungen vor 1914 noch weitgehend vom politischen Druck der breiten Masse der Bevölkerung isoliert. Große Teile

---

[354] Innerhalb kurzer Frist hat sich dieser Trend im ersten Halbjahr 2004 wieder umgekehrt.

[355] Ferguson (2003e), *Politik ohne Macht*, 319ff.

[356] Eichengreen (2000b), *Vom Goldstandard zum Euro*, 69.

[357] Neben Eichengreen stellen Obstfeld und Taylor (2004), *Global Capital Markets: Integration, Crisis, Growth*, das von Mundell und Flemming theoretisch begründete Trilemma in den Mittelpunkt der internationalen Finanzgeschichte des 20. Jahrhunderts.

der Bevölkerung genossen vor dem Krieg auch in den europäischen Ländern noch kein Wahlrecht, und zwar gerade die Bevölkerungsgruppen, die von Zinsschritten der Zentralbanken am meisten betroffen waren. Arbeitnehmerinteressen waren in vielen Ländern noch schwach organisiert.

Zweitens war auch der ökonomische Zusammenhang zwischen der Geldpolitik und dem Lohn- und Beschäftigungsniveau weder theoretisch vollständig begründet noch in der politischen Debatte angekommen.[358] Erst in der Zwischenkriegszeit wurden die Möglichkeiten staatlicher Konjunkturpolitik und diskretionärer Geldpolitik begründet.

Die Konstellation des Goldstandards – ein internationales Festkurssystem bei gleichzeitiger Kapitalmobilität – scheiterte an den Massendemokratien der Zwischenkriegszeit und schließlich im Zuge der Weltwirtschaftskrise, in der die Verfechter der Idee selbstregulierender Märkte endgültig in die Defensive gerieten. An der Präferenz der Industrieländer, die Geldpolitik als flexibles Mittel zur Konjunktursteuerung zu benutzen, hat sich seitdem kaum etwas geändert. Die Zeiten, in denen die wichtigen Länder im Zentrum bereit waren, das makroökonomische Trilemma zugunsten von Kapitalmobilität und festen Wechselkursen zu lösen, sind vorbei. Es ist unwahrscheinlich, daß die großen Volkswirtschaften noch einmal bereit sein werden, sich in einen „goldenen Käfig“ zu setzen. In dem Maße, wie die Höhe und Instabilität der Inflationserwartungen der Investoren diese Grundsatzentscheidung widerspiegelt, müssen die Hoffnungen auf ein Zinsniveau, das zu einer Neuauflage massiver Kapitalflüsse in die Peripherie führen könnte, eher kleingeschrieben werden.[359]

# 7. Zusammenfassung

(1) In der ersten Globalisierung waren die langfristigen Marktzinsen in den Industrieländern auf einem historisch niedrigen Niveau. In der Folge waren Finanzierungskosten für die Entwicklungsländer sehr gering. Von einer Globalisierung zur nächsten haben sich die realen Kosten der Kreditaufnahme aus Sicht der Entwicklungsländer in etwa verdoppelt. Der internationale Goldstandard hat einen wichtigen Beitrag zur Entwicklungsfinanzierung in der ersten Globalisierung geleistet, indem er die langfristigen Inflationserwartungen in den Industrieländern gesenkt hat.

(2) Die niedrigen Zinsen vor 1914 haben auf die Kreditwürdigkeit der Peripherie zurückgewirkt. Bereits mit moderaten Wachstumsraten konnten die Entwicklungsländer ihre Verschuldungsquoten

[358] Eichengreen (2000b), *Vom Goldstandard zum Euro,* 66.

[359] Einige Autoren haben zudem der Übernahme des Goldstandard durch periphere Ökonomien auch eine gewichtige Rolle als Pull-Faktor attestiert. Dazu siehe Kap. 8.

langfristig stabilisieren. Dies leistet einen Beitrag zur Erklärung der niedrigen Risikoprämien vor 1914 und zum Verständnis des Marktvertrauens in die langfristige finanzielle Stabilität der Entwicklungsländer.

(3) Der historische Vergleich unterstreicht daher die Interdependenz zwischen geldpolitischen Grundsatzentscheidungen in den Industrieländern und der Attraktivität peripherer Volkswirtschaften für ausländisches Kapital. Mit der Abkehr vom Gold und dem Aufkommen der Konjunktursteuerung sind im 20. Jahrhundert auf Seiten der entwickelten Länder Grundsatzeentscheidungen gefallen, die eine wichtige ökonomische Voraussetzung für Kapitalfluß in die Entwicklungsländer – ein niedriges langfristiges Zinsniveau in den Industrieländern – beseitigt haben.

(4) Die Entwicklungsländer tragen bei ihrer Kreditaufnahme heute das höhere Inflationsrisiko der Währungen der Industrieländer; was die Kreditaufnahme verteuert und die langfristige Tragbarkeit der Auslandsverschuldung unsicherer gemacht hat.

# Teil III: Imperialismus, Hegemonie und globale öffentliche Güter

*If a nation …keeps order and pays its obligations, it need fear no interference (…) Chronic wrongdoing…may ultimately require intervention by some civilized nation…*

Theodore Roosevelt, 1904[360]

*Political conditions in the chief investment fields… were felt to be satisfactory, and the security of investors seemed to be well protected.*

C.K. Hobson, 1914[361]

Vor dem Ersten Weltkrieg war das Marktvertrauen in die Sicherheit von Finanzanlagen in Entwicklungsländern ungewöhnlich hoch. Die Zitate, die diesem Teil voranstehen, verweisen auf eine mögliche Ursache für dieses Phänomen: die politische Stabilität und der Schutz von Gläubigerrechten im internationalen Kapitalmarkt vor 1914, die – als Konsequenz von politischer Hegemonie – die Risiken der internationalen Kreditvergabe gesenkt haben könnten. In welchem Maße hat der formelle und informelle Imperialismus Europas die finanzielle Globalisierung vor 1914 geprägt?

Diese Fragestellung hat in der jüngeren Forschung zum Globalisierungsvergleich – von einigen wichtigen Ausnahmen abgesehen – keine größere Aufmerksamkeit gefunden. Dies steht in deutlichem Gegensatz zur älteren wirtschaftshistorischen Forschung, die mit dem Für und Wider der Imperialismus-Theorien von Hobson, Hilferding, Lenin und Luxemburg beschäftigt war.[362] Aber auch viele nicht-marxistische Autoren wie Feis und Viner, später auch Girault, haben in ihren Arbeiten stets

[360] Theodore Roosevelt am 6.Dezember 1904, zitiert in: Mitchener und Weidenmier (2004a), "Empire, Public Goods, and the Roosevelt Corollary", 1.

[361] Hobson (1914), *Export of Capital*, 158.

[362] Die klassischen Studien sind: Hilferding (1955 [1910]), *Das Finanzkapital;* Hobson (1902), *Imperialism. A Study;* Lenin (1946 [1917]), *Der Imperialismus als höchstes Stadium des Kapitalismus*.

auf die enge Verbindung von politischer und ökonomischer Ordnung am Vorabend des Ersten Weltkrieges hingewiesen.[363]

Es gibt *prima facie* einige plausible Gründe, die vermuten lassen, daß der formelle Imperialismus das Risiko von Investitionen in den Kolonien erheblich gesenkt hat. Zum einen beseitigt die rechtlich-politische Integration der Märkte unter dem Dach eines „Empire" die Unsicherheit bei der Vertragsdurchsetzung – solange die Wahrscheinlichkeit der Sezession einer Kolonie gering ist. Zum anderen könnte man erwarten, daß die Investoren aufgrund der Verwaltung der Kolonien durch die imperialen Mächte mit größerer politischer und finanzieller Stabilität gerechnet haben (Kap. 7).

Aber nicht nur die Risikoaufschläge auf koloniale Anleihen, sondern auch die auf Anleihen unabhängiger Länder waren – nach heutigen Maßstäben – vor 1914 auffallend niedrig. Die Konvergenz der Renditen in den Jahren nach 1900 war bei diesen Ländern sogar besonders stark ausgeprägt. Formeller Imperialismus allein kann insofern nicht erklären, warum auch die Kredite an lateinamerikanische und formal unabhängige europäische und asiatische Länder als relativ sicher angesehen wurden. Wirtschaftshistoriker haben hier eine Institution identifiziert, die – nach inzwischen verbreiteter Meinung – zu höherer Glaubwürdigkeit der Wirtschaftspolitik und niedrigeren Ausfallrisiken geführt hat: die Zugehörigkeit zum Goldstandard.[364] Das Argument lautet, daß sich Länder mit der Übernahme des Goldstandards glaubwürdig in die Zukunft hinein verpflichten konnten, eine solide Fiskal- und Geldpolitik zu betreiben.[365] Ganz im Sinne der monetaristischen Doktrin sei das eigentliche Geheimnis der niedrigen Risikoprämien vor dem Ersten Weltkrieg eine Geldordnung gewesen, welche die Risiken diskretionärer Geldschöpfung, inkonsistenter Wirtschaftspolitiken und anderer ökonomischer Irrwege glaubhaft beschnitten habe. Aber war die Übernahme des Goldstandards ein solcher „commitment mechanism" – eine glaubwürdige Regel, die nationale Wirtschaftspolitik langfristig in einen soliden finanziellen Rahmen eingebunden hat (Kap.8)?[366]

---

[363] Feis (1965 [1930]), *Europe, The World's Banker 1870-1914;* Girault (1973), *Emprunts Russes et Investissements Francais en Russie 1887-1914;* Viner (1928), "Political Aspects of International Finance".

[364] Die Pionierstudie stammt von Bordo und Rockoff (1996), "The Gold Standard as a 'Good Housekeeping Seal of Approval'"; eine detaillierte theoretische Begründung findet sich in: Bordo und Kydland (1996), "The Gold Standard as a Commitment Mechanism".

[365] Bordo und Kydland (1996), "The Gold Standard as a Commitment Mechanism".

[366] So der Tenor in Bordo und Rockoff (1996), "The Gold Standard as a 'Good Housekeeping Seal of Approval'"; Obstfeld und Taylor (2003b), "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 vs. 1925-1931".

Auch institutionelle und politische Faktoren kommen als Ursache für geringe Investitionsrisiken in Frage: Die Präsenz eines „informellen Empire“ und die Interventionspolitik der Großmächte sowie drastische Einschränkungen der Finanzhoheit säumiger Schuldner im Rahmen von Zwangsadministrationen der öffentlichen Haushalte. John Gallagher und Robert Robinson etwa haben argumentiert, daß vor 1914 auch große Teile der formal nicht-kolonialen Welt – vor allem Lateinamerika und der Mittlere Osten – *de facto* zu einem informellen britischen Empire gehörten.[367] Trotz der nominellen Souveränität dieser Länder habe Großbritannien letztlich über diplomatische und wirtschaftliche Kanäle immer wieder – nicht zuletzt im Interesse seiner Investoren – Einfluß genommen: „British governments (...) intervened, when necessary, to protect British interests in the more backward states...“[368] Andere Autoren wie Desmond Platt haben die These der engen Verbindung von britischer Politik und den Finanzinteressen der City hingegen wesentlich zurückhaltender beurteilt.[369] Aber allein die Möglichkeit politischer Interventionen und die diversen Einschränkungen der Souveränität säumiger Schuldner, die offenkundig weit über die Auflagen hinausgehen, die der Internationale Währungsfonds heutzutage machen kann, unterstreichen, daß die Kreditvergabe vor 1914 auf ein anderes institutionelles Fundament gebaut war als in der Gegenwart. Auch die Drohung, Vertragstreue notfalls mit politischen Mitteln einzufordern, kann glaubhaft gewesen sein.[370] Es wird also auch zu fragen sein, welche Rolle die Interventionspolitik der Großmächte für den Finanzmarkt gespielt hat (Kap.9).

---

[367] Siehe Gallagher und Robinson (1953), "The Imperialism of Free Trade".

[368] Ibid., 10.

[369] Unter Hinweis auf die bekannte Direktive von Palmerston. Im Jahr 1848 hatte Viscount Palmerston an die britischen Botschafter geschrieben, daß „the British Government has hitherto thought it the best policy to abstain from taking up as international questions, the complaints made by British subjects against foreign governments which have failed to make good their engagements in regard to such pecuniary transactions.” (Palmerston wird zitiert in Platt (1968), *Finance, Trade, and Politics in British Foreign Policy 1815-1914*, 399). Bereits Palmerston hatte freilich betont, daß es Situationen geben könne, in denen die britische Regierung politische Mittel einsetzen würde, falls der Preis der Abstinenz für die Nation zu hoch sei:“... in such a state of things it might become the duty of the British Government to make these matters the subject of diplomatic negotiation.” (Palmerston, zitiert in Platt (1968), *Finance, Trade, and Politics in British Foreign Policy 1815-1914*, 399).

[370] Mitchener und Weidenmier (2004a), "Empire, Public Goods, and the Roosevelt Corollary", 4, argumentieren in diesem Sinne, wenn sie sagen: „Bondholders believed that by ‚policing’ the region and ensuring debt repayment, the U.S. would provide global public goods that were previously missing: peace and financial stability.”

# KAPITEL 7: IMPERIALISMUS UND KAPITALEXPORT[371]

Historiker bezeichnen das Zeitalter der ersten finanziellen Globalisierung als Zeit des Hochimperialismus. Viel ist bereits über die angebliche Kausalbeziehung zwischen Kapitalexport und politischem Imperialismus geschrieben worden. Aber eine andere Frage ist inzwischen weitaus aktueller. Ökonomisch ausgedrückt: Hat der europäische Imperialismus (insbesondere aber das britische Empire) globale öffentliche Güter bereitgestellt, die Hindernisse der Kapitalmarktintegration beseitigt haben – etwa Rechtssicherheit und Gläubigerschutz, finanzielle Stabilität und Frieden?

## 1. Imperialismus und Kapitalexport: alte und neue Fragen

In welcher Beziehung der Imperialismus der europäischen Mächte, der sich in den drei Jahrzehnten vor dem Ausbruch des Ersten Weltkrieges in seiner Hochphase befand, zum Kapitalexport stand, war lange Zeit ein umstrittenes Thema. Daß es eine enge Verbindung von politischen Prozessen und finanziellen Interessen der Investoren gab, war der Kern der bekannten Imperialismusthese von J.A. Hobson, einem Liberalen, der den Einfluß des „Finanzkapitals“ auf die britische Außenpolitik beklagte. In Hobsons Augen waren die Finanzinteressen der Londoner City „the governor of the imperial engine, directing the energy and determining the work“.[372] Die Außenpolitik der europäischen Mächte sei letztlich von den Finanzinteressen einer kleinen Schicht von Kapitalbesitzern gesteuert gewesen, in deren Interesse es angesichts des Rückgangs der Profitrate im Zentrum gelegen habe, immer neue profitable Investitionschancen in der Peripherie zu sichern.[373] Die Profite der Londoner City seien demnach der eigentliche Grund für die koloniale Expansion Großbritanniens gewesen: “The investor (…) insists that his Government should help him to profitable and secure investments abroad ... Cui bono? the first and most obvious answer is, The investor“.[374]

---

[371] Wichtige Teile dieses Kapitels wurden in einer gemeinsamen Studie mit Niall Ferguson erarbeitet: Ferguson und Schularick (2004), "The 'Empire Effect'. The Determinants of Country Risk in the First Age of Globalization" Herzlicher Dank gebührt Prof. Ferguson für die Möglichkeit, auf diese Ergebnisse zurückzugreifen.

[372] Hobson (1902), *Imperialism. A Study*, XXX.

[373]Vgl. Hilferding (1955 [1910]), *Das Finanzkapital*.

[374] Hobson (1902), *Imperialism. A Study* , XXX.

Hobsons These wurde zum Kernstück der marxistischen Imperialismuskritik[375]: Kapitalexport und weltweite politische Dominanz seien zwei Seiten derselben Medaille, weil der politische Imperialismus letztlich eine zwangsläufige Konsequenz der im „Hochkapitalismus" dominierenden Interessen des Finanzkapitals sei:

„Imperialismus ist Kapitalismus auf einer Entwicklungsstufe, auf der die Herrschaft der Monopole und des Finanzkapitals sich herausgebildet, der Kapitalexport eine hervorragende Bedeutung gewonnen, die Verteilung der Welt durch die internationalen Truste begonnen hat und die Aufteilung des gesamten Territoriums der Erde durch die größten kapitalistischen Länder abgeschlossen ist."[376]

Die moderne Wirtschaftsgeschichte hat – wohl mit Erfolg – diese vereinfachenden und monokausalen Ansätze zurückgewiesen.[377] Der politische Imperialismus war ein weitaus komplexeres Phänomen als es diese Lesart suggeriert. Dennoch kann man im Hinblick auf die britische Okkupation Ägyptens zu Beginn der 1880'er Jahre und auch im Hinblick auf den Burenkrieg in Südafrika nicht leugnen, daß finanzielle Interessen mitunter eine bedeutende Rolle für die „imperial engine" gespielt haben, wenn auch andere Motive – insbesondere außenpolitische und militärstrategische – für die Annexion von bestimmten Territorien sprachen.[378] Politökonomische Imperialismusmodelle in der Tradition von Hobson unterstellen, daß Finanzinvestitionen in den Kolonien das beherrschende Element der Kapitalverflechtung vor 1914 waren. Bei genauerer Betrachtung stellt sich aber heraus, daß die weniger entwickelten Kolonien keine dominierende Rolle im britischen (und europäischen) Kapitalexport gespielt haben. Mit Abstand die größten Beträge flossen vielmehr in wohlhabende unabhängige Länder wie die USA oder in die autonomen Siedlerkolonien Kanadas und Australiens.[379]

---

[375] In diesem Sinne argumentierte Hobson; die marxistischen Autoren haben in der Tradition Lenins den Imperialismus als notwendiges Stadium des Kapitalismus betrachtet, das dadurch gekennzeichnet sei, daß die Profitrate in den europäischen Länder kontinuierliche falle und daher die Eroberung neuer Territorien notwendig sei, um das kapitalistische System am Leben zu erhalten.

[376] Lenin (1946 [1917]), *Der Imperialismus als höchstes Stadium des Kapitalismus*, 78.

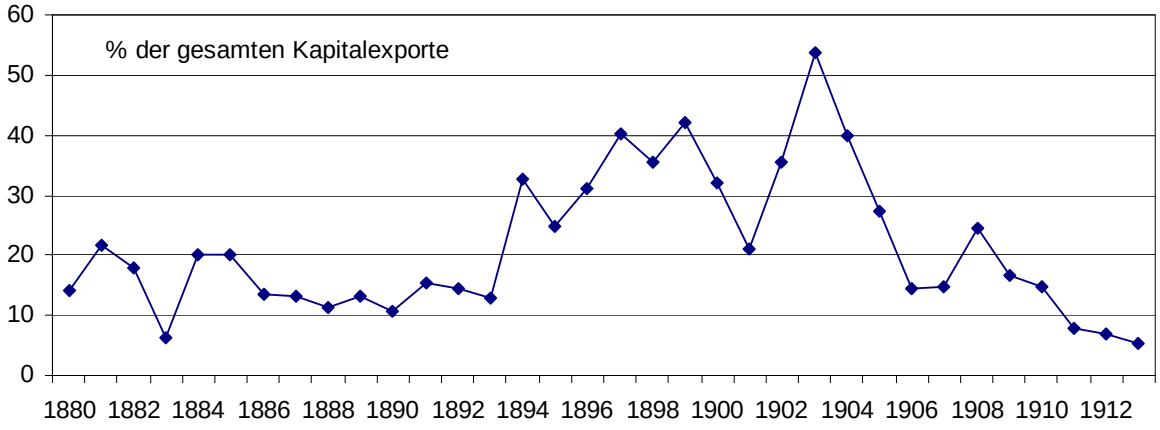
[377] Siehe etwa Landes (1961), "Some Thoughts on the Nature of Economic Imperialism".

[378] Ferguson (2003b), *Empire. How Britain Made the Modern World*, 231ff.; Platt (1968), *Finance, Trade, and Politics in British Foreign Policy 1815-1914*, 257.

[379] Vgl. Davis und Huttenback (1986), *Mammon and the Pursuit of Empire. The Political Economy of British Imperialism*, 41.

Dennoch erscheint es im Licht der heutigen Globalisierung problematisch, die relativ bedeutende Rolle der kolonialen Investitionen im Gesamtbild der ersten Globalisierung zu vernachlässigen. Abb. 7.1 zeigt, daß im Mittel immerhin ein knapper Viertel der gesamten britischen Kapitalanlagen im Ausland in die weniger entwickelten Regionen des „dependent Empire“ flossen – mithin ein Anteil an den gesamten Kapitalexporten, der doppelt so hoch war wie der aller Entwicklungsländer in der zweiten Globalisierung.

Abb. 7.1: Kapitalexporte in unterentwickelte britische Kolonien




Quelle: Siehe Datenanhang.

Der Globalisierungsvergleich wirft hier wiederum ein neues Licht auf ein altes Problem. Die Annahme einer einfachen Kausalbeziehung zwischen Kapitalexport und Imperialismus trifft sicher nicht zu. Dies muß aber nicht heißen, daß der europäische Imperialismus ein unwichtiger Faktor für die Kapitalverflechtung der Weltwirtschaft vor 1914 gewesen ist. Mit der Erfahrung des späten zwanzigsten Jahrhunderts an der Hand sehen auch die relativ geringen Anteile dieser Länder vergleichsweise groß aus. Daß ein armes und weit entferntes Land wie Sierra Leone überhaupt Zugang zum internationalen Kapitalmarkt hatte, ist nach heutigen Maßstäben keine Selbstverständlichkeit.

Niall Ferguson hat in der neueren Forschung als erster darauf hingewiesen, daß vieles dafür spricht, daß die Präsenz des britischen Empire geholfen hat, einige der institutionellen Schwächen des Kapitalmarktes zu reduzieren, die heute als Ursachen für die geringen Kapitalflüsse in Entwicklungsländer bzw. deren Ausschluß vom Markt genannt werden: mangelnde Vertragsdurchsetzung, Informationsasymmetrien, finanzielle und politische Stabilität. So kann man argumentieren, daß zumindest das „liberale“ britische Empire eine Reihe von öffentlichen Gütern bereitgestellt hat, die langfristig positive Auswirkungen auf die Wirtschaftsentwicklung der Kolonien

gehabt haben dürften[380]: „A striking number of the things currently recommended by economists to developing countries were in fact imposed by British rule.“[381] Für den Investor könnten dies wichtige Rückversicherungen gewesen sein:

„It [British rule] was itself a system of good housekeeping – a guarantee not only of time-consistent fiscal and monetary policies but also of law and order over the lifespan of a long-term bond.”[382]

Treffen diese Überlegungen zu, hätten britische Kolonien im Londoner Markt deutlich niedrigere Risikoprämien als vergleichbare unabhängige Länder haben müssen. Ein Vergleich der Risikoaufschläge britischer Kolonien mit denen unabhängiger Länder zeigt in der Tat, daß gerade die unterentwickelten Kolonien in Afrika und Asien im Verhältnis zu nicht-kolonialen Volkswirtschaften auf der gleichen Entwicklungsstufe von britischen Investoren als auffällig niedrige Risiken eingestuft wurden (Abb. 7.2). In diesem Sinne haben manche Autoren die Schlußfolgerung gezogen, daß britische Kolonien Finanzierungsvorteile im Londoner Markt genossen.[383] Cain und Hopkins argumentieren etwa: „One of the key reasons why the colonies could borrow cheaply [was that] they offered almost complete safety.“[384] Lance Davis und Robert Huttenback denken ähnlich:

„Investors viewed the Empire in a different light. Intellectually it might be difficult to conclude that Bombay bonds were safer than those of New York City, or that British Honduras was substantially different from independent Honduras, but the evidence shows that British investors continually drew these distinctions.”[385]

---

[380] Siehe Ferguson (2003c), "Globalization With Gunboats". Dieses Argument bezieht sich in erster Linie auf die britische Kolonialverwaltung. Im Fall der französischen und deutschen Kolonien – oder im belgischen Kongo – traf dies sicherlich weniger zu.

[381] Ibid., 7.

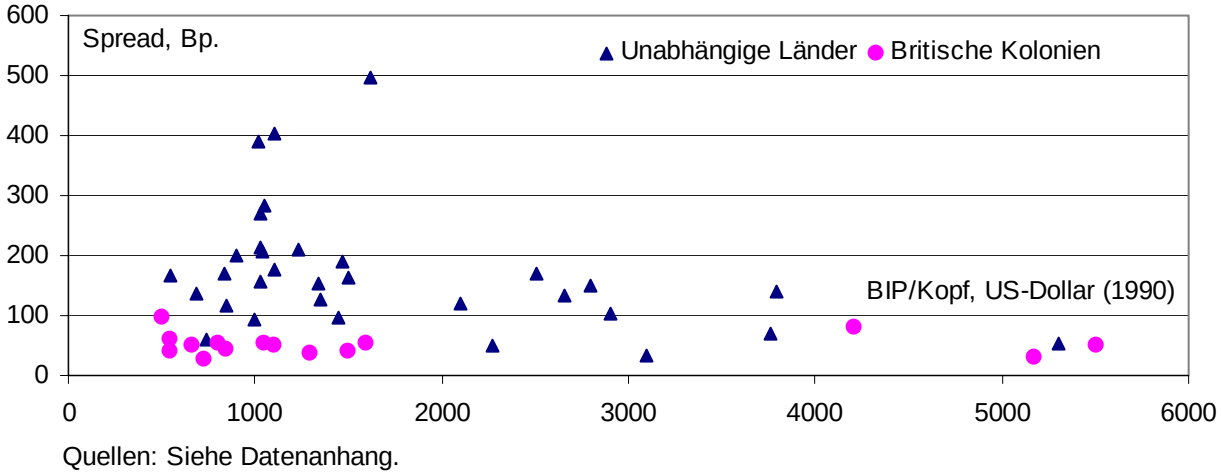
[382] Ferguson (2003a), "The City of London and British Imperialism: New Light on an Old Question", 15.

[383] Siehe unter anderem Davis und Huttenback (1986), *Mammon and the Pursuit of Empire. The Political Economy of British Imperialism;* Edelstein (1982), *Overseas Investment in the Age of High Imperialism*.

[384] Cain und Hopkins (1994), *British Imperialism*, 240.

[385] Davis und Huttenback (1986), *Mammon and the Pursuit of Empire. The Political Economy of British Imperialism*, 167.

Abb. 7.2: Risikoprämien und BIP pro Kopf im Jahr 1913




Quellen: Siehe Datenanhang.

Auch für zeitgenössische Beobachter gab es kaum Zweifel, daß die Mitgliedschaft im britischen Empire armen Ländern Zugang zum Londoner Kapitalmarkt zu Konditionen brachte, die weitaus besser waren als die vergleichbarer unabhängiger Länder. Allerdings haben neuere ökonometrische Studien dieser Auffassung allerdings eine klare Absage erteilt.[386] Glaubt man den neueren Untersuchungen, so hat der politische Status weder die Finanzierungskosten noch die Volumina der Kapitalflüsse beeinflußt.[387] Welche Rolle das Britische Empire für die Kapitalmarktintegration im ausgehenden 19. Jahrhundert spielte, ist daher weiter eine offene Frage. In diesem Kapitel soll versucht werden, diese alte Frage mit neuen Methoden zu beantworten und somit eine Forschungslücke zu schließen, die seit vielen Jahren klafft: Hält die alte These von einer Sonderbehandlung der Kolonien im britischen Kapitalmarkt einer detaillierten ökonometrischen Überprüfung stand?

[386] Sieh dazu das folgende Kapitel. Die beiden Studien, welche die Rolle des Goldstandards herausgearbeitet haben, sind Bordo und Rockoff (1996), "The Gold Standard as a 'Good Housekeeping Seal of Approval'"; Obstfeld und Taylor (2003b), "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 vs. 1925-1931".

[387] Obstfeld und Taylor (2004), *Global Capital Markets: Integration, Crisis, Growth*, 244; Obstfeld und Taylor (2003b), "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 vs. 1925-1931".

## 2. Sonderstellung der Kolonien?

Wie läßt sich eine Sonderstellung der Kolonien im britischen Kapitalmarkt ökonomisch begründen? Es ist nicht leicht, die Dinge zu trennen. Denn britische Oberhoheit hat auf vielfältige Weise die wirtschaftliche und finanzielle Situation der Kolonien geprägt. Man muß daher zwischen direkten und indirekten Effekten unterscheiden: Das Empire hat mit Sicherheit die Wirtschaftsentwicklung der Kolonien und ihre makroökonomischen Fundamentaldaten (wie die Auslandsverschuldung oder die Exportquote) stark beeinflußt. Niemand kann genau wissen, wie die indische Wirtschaft im Jahr 1910 ohne den Einfluß der britischen Kolonialherrschaft ausgesehen hätte. Es ist ebenso schwer zu sagen, ob ein unabhängiges Indien, das sich im 19. Jahrhundert ohne britischen Einfluß entwickelt hätte, in den Augen des Finanzmarktes um ein Vielfaches riskanter gewesen wäre – auch wenn etwa im Vergleich zu China natürlich vieles dafür spricht.

Aber es ist auch ein Empire-Effekt vorstellbar, der über den direkten Einfluß der Kolonialherrschaft auf die Wirtschaftsstrukturen hinausgeht. Dies wäre der Fall, wenn die Zugehörigkeit zum britischen Empire das Vertrauen des Marktes in die Stabilität und künftige Prosperität der Kolonien weitaus stärker gefördert hätte, als es die Unterschiede in den ökonomischen Fundamentaldaten zwischen Kolonien und unabhängigen Ländern rechtfertigten. Um eine Aussage darüber zu treffen, ob britische Kolonien auch dann bessere Finanzierungskonditionen besaßen, muß man also ausschließen, daß dies auf rein ökonomische Faktoren wie eine geringere Staatsverschuldung oder einen höheren Entwicklungsstand zurückzuführen ist. Sollte sich auch danach noch ein statistisch signifikanter Empire-Effekt zeigen, wäre dies auf die positiven Auswirkungen institutioneller Integration unter dem Dach des Empire zurückzuführen – etwa auf die höhere Rechtssicherheit, eine langfristig glaubwürdige Wirtschaftspolitik, solide Verwaltung und politische Stabilität. Die Zugehörigkeit zum britischen Empire hätte also positive Effekte auf das Marktvertrauen und die Zukunftserwartungen der Akteure gehabt, die über den direkten Einfluß der Kolonialherrschaft auf die Wirtschaftsstrukturen der Kolonien hinausgingen.

Vorher müssen zwei andere Erklärungen ausgeschlossen werden. Die einfachste Erklärung für einen „imperialen Bonus“ im Londoner Kapitalmarkt wäre, daß koloniale Anleihen explizite Garantien der britischen Regierung trugen und daher in bezug auf ihr Ausfallrisiko von Consols nicht zu unterscheiden waren. Michael Edelstein etwa bemerkt, daß „Indian government bonds carried the full backing of the British government … Before 1900 debt issued by governments of the dependent

Empire nearly always came with some sort of London guarantee."[388] Aber er stellt auch fest, daß nicht alle Anleihen von expliziten Garantien profitierten:

"Even when London backing and oversight were absent from colonial government issues … the British capital market charged lower interest rates than comparable securities from independent nations at similar levels of economic development. … The strong inference is that colonial status, apart from the direct guarantees, lowered whatever risk there was in an overseas investment and that investors were therefore willing to accept a lower return."[389]

Eine zweite Erklärung könnten zwei Gesetze sein, die um die Jahrhundertwende in Westminster verabschiedet wurden, der Colonial Loans Act (1899) und der Colonial Stock Act (1900). Diese Rechtsakte hatten zur Folge, daß es Treuhändern möglich wurde, Finanztitel aus den britischen Kolonien neben der „ewigen" britischen Anleihe, dem Consol, in ihr Portfolio aufzunehmen. Zu einer Zeit, da ein wachsender Teil der Staatsschuld von treuhändlerischen Vermögensverwaltern gehalten wurde, könnte dies dem Markt für koloniale Titel einen wichtigen Impuls gegeben haben.[390] Die Bedeutung der Gesetzgebung sollte jedoch aus zwei Gründen nicht überschätzt werden. Zum einen betrug die Differenz zwischen kolonialen und nicht-kolonialen Anleihen im Durchschnitt zirka 250 Basispunkte vor 1898, aber nur noch 180 Basispunkte danach. Die Finanzierungsvorteile waren mit anderen Worten vor diesen Gesetzen größer als danach. Zum anderen waren dies die einzigen formalen Begünstigungen, die den Kolonien vor dem Ersten Weltkrieg zuteil wurden. Erst in der Zwischenkriegszeit begannen das britische Schatzamt und die Bank von England, das britische Empire bei Neuemissionen systematisch besser zu stellen als unabhängige Länder.

## 3. Determinanten der Risikowahrnehmung

Es ist denkbar, daß andere Kriterien für Investoren wichtiger waren als der politische Status eines Kreditnehmers. Dies ist zumindest der Tenor der jüngeren, quantitativ ausgerichteten Forschung zu diesem Thema, deren Ergebnisse die These eines Finanzierungsvorteils der Kolonien in das Reich der

[388] Edelstein (1994b), "Imperialism: Cost and Benefit", 206.

[389] Ibid., 206/207.

[390] Macdonald (2003), *A Free Nation Deep in Debt*, 380.

Legende verwiesen haben. Die ältere Literatur hatte in der Regel nur die Höhe der Zinsen auf koloniale und nicht-koloniale Anleihen verglichen, dabei aber außer Acht gelassen, daß die niedrige Verzinsung kolonialer Schuldtitel – wie gerade erläutert – auch eine Funktion besserer ökonomischer Fundamentaldaten (etwa einer geringeren Verschuldung oder soliderer Haushaltspolitik) gewesen sein könnte.[391] So zeigte sich in statistischen Untersuchungen, in denen solche Differenzen bei den ökonomischen Strukturindikatoren berücksichtigt wurden, kein Empire-Effekt mehr.[392] Vielmehr stehen mittlerweile zwei andere Erklärungen im Mittelpunkt der wirtschaftshistorischen Forschung: der Goldstandard und die Fiskalpolitik. Beide Ansätze proklamieren für sich, die wichtigste Triebkraft der Risikoeinschätzung im globalen Bondmarkt vor 1914 identifiziert zu haben. Beide Ansätze müssen bei der Untersuchung des Empire-Effekts durch den Einschluß entsprechender Variablen berücksichtigt werden. Mit anderen Worten ist denkbar, daß britische Kolonien in der Lage waren, zu niedrigeren Zinssätzen Kapital in London aufzunehmen, weil sie dem Goldstandard angehörten oder solventere Schuldner mit besseren makroökonomischen Rahmendaten waren. Der einzige Weg, festzustellen, ob es wirklich einen Empire-Effekt gegeben hat, der auf dem besonderen politischen Status der Kolonien basierte, liegt dann darin, Renditen für das größtmögliche Ländersample statistisch zu untersuchen und dabei entsprechende ökonomische Kontrollvariablen zu berücksichtigen.

Tab. 7.1 gibt einen Überblick über die hier verwendeten Zinsdaten, die – mit über 1400 Beobachtungen für 57 öffentliche Kreditnehmer zwischen 1880 und 1913 – quasi den gesamten Londoner Anleihemarkt abdecken. Es zeigt sich auf den ersten Blick, daß die Zinsen der Kolonien deutlich niedriger waren als die unabhängiger Länder. Aber dies könnte in der Tat eine optische Illusion sein, die nicht auf den kolonialen Status, sondern auf bessere ökonomische Fundamentaldaten zurückzuführen ist.

---

[391] Siehe Davis und Huttenback (1986), *Mammon and the Pursuit of Empire. The Political Economy of British Imperialism;* Edelstein (1982), *Overseas Investment in the Age of High Imperialism*.

[392] Explizit festgestellt haben dies etwa Obstfeld und Taylor (2003b), "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 vs. 1925-1931" und Clemens und Williamson (2004), "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom".

Tab. 7.1: Überblicksstatistik der Renditedaten

| | Beobachtungen (N) | Mittel | Standardabweichung | Minimum | Maximum |
|---|---|---|---|---|---|
| Alle Kreditnehmer | | | | | |
| Rendite, % p.a. | 1461 | 5.39 | 2.86 | 2.86 | 22.33 |
| Unabhängige Länder | | | | | |
| Rendite, % p.a. | 909 | 6.30 | 3.30 | 2.97 | 22.33 |
| Britische Kolonien | | | | | |
| Rendite, % p.a. | 552 | 3.89 | 0.43 | 2.86 | 6.35 |

Quellen: Siehe Datenanhang.

## 4. Auswahl der Kontrollvariablen und empirischer Ansatz

Angesichts der beschriebenen Uneinigkeit in bezug auf die Determinanten des Länderrisikos kommt der Auswahl der Kontrollvariablen besondere Bedeutung zu. Sowohl im Hinblick auf die Größe des Samples als auch in methodischer Hinsicht, sind anachronistische Indikatoren – wie das BIP – problematisch.[393] Zum einen sind die modernen BIP-Rekonstruktionen nur für rund zwanzig Länder verfügbar und fehlen für den Großteil der weniger entwickelten Länder und britischen Kolonien. Zum anderen kann man argumentieren, daß eine Rekonstruktion des Preisverhaltens des internationalen Finanzmarktes vor dem Ersten Weltkrieg die Daten benutzen muß, die auch den Zeitgenossen zur Verfügung standen.[394]

In den Finanzpublikationen jener Zeit herrscht kein Mangel an ökonomischen Informationen über die verschiedenen Kreditnehmer. Standardwerke wie etwa *Fenn's Compendium*, das *Investor's Monthly Manual* (IMM), das *London Stock Exchange Weekly Intelligence* oder auch die Jahresberichte der *Corporation of Foreign Bondholders* präsentierten detaillierte Daten über öffentliche Kreditnehmer.[395] Im Kern waren diese Publikationen den Handbüchern für Aktieninvestoren nicht unähnlich, die in den USA zur gleichen Zeit von *Moody's* herausgebracht wurden. Zusätzlich zu dieser spezialisierten Finanzliteratur gab es eine Reihe von allgemeinen statistischen Werken, die Jahr für

[393] Dieses Argument wurde zuerst von Ferguson (2001), *The Cash Nexus*, 285, gemacht. Es wurde später aufgegriffen von Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913*.

[394] Eine ausführliche Diskussion dieser verschiedenen Ansätze findet sich im nächsten Kapitel.

[395] Die Annual Reports wurden zwar auch direkt ausgewertet, aber viele Daten stammen von Kelly (1998), "Ability and Willingness to Pay in the Age of the Pax Britannica 1890-1914".

Jahr an Umfang gewannen. Das *Statesman's Yearbook* war die einschlägige Quelle in Großbritannien, aber auch auf dem Kontinent erschienen vergleichbare statistische Publikationen, die für die Untersuchung ebenfalls wertvolle Informationen lieferten.[396]

Der Untertitel der 1898er Ausgabe des selbsternannten „doyen of all financial books of reference", des *Fenn on the Funds*, faßt prägnant zusammen, zu welchen Daten zeitgenössiche Investoren Zugang hatten – „a handbook of public debts containing details and histories of debts, budgets and foreign trade of all nations, together with statistics elucidating the financial and economic progress and position of various countries."[397] Dies waren also die wichtigsten Daten, die Investoren benutzen konnten: die Höhe der öffentlichen Verschuldung und die Finanzsituation des Staates, der Außenhandel und schließlich eine Reihe von allgemeinen Indikatoren zum Stand der ökonomischen Entwicklung.

In vielerlei Hinsicht waren die Daten an sich – etwa das Exportvolumen, die Staatseinnahmen oder die öffentliche Verschuldung – nicht das Hauptproblem für die Zeitgenossen. Problematischer war es, einen geeigneten Nenner zu finden, der diese Zahlen zwischen den Ländern vergleichbar machte. Ohne ein direktes Maß für die produktive Kapazität einer Nation – wie ihn das BIP liefert – war es schwierig, aussagekräftige Ländervergleiche anzustellen. Die Bevölkerungszahl galt angesichts der Wohlstandsunterschiede als problematischer Indikator, hatte aber den Vorteil, daß er aufgrund der regelmäßiger Volkszählungen für fast alle Länder zur Verfügung stand. Er wurde häufig benutzt, um die Exportkapazität zu vergleichen. Beim Vergleich der öffentlichen Finanzsituation wurde aber in der Regel die Verschuldung nicht pro Kopf berechnet, sondern in Relation zu den öffentlichen Einnahmen oder den Exporten gesetzt. In der gleichen Weise verfuhr man in bezug auf Budgetsalden und Handelsbilanzen.

---

[396] In Deutschland bzw. Österreich-Ungarn sind zu nennen: von Brachelli (1884), *Die Staaten Europa's. Vergleichende Statistik;* von Brachelli (1887), *Statistische Skizzen der europäischen und amerikanischen Staaten nebst den auswärtigen Beziehungen der ersteren;* von Juraschek (1880-1914), *Otto Hübner's Geographisch-Statistische Tabellen aller Länder der Erde;* von Juraschek (1907), *Die Staaten Europas. Statistische Darstellung*.

[397] van Oss (1898), *Fenn on the Funds* Die Publikationsgeschichte von Fenn's Compendium ist relativ kompliziert. Revidierte Auflagen des Werkes wurden in den Jahren 1883, 1889, 1893 und 1898 publiziert. Die Reihe wurde dann unterbrochen, offenbar weil der wichtigste Autor, Robert Nash, nach Australien auswanderte. Die 13. Ausgabe von 1883 ist Nash und Fenn (1883), *Fenn's Compendium*, die 14. Ausgabe von 1889 Nash (1889), *Fenn's Compendium. Fourteenth edition*, während die folgenden Ausgaben andere Herausgeber hatten, nämlich Fenn (1893), *Fenn's Compendium;* van Oss (1898), *Fenn on the Funds*.

Auf der Grundlage von Archivmaterial des *Service d'Etudes Financières* des Crédit Lyonnais haben Flandreau und Zumer argumentiert, daß der Schuldendienst im Verhältnis zu den Staatseinnahmen – nicht der Schuldenstand – der zeitgenössische Indikator war, der am besten Auskunft über die Kreditwürdigkeit einzelner Länder gab.[398] Dies ist aber nicht ganz unproblematisch. Denn erstens waren die Daten für den Schuldendienst nur für einige geringere Zahl an Volkswirtschaften regelmäßig verfügbar. Im Spiegel der zeitgenössischen Finanzliteratur war der Schuldenstand die wesentlich häufigere und wohl auch verläßlichere Größe. Zweitens ist der Schuldendienst selbst abhängig von der Zinslast, so daß er eigentlich nicht als „unabhängige" Variable benutzt werden sollte, um die Zinshöhe zu schätzen. Schließlich kann man pragmatisch argumentieren, daß in einer Ära von relativ stabilen und niedrigen Zinsen beide Zeitreihen hoch korreliert waren. Dennoch kann in dieser Studie auf Zeitreihen zum Schuldendienst zurückgegriffen werden, die für weitaus mehr Länder zur Verfügung stehen als dies in früheren Untersuchungen möglich war. Es wird sich zeigen, daß die Kernergebnisse nicht von der Wahl des Verschuldungsindikators abhängen.

Ein weiterer Indikator, den die Zeitgenossen beachteten, war das Verhältnis des Budgetsaldos zu den Staatseinnahmen, gleichsam als Hinweis darauf, wie viel mehr der Staat ausgibt als er einnimmt. Cain und Hopkins haben argumentiert, daß die Prinzipien der „Gladstonian finance", die auf Budgetüberschüsse in Friedenszeiten setzte, um Altschulden zurückzubezahlen, in den Augen der „gentlemanly capitalists" der Londoner City quasi sakrosankt waren.[399] Darüber hinaus wurden Informationen über solche Länder gesammelt, die den „London consensus" der guten Haushaltsführung verletzt hatten und mit der Bedienung ihrer Staatsschuld im Verzug waren. Die Jahresberichte der *Corporation of Foreign Bondholders* enthalten detaillierte Informationen zu säumigen Schuldnern. Da Zahlungsausfälle die Reputation beschädigen, wurde auch eine Dummy-Variable konstruiert, die solche Länder identifiziert, die innerhalb der vorangegangenen zehn Jahre in Zahlungsschwierigkeiten waren.[400]

Neben Verschuldungsdaten hatten Investoren im ausgehenden 19. Jahrhundert insbesondere Zugang zu Außenhandelsstatistiken. Daß es eine enge Verbindung zwischen Außenhandel und Kreditwürdigkeit gab, war den Zeitgenossen bewußt. Schuldnerländer müssen im Export Devisen verdienen, um ihre Auslandsverschuldung zu bedienen. Die Exportkapazitäten wurden zudem als

---

[398] Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913*, 35.

[399] Cain und Hopkins (1994), *British Imperialism*, 7.

[400] Eine detaillierte Diskussion findet sich in Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913*, 38.

Indikator für den relativen Wohlstand einer Nation betrachtet. Da es notwendig ist, sowohl die Risiken zu berücksichtigen, die sich aus Ungleichgewichten im Außenhandel ergeben, als auch solche, die aus einer geringen absoluten Exportleistung resultieren, wurden Daten für die Handelsbilanz als auch für die Höhe der Exporte pro Kopf (in britischen Pfund) zusammengetragen. Moderne Studien benutzen in der Regel das BIP pro Kopf als Indikator für den Entwicklungsstand und damit assoziierte Faktoren wie stabilere politische Rahmenbedingungen oder bessere Institutionen. Wiederum gilt es festzustellen, daß die Londoner City nach analogen Informationen Ausschau hielt, sich aber mit weniger genauen Daten begnügen mußte.[401]

Wie bereits erläutert, sehen viele Autoren in der Zugehörigkeit zum Goldstandard eine wichtige Determinante des Länderrisikos. Die möglichen positiven Effekte des Goldstandards werden berücksichtigt, wobei der „strikten" Goldklassifizierung gefolgt wird. Es werden daher nur solche Ökonomien als Goldstandardländer betrachtet, die die Konvertibilität *de iure* und *de facto* verankert hatten – also die Konvertibilität rechtlich festgeschrieben hatten und auch praktisch befolgten.[402] Obstfeld und Taylor haben zudem argumentiert, daß „the market's view of gold standard adherence [ought] to depend on whether a country [was] in full compliance with its debt contracts."[403] Zwei verschiedene Variablen mußten daher eingeführt werden – eine für Goldstandardländer ohne Zahlungsprobleme sowie eine für Länder, die sich trotz der Zugehörigkeit zum Goldstandard im Zahlungsverzug befanden.

Schließlich soll auch die Argumentation Beachtung finden, die Ferguson vorgebracht hat. Im Spiegel der Finanzpresse und der Archive wichtiger Emissionshäuser erscheinen politische Entwicklungen – Kriege, Revolutionen, Regierungswechsel – als wichtige Größen für die

---

[401] Ein weiterer denkbarer Indikator für das Entwicklungsniveau, der sich in den zeitgenössischen Quellen findet, ist die Dichte des Eisenbahnnetzes. Diese Variable berücksichtigt zudem eine Idee, die für Anleihebesitzer zentral ist, nämlich die produktive Verwendung des Kapitals. Es stellte sich aber heraus, daß die Exportleistung und der Ausbau des Eisenbahnnetzes hoch korrelierten. Siehe dazu auch Kelly (1998), "Ability and Willingness to Pay in the Age of the Pax Britannica 1890-1914" und Fishlow (1985), "Lessons From the Past: Capital Markets during the 19th Century and the Interwar period".

[402] Eine ausführliche Diskussion der Goldstandard-Hypothese sowie der verschiedenen Klassifikationsschemata findet sich im nächsten Kapitel.

[403] Obstfeld und Taylor (2003b), "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 vs. 1925-1931", 249.

Risikoeinschätzung.[404] Der Londoner Economist etwa benannte regelmäßig politische Entwicklungen als Ursache für auffällige Bewegungen in den Anleihepreisen. Man könnte jedoch auch argumentieren, daß die Berücksichtigung von zwei Kontrollvariablen für interne und externe politische Konflikte ein übertrieben strenger Test der Empire-Hypothese ist: Wenn die Zugehörigkeit zum britischen Empire zur Folge hatte, daß die jeweiligen Länder von der „pax britannica" als öffentlichem Gut profitierten, könnte man die Abwesenheit solcher Konflikte auch als direkten Effekt des Empire verbuchen.

Tab. 7.2 gibt einen Überblick über die Variablen, die in der statistischen Analyse verwendet werden. Die britischen Kolonien waren nur geringfügig weniger verschuldet als unabhängige Länder. Ein gewichtiger Unterschied zeigt sich im Hinblick auf die Höhe der Exporte pro Kopf. Britische Kolonien waren weit handelsoffener als andere Länder, was die traditionelle Auffassung stützt, daß das britische Empire den internationalen Handel befördert hat. Pro Kopf haben die Dominions und Kolonien fast viermal so viel exportiert wie unabhängige Länder.

Tab. 7.2: Überblicksstatistik der ökonomischen Variablen

| | Mittel | Standardabweichung | Minimum | Maximum |
|---|---|---|---|---|
| Alle Kreditnehmer | | | | |
| Staatsschuld/öff. Einnahmen | 4.95 | 3.45 | 0.05 | 23.70 |
| Schuldendienst/öff. Einnahmen | 0.20 | 0.13 | 0.01 | 0.75 |
| Budgetdefizit | 0.12 | 0.36 | -0.59 | 9.60 |
| Handelsbilanz | -0.14 | 0.81 | -14.12 | 0.79 |
| Exporte pro Kopf | 4.72 | 7.34 | 0.05 | 66.64 |
| Unabhängige Länder | | | | |
| Staatsschuld/öff. Einnahmen | 4.98 | 3.62 | 0.16 | 23.70 |
| Schuldendienst/öff. Einnahmen | 0.21 | 0.14 | 0.01 | 0.75 |
| Budgetdefizit | 0.10 | 0.40 | -0.49 | 9.60 |
| Handelsbilanz | -0.05 | 0.39 | -2.51 | 0.79 |
| Exporte pro Kopf | 2.38 | 2.27 | 0.05 | 12.43 |
| Britische Kolonien | | | | |
| Staatsschuld/öff. Einnahmen | 4.92 | 3.16 | 0.05 | 20.48 |
| Schuldendienst/öff. Einnahmen | 0.19 | 0.11 | 0.001 | 0.44 |
| Budgetdefizit | 0.14 | 0.26 | -0.59 | 2.00 |
| Handelsbilanz | -0.26 | 1.15 | -14.12 | 0.69 |
| Exporte pro Kopf | 8.63 | 10.56 | 0.16 | 66.64 |

Quellen: Siehe Datenanhang.

[404] Ferguson (2003d), "Political Risk and the International Bond Market between the 1848 Revolution and the Outbreak of the First World War".

Bei der ökonometrischen Schätzung der Determinanten der Länderrisiken wird ein lineares Modell zur Anwendung kommen. Die abhängige Variable ist der Spread, also die Differenz zwischen der Rendite des britischen Consol und der Rendite auf die Anleihen der jeweiligen Länder. Aufschlüsse über den Empire-Effekt sind aus der Höhe und Signifikanz einer Dummy-Variablen zu erwarten, die den Wert 1 annimmt, wenn ein Land eine britische Kolonie war. Da kein Land das Empire in der Zeit zwischen 1880 und 1913 verlassen hat und zudem die überwiegende Mehrzahl der Kolonien erst dann Anleihen in London plazierte, wenn sie bereits zum britischen Kolonialreich gehörten, zeigt der Empire-Dummy wenig Variation über die Zeitdimension, was eine Reihe von technischen Fragen in bezug auf die Schätzung von Panel-Modellen aufwirft.

Panelschätzungen sind in der Wirtschaftsgeschichte eine wichtige Methode, um umfangreiches Datenmaterial sowohl über die Zeit als auch im Länderquerschnitt auszuwerten. Das „Poolen" der einzelnen Länderreihen ermöglicht es, die Menge der informativen Daten zu erhöhen. Zudem kann man Entwicklungen berücksichtigen, die alle Länder zu einem bestimmten Zeitpunkt erfassen, etwa Veränderungen in der Risikoneigung der Investoren in bestimmten Jahren.[405] Aber Fortschritt verursacht in der Regel auch Kosten. Einzelne Beobachtungen in Panel-Modellen verletzen eine der Hauptannahmen der traditionellen Kleinste-Quadrate-Schätzmethode (OLS), nämlich die Unabhängigkeit der Beobachtungen. Temporale und spatiale Korrelation der Störterme sowie Heteroskedastie machen eine gewöhnliche OLS-Schätzung unmöglich.[406] Statt dessen wird hier eine Schätzmethode benutzt, die in derartigen Situationen zu einem Quasi-Standard avanciert ist: OLS mit korrigierten Standardfehlern (PCSE).[407] Praktisch gesprochen erlaubt diese Methode, einen autoregressiven Parameter (AR1) einzufügen, um die serielle Korrelation zu berücksichtigen,

[405] Dies kann zum einen durch Zeit-Dummies für jedes einzelne Jahr geschehen, was im Basismodell der Fall ist, weil es die einfachste und transparenteste Methode ist. Als Teil der Sensitivitätsanalyse wird auch eine zweite Möglichkeit betrachtet, nämlich länderspezifische „Betas" (Korrelation mit dem Marktrisiko) im Sinne des Capital Asset Pricing Model (CAPM); dazu siehe unten.

[406] Eine häufig verwendete Alternative ist die verallgemeinerte Methode der kleinsten Quadrate, „feasible generalized least squares" (FGLS). Allerdings haben Untersuchungen gezeigt, daß FGLS sehr ungenaue Teststatistiken produziert, wenn die Zeitdimension (T) kleiner ist als die Zahl der Länder im Sample (N). Das Sample, das hier untersucht wird, hat Beobachtungen für 57 Länder über 35 Jahre, was gegen den FGLS-Schätzer spricht. Siehe Beck und Katz (1995a), "Nuisance vs. Substance: Specifying and Estimating Time-Series Cross-Section Models"; Beck und Katz (1995b), "What to Do (and Not to Do) With Time-Series Cross-Section Data".

[407] Diese Methode wurde 1995 von Nathaniel Beck und Jonathan Katz als Ersatz für die FGLS-Methode vorgeschlagen: Beck und Katz (1995b), "What to Do (and Not to Do) With Time-Series Cross-Section Data".

gleichzeitig aber die OLS-Schätzungen der Koeffizienten zu benutzen und verläßliche Teststatistiken zu errechnen.[408]

Wie bereits angesprochen, wird die empirische Fragestellung dadurch kompliziert, daß die Mitgliedschaft im britischen Empire eine zeitinvariate Variable ist. Im gesamten Sample gibt es nur drei Länder, die während der Zeit britische Kolonien wurden und bereits zuvor – als unabhängige Länder – Anleihen am britischen Markt plaziert hatten: Ägypten, das 1882 *de facto* unter britische Herrschaft geriet, sowie die beiden südafrikanischen Buren-Republiken Transvaal und Oranje, die nach dem Krieg von 1900 ins britische Empire eingegliedert wurden. Eine Analyse, die sich nur auf diese drei Fälle stützt, würde mit großer Sicherheit auf einer zu geringen Datenbasis beruhen; als Fallstudien sind die Erfahrungen dieser Länder aber aufschlußreich: Die Risikoprämien auf ägyptische Anleihen lagen bei über 500 Basispunkten im Jahr 1880 – eine Konsequenz jahrelanger chaotischer Haushaltspolitik, die das Land an die Schwelle der Zahlungsunfähigkeit brachte. Nachdem die britische Herrschaft etabliert und die öffentlichen Finanzen restrukturiert waren, fiel die Risikoprämie bereits im ersten Jahr auf nur noch 270 Basispunkte im Jahr 1882 und auf 130 am Ende der 1880er Jahre.[409] Ein ähnlicher Prozeß spielte sich in Südafrika ab. Die beiden Burenrepubliken Transvaal und Oranje hatten bereits vor der Eingliederung ins Empire Anleihen in London begeben, die in den 1890er Jahren mit Spreads zwischen zweihundert und dreihundert Basispunkten gehandelt wurden. Nach dem Krieg im Jahr 1900 nahmen die beiden Provinzen (mit Zustimmung Westminsters) mehrere große Anleihen auf, welche die Verschuldung von rund hundert Prozent der Staatseinnahmen auf über fünfhundert Prozent erhöhten. Gleichzeitig fielen die Anleiheprämien auf zirka zwanzig Basispunkte über dem Consol.

Abgesehen von diesen drei Fällen ist die Empire-Variable unveränderlich, so daß es zwei Möglichkeiten gibt, Aufschluß über den Empire-Effekt zu erhalten. Möglich ist zum einen ein Fixed-Effects-Modell, in dem sich die niedrigeren Spreads in den einzelnen Länderkonstanten zeigen würden, weil der „Binnen-Schätzer“ (in der Zeitdimension) alle Variablen nivelliert, die im Querschnitt (in der Länderdimension) konstant sind. Es wäre dann möglich, aus den für jedes Land separat geschätzten Konstanten zu entnehmen, ob koloniale Anleihen im Durchschnitt eine niedrigere Basisverzinsung hatten. Dennoch ist dieser Weg, den unter anderem Obstfeld und Taylor gegangen

---

[408] Auch „clustered robust standard errors” wären eine gangbare Alternative. Die Ergebnisse waren durchweg vergleichbar.

[409] Ähnliche Rückgänge des Länderrisikos zeigten sich auch in anderen Staaten, die unter internationale Finanzkontrolle gerieten, z.B. in der Türkei und in Griechenland.

sind, nicht ganz zufriedenstellend, weil alle zeitinvariablen Faktoren in diese Konstanten einfließen (etwa auch die Geographie) – und eben nicht nur der Empire-Effekt.[410]

Die Alternative ist eine „gepoolte" Regression, wobei dieser Ansatz dann problematisch wäre, wenn die Heterogenität des Ländersamples nicht mehr durch einzelne Länderkonstanten („Fixed-Effects") aufgefangen würde. Die Gefahr steigt, daß wichtige Variablen ausgelassen werden, was das Bild verzerren könnte.[411] Hausmann und Taylor haben vorgeschlagen, die Koeffizienten zeitunveränderlicher Variablen durch eine zweistufiges Verfahren zu schätzen.[412] Falls jedoch die Heterogenität des Ländersamples durch eine lineare Kombination der zeitinvarianten Regressoren hinreichend erklärt wird, wären die Ergebnisse eines „gepoolten" Modells identisch mit der zweistufigen Prozedur.[413] Wenn man zudem davon ausgehen kann, daß potentiell fehlende Variablen nicht mit den Variablen des Modells korreliert sind, wären die Ergebnisse des „gepoolten" Modells weiterhin unverzerrt und konsistent. Eine Reihe von Tests ist daher notwendig[414]: Erstens muß untersucht werden, ob die Länderkonstanten durch eine lineare Kombination von zeitinvarianten Variablen erklärt werden können. Dafür wurde zunächst ein Fixed-Effects-Modell geschätzt und dann überprüft, ob sich die geschätzten Länderkonstanten mit zeitinvarianten Variablen – darunter der Empire-Dummy und die geographische Lage – beschreiben lassen. Es zeigt sich, daß sich rund drei Viertel der Varianz der Länderkonstanten in der Tat auf diese Faktoren zurückführen lassen. Zweitens wurde getestet, ob die Fixed-Effects mit den anderen exogenen Variablen korreliert sind. Falls dies nicht der Fall ist, bliebe die Schätzung auch dann unverzerrt, wenn durch den Wegfall der Länderkonstanten ein „omitted variable problem" entstünde. Aber auch hier zeigt sich, daß sich die Koeffizienten der unabhängigen Variablen kaum ändern, wenn die Fixed-Effects als Variable in das „gepoolte" Modell einbezogen werden. Mit anderen Worten gibt es keine Anhaltspunkte, daß eine Spezifikation ohne Fixed-Effects die Ergebnisse verzerren würde. Ein „gepooltes" Modell, in das die zeitinvarianten Variablen eingebracht werden können, sollte daher verläßliche Ergebnisse liefern. In

---

[410] Siehe Obstfeld und Taylor (2003b), "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 vs. 1925-1931".

[411] Eine detaillierte Behandlung dieser Probleme findet sich in Wooldridge (2002), *Econometric Analysis of Cross-section and Panel Data*, Kap. 4.

[412] Hausmann und Taylor (1981), "Panel Data and Unobserved Individual Effects".

[413] Oaxaca und Geisler (2003), "Fixed Effect Models with Time Invariant Variables: A Theoretical Note".

[414] Siehe auch die detaillierte Analyse von Plümper und Troeger (2004), "The Estimation of Time-Invariant Variables in Panel Analyses With Unit Fixed Effects".

der Sensitivitätsanalyse werden die Hauptergebnisse aber mittels eines Fixed-Effects-Modells überprüft – mit annähernd identischen Resultaten.

## 5. Der Empire-Effekt: statistische Ergebnisse

Das Ergebnis der Hauptregression (1) bestätigt die Hypothese eines Empire-Effekts nachdrücklich. Die Renditen einer Anleihe waren – *ceteris paribus* – um rund hundert Basispunkte niedriger, wenn der Emittent aus dem britischen Empire kam. Dieses Resultat stützt sich auf eine Anzahl von Kreditnehmern (57) und Beobachtungen (1294), die rund dreimal höher ist als in früheren Studien. Regression (2) wiederholt die gleiche Spezifikation, benutzt aber statt der Umlaufrendite die Laufzeitrenditen, die das *Investor's Monthly Manual* aus Informationen berechnete, die heute nicht mehr verfügbar sind. Es zeigen sich allerdings keine bedeutsamen Unterschiede in bezug auf die Empire-Variable, die wiederum hoch signifikant ist und die Risikoprämien um rund einen Prozentpunkt gesenkt hat. Regression (3) beschränkt die Untersuchung auf Renditen, die weniger als zehn Prozentpunkte über dem Consol lagen, um festzustellen, ob der Empire-Effekt schwindet, wenn besonders hohe Länderrisiken ausgeschlossen werden. Doch die Mitgliedschaft im britischen Empire bleibt rund hundert Basispunkte wert. Die einzige nennenswerte Veränderung ist, daß die hohe Erklärungskraft des Modells (R-Quadrat) von 0.66 auf 0.76 steigt.

Regression (4) ist von besonderem Interesse für die Fragestellung der gesamten Studie: Das Sample ist hier beschränkt auf weniger entwickelte, kapitalarme Länder außerhalb Westeuropas und Nordamerikas. Es zeigt sich, daß die Zugehörigkeit zum britischen Empire besonders wertvoll für die armen Kolonien in Afrika und Asien war: Der Empire-Effekt liegt für diese Länder bei über 180 Basispunkten.

Die Schätzungen stärken im übrigen die Auffassung, daß auch die Situation der öffentlichen Finanzen ein wichtiger Faktor für die Risikoeinschätzung der Investoren in der ersten Globalisierungsphase war. Der Verschuldungsquotient ist in allen Regressionen statistisch und ökonomisch signifikant. Andere Autoren haben aber – wie oben erläutert – argumentiert, daß nicht die Höhe der Verschuldung (in Relation zu den Staatseinnahmen), sondern die Höhe des Schuldendienstes der geeignete Indikator sei. Es liegt auf der Hand, daß britische Kolonien aufgrund der niedrigeren Verzinsung weniger Zinszahlungen leisten mußten als unabhängige Länder. Es wäre daher zu erwarten, daß der Empire-Effekt sinkt oder gar verschwindet, sobald nur die Schuldendienstbelastung in die Regression eingeschlossen wird. Regression (5) demonstriert aber, daß der Empire-Effekt nicht von der Wahl des Verschuldungsindikators abhängt. Allein die Höhe des Effekts fällt – wenig überraschend – auf gut 80 Basispunkte.

Im Hinblick auf die Goldstandard-Hypothese läßt die Auswertung der Daten hingegen einige Fragen offen.[415] Wie erwartet, wurden sowohl zahlungsunfähige Länder als auch solche, die innerhalb der vorangegangenen zehn Jahre zahlungsunfähig waren, von der City bestraft. Das Budgetdefizit hingegen scheint keinen markanten Einfluß auf die Risikoprämien gehabt zu haben. Eine mögliche Erklärung dafür ist, daß die Investoren den öffentlichen Haushalten – teilweise wohl auch mangels zeitnaher Daten – keine große Beachtung geschenkt haben und sich statt dessen auf die Verschuldung der öffentlichen Hand konzentriert haben. Denn über kurz oder lang mußten sich die Defizite in höheren Schuldenquoten wiederfinden.

Bei den Außenhandelsindikatoren zeigt sich, daß Länder, die einen Exportüberschuß erwirtschafteten, niedrigere Spreads hatten; allerdings war der tatsächliche Effekt auf die Anleiherenditen eher gering. Eine größere Herausforderung birgt die Interpretation des Koeffizienten der Pro-Kopf-Exporte. Diese Variable war – wie erwartet – negativ und signifikant in der Hauptschätzung (1) und auch im Subsample der Entwicklungsländer (Regression 4), aber nicht in den beiden anderen Regressionen. Welche Gründe könnte dies haben? Einerseits könnte man argumentieren, daß der Markt unter Umständen eine große Exportabhängigkeit auch als potentielle Schwäche interpretierte. Wahrscheinlicher aber ist, daß es zu einer Interaktion mit der Empire-Variablen kommt, da die britischen Kolonien als Gruppe wesentlich handelsoffener waren als die übrigen Länder. In Regression (6) in Tab. 7.4 ist diese Variable deshalb ausgelassen und die Verschuldung in eine direkte Beziehung zu den Exporten gesetzt. Das Ergebnis ist beruhigend: Die Zugehörigkeit zum Empire bleibt hundert Basispunkte wert.[416] Die Schätzungen bestätigen auch, daß politische Entwicklungen für den Bondmarkt wichtig waren. Interne Krisen wie Bürgerkriege haben die Risikoprämien deutlich erhöht. Es gibt hingegen wenig Anzeichen, daß internationale Konflikte – von denen es im übrigen wenige gab – eine große Rolle gespielt hätten.

---

[415] Während die Variable zwar das richtige Vorzeichen hat und auch die erwartete ökonomische Größenordnung erreicht – eine Reduktion der Spreads zwischen 15 und 40 Basispunkten – , ist die statistische Signifikanz nur in Regression (3) gegeben. Zudem erscheint der Goldstandard-Dummy relativ anfällig für Veränderungen in der Spezifikation des Modells. Die Ursachen hierfür werden im folgenden Kapitel genauer untersucht.

[416] Beide Verschuldungsindikatoren tragen in dieser Regression das richtige Vorzeichen, sind aber aufgrund von Kollinearität insignifikant. Die Ursache dafür ist, daß öffentliche Einnahmen im 19. Jahrhundert stark vom Außenhandel abhingen und daher mit den Exporten korrelierten. Wenn eine der beiden Variablen ausgelassen wird, wird die andere hochsignifikant, ohne daß dies einen Einfluß auf den Empire-Dummy hätte.

Tab. 7.3: Schätzung des Empire-Effekts

| Regression | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|---|---|---|---|---|---|
| Abhängige Variable: Spread über Consols | | | (<1000 Bp.) | Entwicklungs-länder | |
| | Umlaufrendite | Laufzeitrendite | Umlaufrendite | Umlaufrendite | Umlaufrendite |
| Beobachtungen | 1294 | 1139 | 1257 | 879 | 1147 |
| Gruppen/Länder | 57 | 55 | 57 | 40 | 54 |
| R-Quadrat | 0.66 | 0.69 | 0.76 | 0.69 | 0.55 |
| Schätzung: Pooled-OLS (PCSE) | | | | | |
| Empire-Dummy | -110.01 | -107.69 | -121.25 | -183.02 | -81.61 |
| | (4.31)*** | (6.39)*** | (6.99)*** | (9.34)*** | (3.19)*** |
| Staatsschuld/Einnahmen | 6.75 | 2.42 | 3.02 | 6.36 | |
| | (2.13)** | (1.66)* | (1.70)* | (1.84)* | |
| Schuldendienst/Einnahmen | | | | | 311.24 |
| | | | | | (3.28)*** |
| Budgetdefizit | -8.98 | -1.47 | -3.84 | -11.90 | -9.79 |
| | (0.62) | (0.43) | (0.86) | (0.72) | (2.10)** |
| Handelsbilanz | -1.94 | -2.47 | 2.28 | -1.07 | -1.76 |
| | (0.72) | (3.55)*** | (0.88) | (1.36) | (1.96)** |
| Exporte pro Kopf (log) | -28.43 | 12.74 | -1.64 | -25.33 | 2.02 |
| | (2.45)** | (1.71)* | (0.20) | (2.46)** | (0.24) |
| Default | 348.79 | 119.52 | 219.47 | 355.35 | 267.71 |
| | (6.84)*** | (4.76)*** | (8.26)*** | (7.08)*** | (4.74)** |
| Vorheriger Default | 173.72 | 51.19 | 84.11 | 175.98 | 117.79 |
| | (3.58)*** | (2.63)*** | (3.85)*** | (4.48)*** | (2.47)** |
| GS x kein Default | -16.33 | -15.21 | -23.08 | -17.06 | -39.65 |
| | (0.78) | (1.51) | (1.95)* | (0.90) | (2.05)** |
| GS x Default | 67.14 | 84.97 | 1.83 | 59.36 | 0.78 |
| | (0.87) | (1.47) | (0.04) | (0.77) | (0.01) |
| Internationaler Konflikt | -4.48 | 6.84 | 3.19 | -11.03 | 27.07 |
| | (0.20) | (0.53) | (0.29) | (0.38) | (1.13) |
| Bürgerkrieg | 64.23 | 12.52 | 28.01 | 64.59 | 1.93 |
| | (2.22)** | (0.82) | (2.18)** | (2.24) | (0.07) |
| Europa (Dummy) | 123.79 | 108.27 | 117.79 | | 141.47 |
| | (3.32)*** | (3.77)*** | (4.19)*** | | (3.85)*** |
| Lateinamerika (Dummy) | 195.06 | 241.95 | 232.62 | 71.46 | 230.65 |
| | (6.33)*** | (8.25)*** | (9.90)*** | (1.74)* | (6.67)*** |
| Afrika (Dummy) | 86.92 | 102.85 | 92.53 | 38.14 | 62.96 |
| | (3.26)*** | (4.98)*** | (4.60)*** | (1.03) | (2.43)*** |
| Asien (Dummy) | 22.54 | 104.87 | 41.49 | -19.94 | 61.41 |
| | (0.57) | (4.62)*** | (1.46) | (0.50) | (2.58)*** |

* signifikant auf dem 10%-Niveau, **auf dem 5%-Niveau, *** auf dem 1%-Niveau.
Anmerkungen: Koeffizienten der Zeitdummies und länderspezifische Rhos (Autokorrelation) nicht aufgeführt. Zahlen in Klammern sind z-Testwerte.
Quellen: Siehe Datenanhang.

Regionale oder andere geographische Kontrollvariablen werden in Querschnittsstudien von Risikoprämien häufig verwendet, um die zahlreichen Einflüsse aufzufangen, die sich aus der Geographie ergeben: Informationsprobleme und Transportkosten, aber auch indirekte Effekte wie die Anfälligkeit von Ländern der gleichen Region für ökonomische Schocks sowie politische Instabilität und kulturelle Gemeinsamkeiten.[417] Der Empire-Effekt hängt aber nicht von geographischen Faktoren ab: Wenn keine entsprechenden Konstanten verwendet werden, wächst er sogar auf über 150 Basispunkte. Ein ganz ähnliches Resultat zeigt sich, wenn die Regionen-Dummies durch eine geographische Konstante ersetzt werden, nämlich die Schiffsentfernung von London. Die Zugehörigkeit zum britischen Empire war besonders wertvoll für den Kapitalmarktzugang der unterentwickelten und geographisch weit entfernten Regionen.

## 6. Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse wurden die Ergebnisse der Hauptregression mit zeitlich versetzten erklärenden Variablen („lags“) überprüft, die Verschuldung und die Staatseinnahmen pro Kopf als Variablen benutzt, die Wachstumsrate der Exporte und der Bevölkerung berücksichtigt, und die Terms of Trade sowie die Abhängigkeit von Primärgüterexporten in die Analyse einbezogen (Tab.7.4). Auch die Verwendung von Jahresendkursen der Anleihen zur Berechnung der Renditen – anstelle der Durchschnittswerte – , Querschnittsschätzungen für einzelne Zeiträume und ein dynamisches Panel-Modell konnten dem Hauptergebnis – der Existenz eines statistisch und ökonomisch hoch signifikanten Empire-Effekts von über hundert Basispunkten – nichts anhaben. Im Gegenteil, in vielen Spezifikationen wuchs der ökonomische Effekt auf über 150 Basispunkte, insbesondere dann, wenn die unterentwickelten Kolonien mit anderen unterentwickelten Volkswirtschaften verglichen wurden. In Regression (7) schließlich wird ein logarithmisch-lineares Modell präsentiert. Dies könnte zu abweichenden Ergebnissen führen, wenn die zeitgenössischen Investoren Ausfallrisiken nicht als einfache lineare Funktion betrachtet haben. Aber auch dieses Modell bestätigt die Hypothese, daß der koloniale Status eine zentrale Rolle für die Risikoeinschätzung gespielt hat.

---

[417] Empirische Studien, die so verfahren, sind Clemens und Williamson (2004), "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom"; Eichengreen und Mody (1998b), "What Explains Changing Spreads on Emerging Market Debt: Fundamentals or Market Sentiment?"; Kamin und Kleist (1999), "The Evolution and Determinants of Emerging Market Credit Spreads in the 1990's".

In Tab. 7.4. findet sich eine Reihe weiterer Sensitivitätsprüfungen. Die wichtigste Fragestellung hier lautet, warum andere Studien keine Hinweise auf eine präferentielle Behandlung der Kolonien gefunden haben, während die hier präsentierten Schätzungen daran keinen Zweifel lassen.[418]

Erstens wird getestet, ob der PCSE-Schätzer die abweichenden Ergebnisse verursacht (Regression 8). Wie erwartet, scheinen die Teststatistiken der alternativen FGLS-Methode ungewöhnlich hoch, aber es zeigt sich eindeutig, daß der Empire-Effekt nicht von der Wahl des Schätzers abhängt. Zweitens muß die Möglichkeit ernst genommen werden, daß das „gepoolte" Modell (anstelle des Fixed-Effects-Modells) trotz der oben diskutierten Tests die Unterschiede verursacht hat. In Regression (9) wird der Empire-Dummy aus- und dafür individuelle Länder-Dummies eingeschlossen. Jetzt kann die lineare Kombination der Fixed-Effects von Kolonien und unabhängigen Ländern verglichen werden. Auch diese Berechnung ändert nichts am Empire-Effekt: Die Differenz zwischen den Länderkonstanten der Empire-Gruppe und der Gruppe der unabhängigen Länder ist groß (150 Basispunkte) und statistisch hoch signifikant. Alle anderen Koeffizienten liegen nah an den Ergebnissen der Hauptregression (1).[419] Anstatt die Hypothese des Empire-Effekts zu schwächen, bestätigt ein Fixed-Effects-Modell im Gegenteil die Präsenz eines Finanzierungsvorteils der Kolonien von mehr als einem Prozentpunkt.

Können wir aber sicher sein, daß die niedrigen Länderkonstanten der Kolonien auf die Zugehörigkeit zum britischen Empire zurückzuführen sind? Könnte es einen dritten Faktor geben, der mit „Empire" korreliert, aber unabhängig davon war? Sicher ist, daß es nicht die geographische Lage war. Denn britische Kolonien waren über den ganzen Globus verteilt. Es war auch nicht der Einfluß von europäischer Besiedlung oder liberalen parlamentarischen Institutionen, da die Länderkonstanten sowohl im „dependent Empire" als auch bei den autonomen Dominions deutlich niedriger waren.

---

[418] Insbesondere im Vergleich zu der Studie von Obstfeld und Taylor (2003b), "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 vs. 1925-1931". Alan Taylor hat durch hilfreiche Anregungen die folgende Analyse unterstützt.

[419] Daß die Fixed-Effects-Schätzung und das gepoolte Modell fast identische Resultate ergeben, ist angesichts der oben durchgeführten Tests nicht überraschend.

Tab. 7.4: Sensitivitätsanalyse

| Regression | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) |
|---|---|---|---|---|---|
| Abhängige Variable: Spread | | log (spread) | | | |
| Beobachtungen | 1276 | 1292 | 1294 | 1294 | 1294 |
| Gruppen/Länder | 56 | 57 | 57 | 57 | 57 |
| R-Quadrat | 0.67 | 0.98 | | 0.74 | 0.85 |
| Schätzung | PCSE, Zeitdummies | PCSE, Zeitdummies | FGLS, Zeitdummies | PCSE, Fixed-Effects, Zeitdum. | PCSE, Fixed-Effects, Betas |
| Empire-Dummy | -100.19 | -0.756 | -137.29 | | |
| | (4.95)*** | (7.33)*** | (11.18)*** | | |
| Staatsschuld/Einnahmen | 5.88 | 0.019 | 3.61 | 11.74 | 10.02 |
| | (1.70)* | (3.36)*** | (2.02)** | (3.53)*** | (3.42)*** |
| Staatsschuld/Exporte | 1.36 | | | | |
| | (0.51) | | | | |
| Budgetdefizit | -8.21 | -0.007 | 1.05 | -10.85 | -11.13 |
| | (0.55) | (0.43) | (0.26) | (0.72) | (1.34) |
| Handelsbilanz | -2.29 | 0.014 | -2.42 | -1.75 | -1.37 |
| | (2.48)** | (0.23) | (5.32)*** | (1.53) | (-1.50) |
| Exporte pro Kopf (log) | | -0.049 | 5.79 | -31.76 | -26.88 |
| | | (1.75)* | (1.28) | (1.59) | (2.69)** |
| Default | 367.02 | 0.46 | 284.05 | 320.67 | 271.20 |
| | (7.13)*** | (6.26)*** | (9.80)*** | (6.27)*** | (5.61)*** |
| Vorheriger Default | 188.25 | 0.263 | 138.12 | 141.71 | 85.86 |
| | (4.45)*** | (4.40)** | (6.00)*** | (3.65)*** | (2.58)*** |
| GS x kein Default | -26.05 | -0.085 | -15.00 | 20.89 | -13.87 |
| | (1.23) | (2.25)** | (2.14)** | (0.97) | (0.89) |
| GS x Default | 59.98 | 0.140 | 52.59 | 92.26 | 6.06 |
| | (0.77) | (1.36) | (1.02) | (1.23) | (0.10) |
| Internationaler Konflikt | -3.65 | 0.010 | 7.97 | -1.32 | -7.14 |
| | (0.16) | (0.36) | (1.08) | (0.06) | (0.31) |
| Lokaler Konflikt | 62.81 | 0.109 | 6.31 | 62.42 | 113.75 |
| | (2.15)** | (2.58)*** | (0.67) | (2.05)** | (4.24)*** |
| *Gruppen-Effekte* | | | | | |
| Empire | | | | -101.33 | 92.05 |
| | | | | (2.02)** | (5.07)*** |
| Unabhängige Länder | | | | 55.44 | 85.23 |
| | | | | (0.96) | (1.98)** |
| Differenz | | | | -156.78 | 6.82 |
| | | | | (5.05)*** | (0.16) |
| Beta (Empire) | | | | | 0.24 |
| | | | | | (2.63)*** |
| Beta (unabhängige) | | | | | 1.34 |
| | | | | | (3.48)*** |
| Differenz | | | | | -1.10 |
| * signifikant auf dem 10%-Niveau, **auf dem 5%-Niveau, *** auf dem 1%-Niveau. | | | | | (2.87)*** |

Anm.: Zeitdummies und länderspezifische Rhos nicht aufgeführt. Zahlen in Klammern sind z-Testwerte. Gruppeneffekte beschreiben das Mittel der linearen Kombination der Variablen. Quellen: Siehe Datenanhang.

Die unterschiedlichen Kontrollvariablen für Zeiteffekte sind somit der letzte „Kandidat", der die Differenzen erklären könnte. Zeiteffekte, das heißt Varianz in den Spreads, die nicht auf fundamentale Faktoren, sondern auf Entwicklungen am Kapitalmarkt selbst zurückzuführen sind, können einerseits durch einfache Dummy-Variablen (für jedes Jahr) erfaßt werden. Dies ist die Methode, die bisher angewendet wurde. Aber sowohl Bordo und Rockoff als auch Obstfeld und Taylor haben in ihren Studien einen anderen Weg vorgeschlagen. Inspiriert vom Capital Asset Pricing Model der Finanzierungslehre haben sie ein Maß für das systematische Risiko – eine gewichtete Rendite auf ein diversifiziertes Welt-Portfolio – kalkuliert und die Korrelation einzelner Titel mit diesem Welt-Portfolio als Kontrollvariable (mit länderspezifischen Koeffizienten, den „Betas") integriert. Beide Ansätze haben Vor- und Nachteile. Die CAPM-Methode basiert zwar – im Gegensatz zu den eher pragmatischen Dummy-Variablen – auf einem theoretischen Modell. Aber die empirischen Anhaltspunkte für die Gültigkeit des Modells sind schwach.[420] Zudem müssen – im Rahmen des deskriptiven CAPM – die Ursachen unterschiedlicher Preisrisiken notwendigerweise im Dunkeln bleiben.

Ist also die Wahl eines CAPM-inspirierten Modells für die Unterschiede verantwortlich? Um dies zu überprüfen, mußte zunächst die Rendite auf ein diversifiziertes Welt-Portfolio konstruiert werden[421], die dann in die Schätzung integriert wird. Geschätzt wird ein Fixed-Effects-Modell, so daß die Spezifikation – vom größeren Sample abgesehen – fast identisch mit der von Obstfeld und Taylor ist. Wiederum interessieren die Unterschiede zwischen den Konstanten der beiden Gruppen der kolonialen und unabhängigen Kreditnehmer: Es zeigt sich in Regression (10), daß die Differenz der Anleiheprämien zwischen Kolonien und unabhängigen Ländern dramatisch fällt und auf einmal statistisch insignifikant ist.

Warum verschwindet der Empire-Effekt, sobald man zu einem CAPM-inspirierten Modell übergeht? Das hier untersuchte umfassende Sample ermöglicht es, die Ursachen zu identifizieren: Der Grund liegt darin, daß die Kovarianz der Renditen kolonialer Anleihen mit dem Weltportfolio weitaus geringer war. Kolonien hatten – in der Sprache des CAPM – deutlich niedrigere Betas: Mit 0.24 ist der Koeffizient für die Länder des Empire deutlich näher Null – dem risikofreien Zins – und viel geringer

---

[420] Das zeigt etwa der bekannte Aufsatz von Fama und French (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns". Andere Forscher haben zudem mit dem Hinweis auf den Anachronismus – das CAPM stammt aus den sechziger Jahren des 20. Jahrhunderts – die Anwendung dieses Modells verworfen: Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913*, 33. Auf einer "Als-Ob"-Basis bleibt der Ansatz aber wertvoll.

[421] Der Anteil einzelner Länder am Weltportfolio ist mit deren öffentlicher Verschuldung gewichtet. Sowohl eine ungewichtete Weltrendite als auch ein BIP-gewichteter Spread beeinflussen die Ergebnisse nicht wesentlich.

als das durchschnittliche Beta der unabhängigen Länder (1.34). Die Differenz zwischen beiden Gruppen ist mit 1.10 groß und statistisch hochsignifikant. Koloniale Anleihen waren also „sichere" Titel in der Logik des CAPM, während die Bonds der anderen Länder ein erhebliches systematisches Risiko trugen. Anders gesagt, die viel geringere Sensitivität der Anleihen aus dem Empire für das Marktrisiko bestätigt die These eines Empire-Effekts – nur aus einer anderen Perspektive: Koloniale Anleihen waren weitgehend risikofreie Anlagen, letztlich eine leicht höher verzinste Alternative zum britischen Consol.[422] Da in einer CAPM-inspirierten Spezifikation die fundamentalen Unterschiede im Risikoprofil zwischen Kolonien und souveränen Staaten in den unterschiedlichen Betas aufgefangen werden, zeigen die Länderkonstanten keinen großen Empire-Effekt mehr: Hierin liegt die Ursache, warum vorherige Studien den Empire-Effekt als Illusion der Zeitgenossen interpretierten.

## 7. Anleiherenditen innerhalb des britischen Empire

Der folgende Teil der empirischen Analyse der Renditen ist einer alten Frage in den Forschungen über das britische Empire gewidmet: Wer profitierte am meisten von der Vorzugsbehandlung im Londoner Markt – das sogenannte „dependent" Empire, die semi-autonomen Dominions oder Indien?[423] Welche Regionen im Empire betrachteten Investoren, *ceteris paribus*, als sichersten Platz für ihr Kapital? Lance Davis und Robert Huttenback haben auf diese Frage bereits vor knapp zwanzig Jahren die folgende Antwort gegeben:

„The colonies with responsible government borrowed on terms that, although perhaps not quite as favorable as those received by India and the dependent colonies, were still far below the rates charged even to the most advanced nations."[424]

In ihrer Analyse der Anleiheemissionen vor dem Ersten Weltkrieg kommen sie zu dem Resultat, daß „within the British Empire, India paid consistently less for capital than either the

[422] Obstfeld und Taylor (2003b), "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 vs. 1925-1931", 255, nennen dies selbst den "strong Empire test".

[423] Indien zählte zwar offiziell zum"dependent Empire", aber der indische Subkontinent genoß aufgrund einer Reihe von politischen Faktoren einen Sonderstatus.

[424] Davis und Huttenback (1986), *Mammon and the Pursuit of Empire. The Political Economy of British Imperialism*, 170.

dependent colonies or those with responsible government."[425] Im folgenden soll dieses Ergebnis, das allein auf der Auswertung von Zinsdaten (also ohne weitere Kontrollvariablen) basierte, anhand einer multivariablen Regressionsanalyse überprüft werden. Hat Indien auch dann den größten Zinsvorteil gehabt, wenn man andere plausible Risikofaktoren einbezieht?

Tab. 7.5: Risikoprämien im britischen Empire

| Regression | (11) | (12) | (13) |
|---|---|---|---|
| Abhängige Variable: Spread über Consol | | | |
| Beobachtungen | 517 | 517 | 517 |
| Gruppen/Länder | 24 | 24 | 24 |
| R-Quadrat | 0.68 | 0.69 | 0.72 |
| Schätzung (PCSE) | Pooled | Pooled | Fixed-Effects |
| Staatsschuld/Einnahmen | 1.88 | 1.69 | 2.00 |
| | (2.47)** | (2.16)** | (2.43)** |
| Budgetdefizit | 0.91 | 0.96 | 3.81 |
| | (1.02) | (1.02) | (1.40) |
| Handelsbilanz | -1.24 | -1.22 | -3.23 |
| | (1.25) | (1.23) | (11.39)*** |
| Schiffsentfernung (log) | | 7.49 | |
| | | (0.75) | |
| Indien-Dummy | -35.60 | -36.60 | |
| | (3.35)*** | (3.32)*** | |
| Dominions | -9.33 | -11.77 | |
| | (1.30) | (1.56) | |
| Gruppeneffekte | | | |
| Dominions | | | 67.62 |
| | | | (8.52)*** |
| Indien | | | 40.58 |
| | | | (3.29)*** |
| Differenz | | | -27.03 |
| | | | (2.50)** |

* signifikant auf dem 10%-Niveau, **auf dem 5%-Niveau, *** auf dem 1%-Niveau.
Anmerkungen: Koeffizienten der Zeitdummies und länderspezifische Rhos (Autokorrelation) nicht aufgeführt. Zahlen in Klammern sind z-Testwerte. Gruppeneffekte beschreiben das Mittel der linearen Kombination der Variablen.
Quellen: Siehe Datenanhang.

Die Regressionen (11) bis (13) bestätigen die These von Davis und Huttenback (Tab. 7.5). Indische Anleihen waren in der Tat deutlich niedriger verzinst als die anderer Kreditnehmer aus dem

[425] Ibid., 174.

Empire. In verschiedenen Schätzungen bestätigt sich ein Finanzierungsvorteil von rund dreißig Basispunkten. Sowohl die Dominions als auch die Kolonien in Afrika und Asien hatten Zugang zum Londoner Markt zu Konditionen, die unabhängigen Ländern verwehrt waren. Aber innerhalb des Empire war der Hauptnutznießer eindeutig Indien.

## 8. Der Empire-Effekt und Kapitalflüsse in die Kolonien

In den Augen der Londoner City waren Kolonien also sichere Investitionsplätze. Sie hatten daher Zugang zum Kapitalmarkt zu günstigeren Konditionen als andere Kreditnehmer. In einer Zeit, da die durchschnittlichen Risikoprämien zwischen zweihundert und dreihundert Basispunkten lagen, bedeutete ein Empire-Effekt von gut hundert Basispunkten, daß die Finanzierungskosten für die unterentwickelten Kolonien um annähernd die Hälfte gefallen sind. Welche Konsequenzen hatte dies für das Volumen an Kapitalflüssen in die Kolonien?

Jede Antwort auf diese Frage beruht auf einer kontrafaktischen Argumentation und strikten *ceteris paribus* Annahmen, was sie sehr spekulativ macht. Allerdings haben solche Fragen eine wichtige Rolle in der Debatte über Kosten und Nutzen des britischen Empire gespielt.[426] Edelstein etwa ging davon aus, daß das „dependent Empire“ zum doppelten Zinssatz nur so viel Kapital pro Kopf wie vergleichbare unabhängige Länder angezogen hätte. Er schätzt daher, daß die „non-white-settler colonies would have had British investments one fifth their actual 140 and 480 million levels in 1870 and 1913.”[427] Die autonomen weißen Siedlerkolonien hätten nach Edelstein rund dreißig Prozent weniger Kapital erhalten.

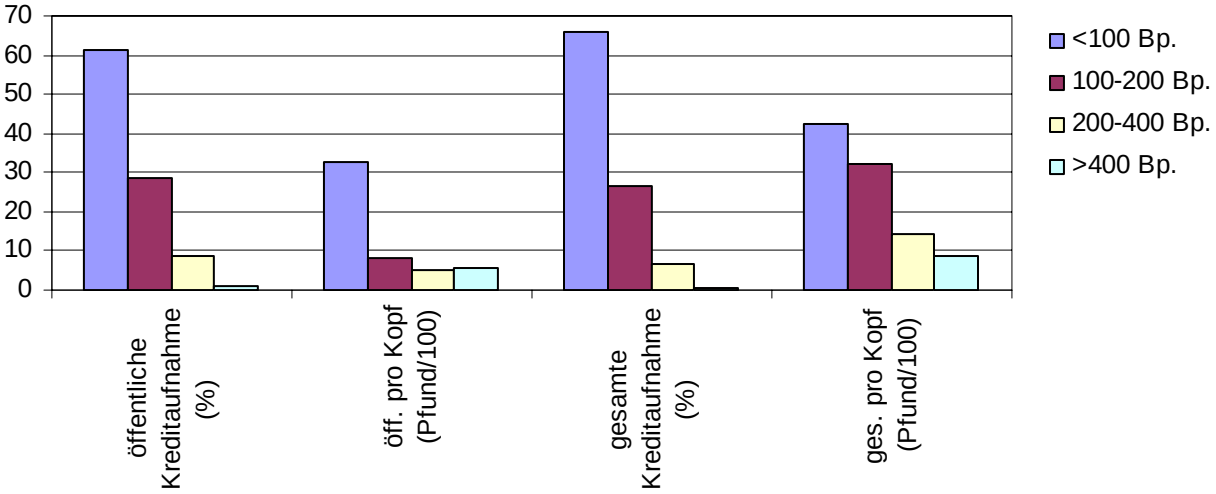
Abb. 7.3 gibt einen ersten visuellen Eindruck der Risikostruktur der Kapitalflüsse im Londoner Kapitalmarkt und illustriert die ausgeprägte Risikoaversion der britischen Finanzinvestoren. Mehr als sechzig Prozent der öffentlichen Kapitalaufnahme in den Boomjahren zwischen 1900 und 1913 waren im risikoarmen Segment des Marktes konzentriert (Spreads von weniger als hundert Basispunkten) und weitere dreißig Prozent des Kapitals gingen an Kreditnehmer mit Länderrisiken von weniger als 200 Basispunkten über dem Consol. Diese Tendenz ist sogar noch deutlicher, wenn man die Kapitalflüsse pro Kopf betrachtet. Es ist daher plausibel, anzunehmen, daß Kapitalflüsse in die Kolonien drastisch gefallen wären, wenn diese nicht mehr vom Empire-Effekt profitiert hätten. Höhere Ausfallrisiken hätten die erwartete Rendite der Investoren reduziert, was die Investitionen

[426] Siehe Ibid., 174; Edelstein (1994b), "Imperialism: Cost and Benefit", 207ff.

[427] Edelstein (1994b), "Imperialism: Cost and Benefit", 209.

weniger attraktiv gemacht und das Angebot an Kapital verringert hätte. Ein vergleichbares Argument kann man auch aus der Perspektive des gerade diskutierten CAPM entwickeln: Wenn die Renditen der kolonialen Anleihen als Folge der Unabhängigkeit unsicherer geworden und das systematische Risiko gestiegen wäre, hätten diese Titel an Attraktivität für den Investor eingebüßt.

Abb. 7.3: Risikostruktur der britischen Finanzanlagen




Quelle: Siehe Datenanhang.

Um diese Überlegungen statistisch zu illustrieren, muß die Beziehung zwischen den Risikoprämien und dem Volumen der Kapitalflüsse geschätzt werden. Zu erwarten ist, daß die Kapitalflüsse mit höheren Länderrisiken sinken, weil die Investoren nur geringe Positionen in hochriskanten Titeln hielten.[428] Obwohl das Länderrisiko ein zentraler Faktor für den Umfang der Kapitalflüsse ist, spielen auch andere Fundamentaldaten eine wichtige Rolle.[429] Trotz dieser Schwierigkeiten soll versucht werden, die Determinanten der Kapitalflüsse in einem einfachen Querschnittsmodell zu schätzen, in dem länderspezifische Pull-Faktoren sowie globale Push-Faktoren berücksichtigt werden. Zunächst werden Durchschnittswerte für Fünfjahresperioden gebildet, um den Einfluß von zyklischen Faktoren und „Ausreißerjahren“ zu reduzieren. Zweitens wird neben den Risikoprämien eine Reihe weiterer exogener Variablen integriert, die in der Literatur als wichtige Faktoren angesehen werden: Bevölkerungs- und Exportwachstum, um Demographie und

[428] Siehe auch Kap. 3.

[429] Siehe etwa Clemens und Williamson (2004), "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom"; Taylor und Williamson (1994), "Capital Flows to the New World as an Intergenerational Transfer"; Taylor und Sarno (1997), "Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants".

Wachstumstrends abzubilden, die Bevölkerung als Indikator für die Größe des Marktes und die Dichte des Eisenbahnnetzes als Indikator für die Chancen reproduktiver Investition. Schließlich werden auch die Zinsen in Großbritannien als Push-Faktor einbezogen.

Regression (14) zeigt die Ergebnisse für das gesamte Sample, während in (15) die Untersuchung auf unabhängige Länder und in (16) auf unabhängige Länder außerhalb Westeuropas und Nordamerikas – also Entwicklungsländer – beschränkt ist (Tab. 7.6). Das wichtigste Ergebnis, das sich in allen Regressionen zeigt, ist, daß höhere Länderrisiken in der Tat statistisch signifikant mit niedrigeren Kapitalflüssen assoziiert waren. Die Elastizität der Kapitalflüsse in Relation zur Höhe der Risikoprämien ist ebenfalls substantiell, nämlich etwa 0.3 zum Durchschnittswert der Variablen. Für das Sample der weniger entwickelten Länder ist der Einfluß noch größer. Ein Entwicklungsland erhielt in etwa doppelt so viel Kapital pro Kopf, wenn das Länderrisiko nur die Hälfte des Durchschnitts aller Länder betrug. Zumindest für die armen Kolonien in Asien und Afrika war die Halbierung der Risikoprämien die Konsequenz des Empire-Effekts.

Angesichts des explorativen Charakters dieser Schätzungen müssen die Ergebnisse vorsichtig interpretiert werden. Aber die Signifikanz der Marktgröße und das positive Vorzeichen beim Bevölkerungswachstums werden von anderen Studien bestätigt.[430] Daß die Dichte des Eisenbahnnetzes mit dem Investitionsvolumen negativ korreliert ist, unterstützt ebenfalls frühere Ergebnisse, daß Länder mit reproduktiven Investitionschancen für die Anleger interessanter waren.[431] Schließlich hat auch die detaillierte Studie von Clemens und Williamson den Einfluß des Länderrisikos auf den Kapitalfluß belegt.[432] Zwar sprechen die Autoren dem kolonialen Status nur eine zweitrangige Wirkung auf den Kapitalfluß zu; sie berücksichtigen aber dabei nicht, daß der Empire-Effekt die Länderrisiken *ex ante* erheblich gesenkt hat. Es steht zu vermuten, daß der Empire-Dummy

---

[430] Clemens und Williamson (2004), "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom" Taylor und Williamson (1994), "Capital Flows to the New World as an Intergenerational Transfer".

[431] Fishlow (1985), "Lessons From the Past: Capital Markets during the 19th Century and the Interwar period"; Kelly (1998), "Ability and Willingness to Pay in the Age of the Pax Britannica 1890-1914".

[432] Siehe die Regression (6) bis (8) in Clemens und Williamson (2004), "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom", 319. Die Autoren identifizieren Demographie, die Ausstattung mit Bodenschätzen und das Bildungsniveau als wichtigste Determinanten des Kapitalflusses. Die Schlußfolgerung, daß der koloniale Status demgegenüber keine wichtige Rolle gespielt haben soll, ist aber weniger zwingend. Denn der britische Imperialismus begünstigte die Migration und führte zu Verbesserungen im Bildungs- und Gesundheitssystem. Zudem berücksichtigen die Autoren – wie erläutert – nicht den Einfluß des kolonialen Status auf eine wichtige unabhängige Variable in ihren Schätzungen, nämlich auf den Spread.

auch in ihren Schätzungen einen wesentlich stärkeren Effekt auf die Kapitalflüsse zeigen würde, wenn nicht bereits ein großer Teil der Sonderstellung der Kolonien in den niedrigeren Spreads aufgefangen wäre.

Es ist wohl legitim, die Schlußfolgerung zu ziehen, daß höhere Länderrisiken die britischen Kapitalflüsse in die Kolonien verringert hätten. Denn britische Investoren haben keine Wetten auf die Entwicklung instabiler Länder abgeschlossen, sondern den größten Teil ihres Kapitals in sicheren Papieren angelegt. Angesichts dieser Präferenz ist die Attraktivität von Investitionen im Empire offenkundig: Koloniale Anleihen waren vergleichsweise sicher, aber boten Renditen, die dennoch um einiges höher waren als die des Consol.

Tab. 7.6: Länderrisiko und Kapitalexport

| Regression | (14) | (15) | (16) |
|---|---|---|---|
| Abhängige Variable: Kapitalzufluß pro Kopf, 1880-1913 | alle Länder | unabhängige Länder | Entwicklungsländer |
| Beobachtungen | 189 | 150 | 98 |
| R-Quadrat | 0.23 | 0.16 | 0.18 |
| Schätzung: GLS | | | |
| Spread | -0.0005 | -0.0002 | -0.0004 |
| | (4.17)*** | (2.20)** | (2.93)*** |
| Bevölkerung (log) | -0.20 | -0.12 | -0.18 |
| | (5.32)*** | (3.92)*** | (3.59)*** |
| Bevölkerungswachstum | 0.04 | 0.05 | 0.03 |
| | (1.02) | (1.21) | (0.93) |
| Exportwachstum | 0.006 | -0.002 | -0.002 |
| | (0.73) | (0.34) | (0.36) |
| Eisenbahnkilometer/Fläche | -0.07 | -0.04 | -0.06 |
| | (3.44)*** | (2.28)** | (1.90)* |
| Consol-Zins | 0.32 | 0.13 | 0.04 |
| | (1.34) | (0.99) | (0.19) |
| Konstante | 1.09 | 0.74 | 1.70 |
| | (1.38) | (1.47) | (2.02)** |

* signifikant auf dem 10%-Niveau, **auf dem 5%-Niveau, *** auf dem 1%-Niveau.
Anm.: Beobachtungen wurden über einen Zeitraum von fünf Jahren gemittelt (1880-84, 1885-89...). Schätzung ist eine “gepoolter” Querschnitt mit Kleinster-Quadrate-Methode und Heteroskedastie-konsistenten Standardfehlern. Die Zahlen in Klammern sind t-Werte.
Quellen: Siehe Datenanhang.

# 9. Zusammenfassung

(1) Die empirische Analyse hat gezeigt, daß der Empire-Effekt, von dem die Zeitgenossen überzeugt waren, keine optische Illusion war. Auch wenn – auf der Grundlage von Daten, die den zeitgenössischen Investoren zur Verfügung standen – die Unterschiede in der Verschuldung, der Geld- und Fiskalpolitik, der Offenheit und des Entwicklungsstandes, der politischen Stabilität und der Geographie berücksichtigt werden, war ein Land, das dem britischen Empire angehörte, in der Lage, Kapital zu wesentlich günstigeren Konditionen aufzunehmen als vergleichbare unabhängige Länder.
(2) Während dies auf alle Kolonien zutrifft, waren die Auswirkungen besonders groß im Fall der am wenigsten entwickelten Teile des Empire in Afrika und Asien. Für diese Volkswirtschaften hat der Empire-Effekt die Zinskosten um mehr als 150 Basispunkte oder – im Verhältnis zu den durchschnittlichen Renditeaufschlägen, die Entwicklungsländer zwischen 1890 und 1913 zahlen mußten – um gut sechzig Prozent reduziert.
(3) Aus ökonomischer Perspektive können kaum Zweifel bestehen, daß das britische Empire eine entscheidende Kraft hinter der erfolgreichen Integration der Entwicklungsländer in den globalen Kapitalmarkt vor dem Ersten Weltkrieg war. Kolonialer Status hat das Marktvertrauen in die finanzielle Solidität eines Schuldners und damit das Volumen der Kapitalflüsse deutlich erhöht.

# KAPITEL 8: DER GOLDSTANDARD ALS "SEAL OF APPROVAL"?

Unter Ökonomen hat die Idee, daß die Wirtschaftspolitik der Entwicklungsländer durch eine „harte" Währungsanbindung – etwa in Form eines currency boards – an Glaubwürdigkeit im internationalen Markt gewinnen kann, viel Beachtung gefunden.[433] Regierungen, die nur über eine geringe geldpolitische Glaubwürdigkeit verfügen, könnten durch die Aufgabe eigenständiger Geldpolitik ihre Hände binden und damit ihren Spielraum für wirtschaftspolitische Fehlentscheidungen beschränken. Der Markt würde dies honorieren und mehr Kapital zu einem geringeren Zins zur Verfügung stellen. Auch in die Wirtschaftsgeschichte der ersten Globalisierung haben solche Überlegungen Eingang gefunden. Einige Autoren sehen in der Übernahme des Goldstandards durch periphere Volkswirtschaften einen wichtigen Faktor für den massiven Kapitaltransfer von Reich nach Arm in der ersten Globalisierung.[434] Der Markt, so die These, habe die Zugehörigkeit eines Landes zum Goldstandard als Garantie für eine langfristig solide Finanzpolitik betrachtet und deshalb auf Anleihen von Goldstandard-Ländern niedrigere Risikoprämien verlangt:

„...during the period from 1870 to 1914 adherence to the gold standard was a signal of financial rectitude, a 'good housekeeping seal of approval', that facilitated access by peripheral countries to capital from the core countries of western Europe."[435]

## 1. Der Goldstandard und wirtschaftspolitische Glaubwürdigkeit

Wenn Kernbereiche der Wirtschaftspolitik dem Handlungsspielraum kurzsichtiger Politiker entzogen und dem Markt überantwortet sind, haben Investoren grundsätzlich keinen Anlaß, „zeitinkonsistente

[433] Currency Boards implizieren die Aufgabe eigenständiger Geldpolitik zugunsten eines quasi-automatischen, rechtlich fixierten Arrangements. Der inländische Geldumlauf wird an den Umfang der Währungsreserven in der Ankerwährung gebunden. Derartige Arrangement wurden in den 1990er Jahren – mit unterschiedlichem Erfolg – unter anderem in Argentinien und in den baltischen Ländern mit Unterstützung des IWF eingerichtet.

[434] Die wegweisende Studie in diesem Zusammenhang stammt von Bordo und Rockoff (1996), "The Gold Standard as a 'Good Housekeeping Seal of Approval'" Die Ergebnisse wurden jüngst bestätigt; siehe Obstfeld und Taylor (2003b), "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 vs. 1925-1931".

[435] Bordo und Rockoff (1996), "The Gold Standard as a 'Good Housekeeping Seal of Approval'", 389.

Politiken" (Inflationsschübe, Überschuldung) zu befürchten.[436] Aber war die Zugehörigkeit zum Goldstandard vor 1914 ein derart glaubwürdiges Versprechen, eine orthodoxe Wirtschaftspolitik zu betreiben, die mit der langfristigen Aufrechterhaltung der Währungsbindung kompatibel sein würde? Falls der Finanzmarkt davon überzeugt war, scheint die Geschichte der ersten Globalisierung die Lehre zu beinhalten, daß währungspolitische Selbstbindung Entwicklungsländern helfen kann, Glaubwürdigkeit im Markt zu gewinnen und mehr Kapital zu einem geringeren Zins aufzunehmen.[437] Maurice Obstfeld und Alan Taylor resümieren diese Interpretation der Rolle des Goldstandards in der ersten Globalisierung wie folgt:

"It is now widely believed that prior to 1914, gold standard orthodoxy conferred credibility and was a sine qua non for access to global capital markets on favourable terms."[438]

Andere Autoren haben jedoch die Auffassung, daß die Übernahme des Goldstandard die Entwicklungsfinanzierung im globalen Kapitalmarkt vor dem Ersten Weltkrieg maßgeblich beeinflußt habe, kritisch kommentiert.[439] Die empirischen Anhaltspunkte für einen Gold-Effekt wurden aus relativ begrenzten Ländersamples gewonnen, und auch die Auswahl geeigneter ökonomischer Kontrollvariablen hat sich als problematisch herausgestellt. Eine Neubetrachtung der Goldstandard-Hypothese auf der Grundlage umfassenden Datenmaterials scheint daher notwendig. Dank der Kooperation anderer Forscher kann in dieser Studie annähernd auf das gesamte Datenmaterial vorheriger Untersuchungen zurückgegriffen werden. Mit Zinsdaten und ökonomischen

---

[436] Zur Zeitinkonsistenz siehe Bordo und Kydland (1996), "The Gold Standard as a Commitment Mechanism" Das Argument beruht auf der Annahme, daß ohne eine klare Regelbindung Politiker einen Anreiz haben, durch Überraschungseffekte (wie Inflationsschübe) kurzfristige Erfolge zu erreichen. Der Markt wird dies antizipieren und *ex ante* höhere Zinsen verlangen. Durch eine glaubwürdige, bindende Regel könnten derartige Situationen vermieden werden, so daß die Zinskosten fallen würden.

[437] Ein weiteres Argument bezieht sich auf die Rolle des Goldstandards als internationale Währungsordnung, die Wechselkursinstabilität reduzierte und auf diese Weise zur Integration des Kapitalmarktes beitrug. Im Gegensatz zu solchen „Push-Faktoren" ist das hier diskutierte Argument auf der „Pull-Seite" zu verorten.

[438] Obstfeld und Taylor (2003b), "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 vs. 1925-1931", 241.

[439] Siehe die Beiträge von Ferguson (2003d), "Political Risk and the International Bond Market between the 1848 Revolution and the Outbreak of the First World War"; Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913*

Kontrollvariablen für annähernd sechzig Länder, die im Londoner Kapitalmarkt zwischen 1880 und 1914 Anleihen begaben, werden zuverlässige Aussagen über die Glaubwürdigkeitseffekte der Goldbindung erstmals auf der Grundlage eines umfassenden Samples möglich.

Die Untersuchung erfolgt in vier Schritten. Zunächst soll im folgenden Abschnitt die ursprüngliche Goldstandardhypothese sowie die Kritik, auf die sie gestoßen ist, näher betrachtet werden. Im Anschluß wird auf verschiedene empirische Strategien zur Bestimmung des Goldeffekts eingegangen. Der dritte Abschnitt enthält den empirischen Kern dieses Kapitels: Zunächst werden die Ergebnisse anderer Studien reproduziert, um dann neue Schätzungen für ein größeres Datensample und verschiedene Subsamples vorzulegen. Im fünften Abschnitt werden einige Schlußfolgerungen gezogen.

## 2. Die Goldstandard-Hypothese und ihre Kritiker

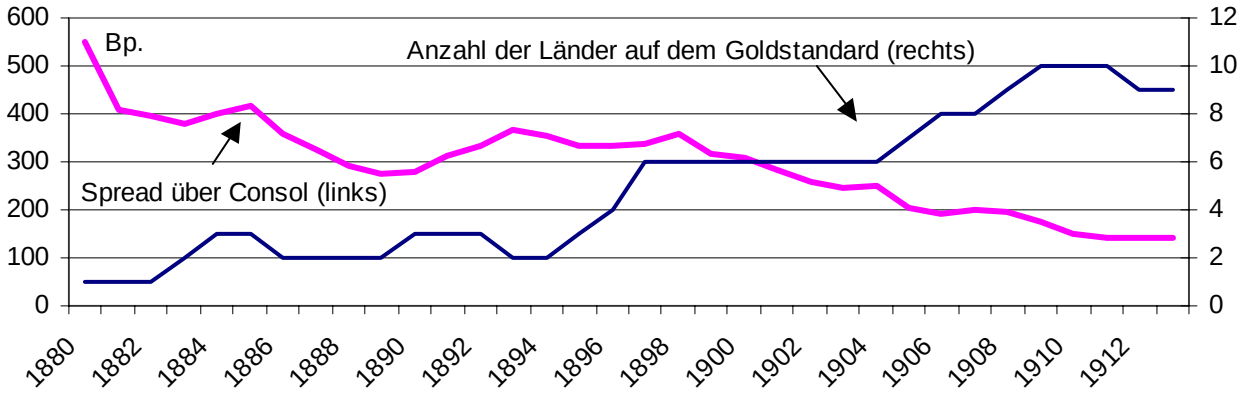
Angeregt durch die Pionierstudie von Michael Bordo und Hugh Rockoff aus dem Jahr 1996 hat eine wachsende Anzahl von Studien die Rolle des Goldstandards als Pull-Faktor in der ersten Globalisierung thematisiert.[440] Zwischen 1880 und 1914 sind viele periphere Länder dem Vorbild der fortgeschrittenen Industrienationen gefolgt und haben ihre Währungen in einem festen Verhältnis an Gold gebunden sowie die freie Ein- und Ausfuhr des Edelmetalls zugelassen.[441] Im gleichen Zeitraum sind die Anleihespreads der Peripherie in einem langfristigen Konvergenzprozeß bis zum Vorabend des ersten Weltkrieges auf ein historisch niedriges Niveau gefallen. Daß eine klare Korrelation

[440] Siehe dazu die Beiträge von Bordo und Kydland (1996), "The Gold Standard as a Commitment Mechanism"; Bordo und Rockoff (1996), "The Gold Standard as a 'Good Housekeeping Seal of Approval'"; Ferguson (2003d), "Political Risk and the International Bond Market between the 1848 Revolution and the Outbreak of the First World War"; Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913;* García-Iglesias (1999), "Interest Rate Risk and Monetary Union in the European Periphery: Lessons from the Gold Standard, 1880-1914"; Mitchener und Weidenmier (2004a), "Empire, Public Goods, and the Roosevelt Corollary"; Mosley (2003), "Golden Straitjacket or Golden Opportunity? Sovereign Borrowing in the 19th and early 20th Centuries"; Obstfeld und Taylor (2003b), "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 vs. 1925-1931"; Sussman und Yafeh (2001), "Institutions, Reforms, and Country Risk. Lessons From Japanese Government Debt in the Meiji Era".

[441] Siehe Eichengreen und Flandreau (1994), "The Geography of the Gold Standard"; Meissner (2002), "A New World Order: Explaining the Emergence of the Classical Gold Standard".

zwischen der Verbreitung des Goldstandards in der Peripherie und der Reduktion der Risikoprämien zu beobachten ist, wird in Abb. 8.1 deutlich, in der die durchschnittlichen Risikoaufschläge der zwölf wichtigsten (nicht-kolonialen) Kreditnehmer mit der Anzahl der Länder kontrastiert wird, die ihre Währung an Gold gebunden hatten. Der durchschnittliche Spread fiel von über vierhundert Basispunkten (über dem Consol) in den 1880er Jahren auf weniger als 150 nach 1910, während gleichzeitig die Anzahl der Goldstandardländer zunahm. In den Augen des Londoner Marktes war die Welt am Vorabend des Ersten Weltkrieges zu einem relativ sicheren Platz für Auslandsinvestitionen geworden. Ob aber der Korrelation zwischen der Internationalisierung des Goldstandards und der Abnahme der Investitionsrisiken in der Peripherie eine Kausalbeziehung zugrunde liegt, wie sie die These vom „good housekeeping seal of approval" impliziert, ist weiter offen.

Abb. 8.1.: Zinskonvergenz und Ausbreitung des Goldstandards in die Peripherie




Anm.: Arithmetisches Mittel der Risikoprämien von zwölf unabhängigen peripheren Volkswirtschaften: Rußland, Türkei, Rumänien, Griechenland, Argentinien, Brasilien, Mexiko, Chile, Venezuela, China, Japan und Siam.
Quellen: Siehe Datenanhang.

Erste empirische Ergebnisse haben die Auffassung einer Kausalbeziehung gestützt. Auf der Grundlage eines Samples, das neun außereuropäische Länder und Kolonien umfaßte, haben Bordo und Rockoff gezeigt, daß „all other things equal, the rate on a gold bond would be 40 basis points lower if the country were on the gold standard".[442] Sie interpretieren den Goldeffekt als Anreiz, dem Goldstandard beizutreten, was einen Beitrag zur Internationalisierung des Standards geliefert haben soll.[443] Die jüngste Bestätigung der Goldstandard-Hypothese stammt von Obstfeld und Taylor. Ihre empirische Analyse der Bondspreads im globalen Kapitalmarkt vor 1914 zeigt einen Goldeffekt von

[442] Bordo und Rockoff (1996), "The Gold Standard as a 'Good Housekeeping Seal of Approval'", 413.

[443] Siehe auch Meissner (2002), "A New World Order: Explaining the Emergence of the Classical Gold Standard".

etwa 30 Basispunkten.[444] Mit Zinsdaten für 21 Länder und Kolonien basieren diese Ergebnisse auf einer wesentlich größeren Datenbasis. Jedoch ist die Bestätigung der Goldstandard-Hypothese nicht das einzige Resultat ihrer Untersuchung. Denn in keiner der verschiedenen statistischen Spezifikationen zeigte sich ein signifikanter Einfluß einer für das Ausfallrisiko eigentlich zentralen Variablen, nämlich der Höhe der Staatsverschuldung. Die beiden Autoren ziehen daraus eine weitreichende Schlußfolgerung:

"In the sovereign bond market before 1914, the gold standard did indeed confer a 'seal of approval', whereas two key macro fundamentals, the public debt and the terms of trade, seem to have mattered little, if at all."[445]

Mit anderen Worten waren – in dieser Interpretation – die Glaubwürdigkeitseffekte der Goldbindung bedeutender als zwei der wichtigsten ökonomischen Solvenzindikatoren, die Staatsverschuldung und die Terms of Trade. Obstfeld und Taylor stellen außerdem fest, daß sich die Dinge nach dem Krieg geändert haben: Der positive Effekt der Goldstandardzugehörigkeit verliert sich in den Daten für die 1920er Jahre. *Prima facie* lassen sich diese Ergebnisse mit einer Interpretation der internationalen Finanzgeschichte vereinbaren, die das sogenannte makroökonomische Trilemma in den Mittelpunkt stellt: Vor 1914 war die nationale Wirtschaftspolitik noch weitgehend isoliert von organisierten politischen Interessen, die den Einsatz der Geldpolitik zur nationalen Konjunktursteuerung verlangen. Die Glaubwürdigkeit einer festen Währungsanbindung bei gleichzeitiger Kapitalmobilität war daher hoch.[446] Nach dem Krieg, der in fast allen Ländern das allgemeine Wahlrecht und eine Stärkung der Arbeitnehmerinteressen brachte, war es hingegen nicht mehr möglich, die Wirtschaftspolitik dem Dogma der Goldkonvertibilität unterzuordnen.

Auf der Grundlage eines Samples von 17 europäischen und lateinamerikanischen Ländern – also nur geringfügig kleiner als das von Obstfeld und Taylor – kamen allerdings Flandreau und Zumer zu einem grundlegend anderen Ergebnis:

---

[444] Obstfeld und Taylor (2003b), "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 vs. 1925-1931".

[445] Ibid., 257.

[446] Vgl. Eichengreen (2000b), *Vom Goldstandard zum Euro*, Kap. 2.

„[We] rejected the conventional view that the exchange rate regime (participation to the gold standard) is what mattered in facilitating the global circulation of capital in the late 19th century. Our results demonstrate that such a conclusion is flawed."[447]

In den Regressionen von Flandreau und Zumer ist die Goldstandard-Variable entweder ökonomisch und statistisch insignifikant oder trägt sogar das „falsche" Vorzeichen. Die Autoren argumentieren daher, daß die Ausbreitung des Goldstandards in die Peripherie keinen Beitrag zur Erklärung der Zinskonvergenz nach 1895 geleistet haben kann. Aber was spielte eine Rolle, wenn nicht der Goldstandard? Flandreau und Zumer meinen, daß ökonomische Fundamentaldaten – wenn sie richtig gewählt und skaliert werden – damals wie heute die eigentlichen Triebkräfte der Zinsprämien waren. Vor allem die Reduktion der realen Staatsverschuldung sei die Ursache hinter den fallenden Zinsen post-1896 gewesen.[448] Daß die Zahl der Länder, die dem Goldstandard angehörten, wuchs, sei eine Reaktion auf die wachsende finanzielle Integration gewesen, nicht deren Ursache. Denn Länder, die sich mit einer hohen Auslandsverschuldung in Fremdwährung („original sin") konfrontiert sahen, suchten Wege, die Fluktuationen des Wechselkurses (und damit der Schuldendienstbelastung) zu begrenzen.[449] Der Goldstandard war eben ein solcher Mechanismus. Die Autoren halten daher aber den Goldstandard letztlich für einen vernachlässigenswerten Faktor: "The gold standard was not the basis of the first era of financial globalisation."[450] Auch Barry Eichengreen und Ricardo Hausmann haben sich unlängst in die Reihen der Kritiker der Goldstandard-Hypothese eingereiht:

„The question is whether adherence to the gold standard was the real story behind this exceptional level of capital transfer - or, to put the point another way, what Bordo et al.'s gold standard variable is picking up. Many of the countries that loomed large on the receiving end of capital

---

[447] Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913*, 73.

[448] Siehe dazu das folgende Kapitel. Beide Ansätze sind weniger inkompatibel als es den Anschein hat. Falls die Zugehörigkeit zum Goldstandard ein Anreizmechanismus zu solider Finanzpolitik darstellte, kann dies auch zur Reduktion der Verschuldung beigetragen haben. Zweifel hieran hat Laura Mosley geäußert. Sie hat festgestellt, daß Goldstandardländer höhere Defizite hatten als Länder mit anderen Währungsordnungen; siehe Mosley (2003), "Golden Straitjacket or Golden Opportunity? Sovereign Borrowing in the 19th and early 20th Centuries".

[449] Siehe auch Bordo, Meissner und Redish (2003), "How 'Original Sin' Was Overcome"; Flandreau und Sussman (2004), "Old Sins: Exchange Rate Clauses and European Foreign Lending in the 19th Century".

[450] Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913*,73.

flows in the high gold standard era (Canada, Australia, New Zealand, India) were members of the British Empire. They imported the British legal system… These facts and not the internationalization of currencies per se, may explain their extraordinary capital-market access."[451]

Im vorigen Kapitel konnte gezeigt werden, daß sich diese Vermutung von Eichengreen und Hausmann auch statistisch zeigen läßt. Kolonialer Status war ein zentraler risikomindernder Faktor für Investitionsentscheidungen, insbesondere für die unterentwickelte Peripherie. Politische Faktoren waren im allgemeinen wichtige Determinanten des Länderrisikos.[452] Auch im Spiegel der zeitgenössischen Presse erscheinen politische Faktoren als prominente Ursache für die Schwankungen der Bondpreise: Kriege, Krisen, Revolution oder Regierungswechsel hatten potentiell großen Einfluß auf die Verschuldung und die künftige Finanzpolitik der betroffenen Länder. Dies erscheint nicht zuletzt angesichts der Tatsache plausibel, daß auch in der Gegenwart die internationalen Rating-Agenturen bis zu fünfzig Prozent ihrer Risikobewertung für politische Faktoren reservieren.[453]

Wie sind aber die unterschiedlichen Ergebnisse der genannten Studien zu erklären? Da alle Forscher ihre Resultate mit ökonometrischen Schätzungen untermauern, bietet es sich an, zunächst einen genaueren Blick auf die möglichen Ursachen der empirischen Differenzen zu werfen.

### *Kontrollvariablen*

Erstens haben viele Kritiker der Goldstandard-Hypothese darauf hingewiesen, daß es ein Identifikationsproblem gibt, falls – neben dem Goldstandard – nicht auch eine ganze Reihe anderer ökonomischer und politischer Kontrollvariablen in die ökonometrische Spezifikation einfließen. Ein gutes Beispiel für derartige Schwierigkeiten ist Japan. Der Übergang zum Goldstandard im Jahr 1897 war nicht nur der Höhepunkt eines langjährigen politischen, ökonomischen und institutionellen Modernisierungsprozesses in der Meiji-Ära, deren Erfolg sich im militärischen Sieg über China 1895 und im Aufstieg des Landes zur vorherrschenden Regionalmacht zeigte, sondern ging auch Hand in Hand mit einer Konversion der Staatsschuld. Die Umlaufrenditen japanischer Anleihen sind in der Folge nach 1896 deutlich gefallen. Da andere strukturelle Indikatoren wie die Staatsverschuldung oder

---

[451] Eichengreen und Hausmann (1999), "Exchange Rates and Financial Fragility", 28/29.

[452] Siehe Ferguson (2003a), "The City of London and British Imperialism: New Light on an Old Question"; Ferguson (2003d), "Political Risk and the International Bond Market between the 1848 Revolution and the Outbreak of the First World War".

[453] Siehe die Analyse in Sy (2003), "Rating the Rating Agencies: Anticipating Currency Crises or Debt Crises" Sowie die methodischen Erläuterungen in Standard & Poor's (1998), *Sovereign Credit Ratings: A Primer*.

das Pro-Kopf-Einkommen sich kurzfristig aber nur geringfügig änderten, werden all diese Faktoren in der Goldvariablen eingefangen, obwohl man auch argumentieren könnte, daß unbeobachtete dritte Faktoren (erfolgreicher Reformprozeß, Schuldenkonversion) den Ausschlag gaben. Es besteht daher immer die Gefahr, daß die Goldstandardvariable nicht nur einen „reinen" Goldeffekt abbildet, sondern stellvertretend all die Verbesserungen im makroökonomischen und politischen Umfeld, welche den Übergang zum Gold begleitet oder erst ermöglicht haben.

Gerade in bezug auf die Auswahl zusätzlicher Kontrollvariablen zeigen sich erhebliche Differenzen zwischen den genannten Studien. Manche Autoren haben die Risikowahrnehmung des Marktes induktiv ausschließlich auf der Grundlage von Indikatoren modelliert, die auch den Zeitgenossen zur Verfügung standen. Andere haben auf der Grundlage moderner theoretischer Modelle eine deduktive Methode vorgezogen, auch wenn diese das Risiko von Anachronismen birgt. Der Einfachheit halber sollen diese verschiedenen Ansätze im folgenden als „historischer" und „moderner" Ansatz bezeichnet werden. Läßt man die methodische Grundsatzfrage außer Acht, so wird deutlich, daß es um den Einschluß einer zentralen Größe in die Schätzung geht, nämlich um das BIP als Nenner für verschiedene makroökonomische Kennzahlen (Verschuldung, Exporte etc.). Das Konzept des BIP war im frühen 20. Jahrhundert noch in der Entstehung begriffen und entsprechende Daten sind daher spätere, oftmals ungenaue Rekonstruktionen.[454] Im Spiegel der zeitgenössischen Finanzpresse wird zwar deutlich, daß die zeitgenössischen Investoren nach Informationen suchten, die Einschätzungen des Produktionsniveaus und des Entwicklungsstandes einzelner Volkswirtschaften zuließen. Überschlagsberechnungen eines „national wealth" etwa finden sich in den Quellen, aber die Investoren waren sich der Mängel dieser Daten bewußt.[455] Auf der anderen Seite könnte man argumentieren, daß das Verhältnis der Staatsschuld zum BIP und das Verhältnis der Staatsschuld zu den öffentlichen Einnahmen – letzterer ist der in der zeitgenössischen Fachliteratur am häufigsten benutzte Indikator – eng korreliert waren. Beide Zeitreihen könnten somit die gleiche Realität „hinter den Zahlen" abbilden. Es ist aber nicht auszuschließen, daß die Wahl der Kontrollvariablen, insbesondere der Unterschied zwischen der historischen und der modernen Spezifikation, die widersprüchlichen Ergebnisse verursacht hat.

---

[454] Die BIP-Rekonstruktionen für das späte 19. und frühe 20. Jahrhunderte sind alles andere als punktgenau. Selbst für die entwickelten Industrieländer – nicht zuletzt für Deutschland – sind die entsprechenden Zahlen mit großen Ungenauigkeiten behaftet.

[455] Entsprechende Berechnungen und Kommentare finden sich regelmäßig in: *The Statesman's Yearbook. Statistical and Historical Annual of the States of the World.*

### *Ländersample*

Ein zweiter Punkt, in dem vorherige Studien teils deutlich voneinander abweichen, betrifft die Größe und die Struktur des Ländersamples. Einerseits variierte die Anzahl der Länder in den Studien von Bordo/Rockoff, Obstfeld/Taylor und Flandreau/Zumer erheblich (9, 21, 17). Andererseits war den Studien gemeinsam, daß sie bei weitem nicht das ganze Spektrum der öffentlichen Kreditaufnahme am Londoner Markt abdeckten – an dem zwischen 1880 und 1914 mehr als sechzig Staaten und Kolonien Anleihen ausgegeben hatten. Schließlich unterschieden sich die Samples im Hinblick auf ihre geographischen und politischen Charakteristika. Die Einbeziehung britischer Kolonien an der Seite von unabhängigen Ländern illustriert dieses Problem. Man könnte etwa bezweifeln, daß die Zugehörigkeit zum Goldstandard die gleichen Effekte auf Kolonien – für die die Zugehörigkeit zum Goldstandard oftmals die Konsequenz einer Währungsunion mit Großbritannien war – und auf unabhängige lateinamerikanische Länder gehabt hat. Statistische Tests auf die Stabilität der unterliegenden Beziehungen in verschiedenen Subsamples wurden nicht durchgeführt.

### *Klassifikation*

Drittens und letztens war auch die Identifizierung von Goldstandardländern problematisch. Zusätzlich zu den genannten methodischen Problemen herrscht Uneinigkeit darüber, welche Länder wann dem Goldstandard angehörten. Diese Frage stellt sich selbst für vergleichsweise gut erforschte Länder wie Österreich-Ungarn oder Italien, die beide über viele Jahre die Goldkonvertibilität ihrer Währungen und einen stabilen Wechselkurs *de facto* garantierten, aber *de iure* nicht festgeschrieben hatten.[456] Für kleinere periphere Volkswirtschaften ist es noch weitaus schwieriger, zuverlässige Angaben über Konvertibilitätsklauseln und Wechselkursstabilität zu erhalten.[457] Es verbleibt also ein gewisses subjektives Moment bei der Klassifizierung von Goldstandardländern. Auch hier wird zu untersuchen sein, inwiefern diese Differenzen zu den unterschiedlichen Ergebnisse beigetragen haben.

---

[456] Eine detaillierte Diskussion dieser Fragen findet sich in Bordo und Kydland (1996), "The Gold Standard as a Commitment Mechanism"; Meissner (2002), "A New World Order: Explaining the Emergence of the Classical Gold Standard"; Obstfeld und Taylor (2003b), "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 vs. 1925-1931".

[457] Eine ausgezeichnete Quelle sind die acht Bände von Schneider und Denzel (Hrsg.) (1991-1997), *Währungen der Welt.*

## 3. Datenbasis und empirischer Ansatz

Um diese offenen Fragen zu beantworten, kann auf die Datenbasis zurückgegriffen werden, die bereits im vorigen Kapitel vorgestellt wurde. Mit jährlichen Anleiherenditen für 34 unabhängige Länder und 23 Britische Kolonien und praktisch allen Kontrollvariablen, die vorherige Studien zur Verfügung hatten, ist das Sample so umfassend wie möglich.[458] Der Rückgriff auf Daten früherer Studien ermöglicht es zudem, zu überprüfen, ob sich die unterschiedlichen Ergebnisse auf die Wahl zwischen der historischen bzw. modernen Spezifikation zurückführen lassen.[459] Trotz dieser Gemeinschaftsanstrengung verbleiben einige Lücken im Panel. Im Vergleich zu früheren Untersuchungen kann aber mit rund dreimal so vielen Ländern und Datenpunkten gearbeitet werden. Tab. 8.1. gibt einen Überblick über die verwendeten Daten. Auf den ersten Blick wird eine Tatsache deutlich, nämlich daß die Auswahl der Kontrollvariablen erheblichen Einfluß auf die Anzahl der Beobachtungen und auf die Größe des Ländersamples hat – vor allem aufgrund der begrenzten Anzahl von BIP-Rekonstruktionen.

---

[458] Wie bereits im vorigen Kapitel erläutert, bleibt die Analyse auf Gold- oder Sterling-denominierte Anleihen beschränkt, um Währungsrisiken auszuschließen. Dies führt dazu, daß Frankreich, das Deutsche Reich, Holland und die Schweiz außen vor bleiben mußten. Die 23 britischen Kolonien umfassen bis zur Bildung der Union die einzelnen Provinzen Südafrikas und Australiens. Weniger als zehn weitere Kreditnehmer mußten aus Mangel an verlässlichen ökonomischen Kontrollvariablen unberücksichtigt bleiben. Ausgewählt wurden wiederum langfristige Anleihen, in der Regel mit einer Laufzeit von über zehn Jahren, die aktiv gehandelt wurden und mindestens drei Jahre hintereinander an der Londoner Börse geführt wurden. Alle Zinsbeobachtungen von mehr als 2000 Basispunkten blieben unberücksichtigt, da es sich um Titel handelte, auf die über viele Jahre kein Zins gezahlt wurde und die volle Rückzahlung unwahrscheinlich war. Gemessen am Volumen der ausstehenden Bonds deckt das Sample weit über neunzig Prozent des Marktes für Staatsanleihen ab.

[459] Siehe Datenanhang. Die Daten der Studien von Obstfeld und Taylor sowie von Clemens und Williamson wurden hilfreicherweise zur Verfügung gestellt: Clemens und Williamson (2004), "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom"; Obstfeld und Taylor (2003b), "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 vs. 1925-1931".

Tab. 8.1: Überblick über das Datensample

| | Variable | Beobachtungen | Mittel | Standardabweichung | Minimum | Maximum |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Spread (Basispunkte über Consol) | 1449 | 236.84 | 280.20 | 7.92 | 1934.47 |
| "Historisch" | Staatsschuld/ Einnahmen | 1386 | 4.95 | 3.46 | 0.05 | 23.70 |
| | Staatsschuld/Exporte | 1328 | 3.99 | 4.64 | 0.00 | 38.74 |
| | Schuldendienst/ Einnahmen | 820 | 0.23 | 0.14 | 0.01 | 0.74 |
| | Budgetsaldo/ Einnahmen | 1384 | 0.12 | 0.36 | -0.59 | 9.60 |
| | Handelsbilanz/ Exporte | 1388 | -0.24 | 2.37 | -8.54 | 0.79 |
| | Exporte pro Kopf (Brit. Pfund) | 1388 | 4.73 | 7.36 | 0.05 | 66.64 |
| "Modern" | BIP pro Kopf (US-Dollar, 1990) | 860 | 1770 | 1152 | 299 | 5581 |
| | Staatsschuld/BIP | 561 | 0.72 | 0.62 | 0.03 | 4.26 |
| | Exporte/BIP | 561 | 0.20 | 0.17 | 0.03 | 0.93 |
| | Budgetsaldo/BIP | 548 | -0.01 | 0.03 | -0.13 | 0.18 |
| | Primärgüterexporte/ Gesamtexport | 838 | 0.89 | 0.14 | 0.35 | 1.00 |
| | Terms of Trade (%-Veränderung) | 838 | -0.08 | 10.62 | -59.75 | 71.60 |
| | Zollniveau (%) | 838 | 18.11 | 11.84 | 2.50 | 58.17 |

Quellen: Siehe Datenanhang.

Zusätzlich zu den quantitativen Variablen umfaßt das Datenset eine Reihe von qualitativen Kontrollvariablen. Zunächst eine Dummy-Variable für Kreditnehmer, die sich in der Zahlungsunfähigkeit befanden, da zu erwarten ist, daß dies die Risikoprämien stark beeinflußt hat. Um Konsistenz zu wahren, wurden die entsprechenden Informationen ausschließlich den Jahresberichten der *Corporation of Foreign Bondholders* entnommen. Für Länder, die in der Vergangenheit bereits Zahlungsschwierigkeiten hatten, wurde eine weitere Variable für derartige „Problemländer" konstruiert.[460] Mit zwei weiteren Variablen wurden die potentiellen Auswirkungen von internationalen Kriegen sowie Bürgerkriegen im Land selbst berücksichtigt.

Die Variable, sie im Mittelpunkt der folgenden Untersuchung stehen wird ist die Zugehörigkeit zum Goldstandard. In Anlehnung an Obstfeld und Taylor werden Länder nur dann als

[460] Eine Diskussion der Behandlung solcher Länder findet sich in Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913*, 37f. Die Variable nimmt den Wert 1 für die zehn Jahre an, die auf den letzten Zahlungsausfall folgen.

dem Goldstandard zugehörig gezählt, wenn sie *de facto* und *de iure* die Goldbindung der Währung verankert hatten. Dies ist die Basisklassifikation. Es kommt aber auch – wie bei Flandreau und Zumer – eine reine *de facto*-Klassifikation zur Anwendung, in der Länder wie Österreich oder Italien zu den Goldstandardländern gezählt werden. Schließlich wird die von Christopher Meissner zusammengetragene Goldstandard-Matrix berücksichtigt, die in Einzelfällen wiederum leicht von den anderen beiden abweicht.[461]

Auch in dieser Untersuchung ist es notwendig, sogenannte „asset market shifts" oder Veränderungen im Risikoappetit zu berücksichtigen, welche die Spreads in allen Ländern über die Zeit beeinflussen. Wiederum stehen zwei Möglichkeiten zur Auswahl: Erstens einfache Zeit-Dummy-Variablen, welche alle Unterschiede zwischen verschiedenen Jahren abdecken, die nicht durch Unterschiede in den Fundamentaldaten erklärt sind. Zweitens die Korrelation einzelner Anleihespreads mit dem Risiko des Marktportfolios im Sinne des Capital Asset Pricing Model (CAPM). Das Modell ist zwar eine Schöpfung der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts. Auf der anderen Seite kann man aber argumentieren, daß es keinen Grund gibt, zu zweifeln, daß Investoren im späten 19. Jahrhundert um die Preisvolatilität ihrer Anlagen weniger besorgt waren als in der Gegenwart. Um die Korrelation einzelner Titel mit dem Marktportfolio zu bestimmen, wird wiederum ein „Weltspread" berechnet, der sich aus dem verschuldungsgewichteten Durchschnitt der Länderspreads im Sample ergibt.[462] Hauptsächlich im Interesse der Vergleichbarkeit mit den Studien von Bordo und Rockoff sowie von Obstfeld und Taylor werden im folgenden die Regressionen in der CAPM-Spezifikation präsentiert.

Gängiger Praxis folgend wird ein Fixed-Effects-Modell geschätzt, in dem einzelne „Länderdummies" die Heterogenität des Länderquerschnitts auffangen. Deutliche Anzeichen von serieller und spatialer Korrelation der Störterme sowie von Heteroskedastie machen eine normale OLS-Schätzung problematisch. Sowohl FGLS („feasible generalized least squares") als auch OLS mit korrigierten Standardabweichungen, PCSE („panel corrected standard errors"), sind mögliche Alternativen.[463] Sowohl die PCSE- als auch die FGLS-Regressionen werden präsentiert, wann immer dies angesichts der Samplegröße möglich ist, um von den potentiell effizienteren Koeffizienten-

[461] Auch Meissners Definition folgt der Kombination aus *de iure* und *de facto*; dennoch gibt es einige Unterschiede, vor allem in Bezug auf den Zeitpunkt der Übergangs zum Gold. Siehe Meissner (2002), "A New World Order: Explaining the Emergence of the Classical Gold Standard". Details finden sich im Datenanhang.

[462] Zusätzlich wurde sowohl mit einem ungewichteten Durchschnitt als auch mit einem BIP-gewichteten Durchschnitt experimentiert, ohne daß dies zu abweichenden Ergebnissen führte.

[463] Siehe die ausführliche Diskussion im vorigen Kapitel.

Schätzungen der FGLS-Methode zu profitieren.[464] Im allgemeinen läßt sich aber vorwegnehmen, daß die Hauptergebnisse der empirischen Untersuchung nicht von der Wahl der Schätzmethode abhängen.[465] Technisch ausgedrückt wird das Länderrisiko als lineare Funktion eines Vektors aus unabhängigen Risikofaktoren sowie der „Betas" (im Sinne des CAPM) geschätzt. Als Teil der Sensitivitätsanalyse wird auch eine logarithmische Spreadfunktion betrachtet.[466]

## 4. Überprüfung der Goldstandard-Hypothese

Die empirische Analyse erfolgt in drei Schritten. Zuerst werden die Ergebnisse früherer Studien reproduziert. Dann wird das Sample erweitert, und die Auswirkungen unterschiedlicher Spezifikationen werden getestet. Schließlich werden wichtige Subsamples genauer untersucht.

*Reproduktion älterer Ergebnisse (Tab. 8.2)*

Da die Daten teilweise aus anderen Quellen stammen, gilt es zunächst zu prüfen, ob die Ergebnisse der Studien von Bordo und Rockoff sowie von Obstfeld und Taylor repliziert werden können. Beide Studien haben einen Goldeffekt von etwa zwanzig bis vierzig Basispunkten gefunden. In den Regressionen (1-3) in Tab. 8.2 ist das Sample auf die sieben bzw. 21 Länder eingegrenzt, die in diesen beiden Studien berücksichtigt wurden. Die Ergebnisse sind in der Tat sehr ähnlich. Wenn nur die Zugehörigkeit zum Goldstandard und die Korrelation der Renditen mit dem Marktportfolio als

---

[464] FGLS benötigt zwei Datentransformationen, um eine Schätzung der unbekannten Varianz-Kovarianz-Matrix der Störterme zu erhalten. Es ist zwar in der Theorie die exaktere Methode, wenn die Zeitdimension extrem groß ist, produziert aber zu hohe Teststatistiken, sobald die Anzahl der Länder höher ist als die Anzahl der Jahre. Dies ist in dem hier vorliegenden Sample der Fall – 57 Länder, aber nur 34 Jahre. Vorherige Studien konnten hingegen aufgrund der geringeren Anzahl von Ländern noch problemlos mit FGLS arbeiten. Bei der Analyse von Subsamples wird besonders auf die möglichen Unterschiede zwischen FGLS und OLS (PCSE) geachtet. Siehe dazu Beck und Katz (1995b), "What to Do (and Not to Do) With Time-Series Cross-Section Data".

[465] Um Platz zu sparen, werden weder die 57 Länderkonstanten noch die länderspezifischen Betas – die Korrelation mit dem Marktportfolio – und Rhos (Autokorrelation) präsentiert, weil sie für die Interpretation der Ergebnisse unerheblich sind.

[466] Etwa in Beck (2003), *Determinants of Emerging Market Bond Spreads;* Eichengreen und Mody (1998b), "What Explains Changing Spreads on Emerging Market Debt: Fundamentals or Market Sentiment?"; Kamin und Kleist (1999), "The Evolution and Determinants of Emerging Market Credit Spreads in the 1990's".

erklärende Variablen berücksichtigt werden, war die Zugehörigkeit zum Goldstandard etwa 30 bis 40 Basispunkte wert – fast identisch mit dem Effekt, den Bordo und Rockoff berechnet hatten.

Diese Resultate sind erfreulich in bezug auf die Vergleichbarkeit der Ergebnisse; sie berücksichtigen aber nicht eine Reihe anderer Risikofaktoren. Wie bereits beschrieben, gibt es zwei verschiedene Ansätze, die Risikowahrnehmung im Kapitalmarkt der ersten Globalisierungsphase zu beschreiben: eine von der modernen Theorie inspirierte, aber anachronistische Variante sowie eine historische, die nur auf Daten beruht, die auch den Zeitgenossen zur Verfügung standen. Im „modernen" Ansatz (Regressionen 4 und 5) werden als zusätzliche Variablen die Verschuldungsquote, den Exportanteil, das Budgetdefizit und die Handelsbilanz in Relation zum BIP eingeschlossen, während mit dem BIP pro Kopf (in logarithmischer Transformation) das Einkommensniveau berücksichtigt wird. Danach wird die historische Variante geschätzt (Regressionen 6 und 7). Verschuldung und das Budgetdefizit werden dafür mit den Staatseinnahmen sowie die Handelsbilanz mit den Exporteinnahmen ins Verhältnis gesetzt. Die zeitgenössischen Quellen legen einen Indikator nahe, der die Unterschiede in der Offenheit und beim Entwicklungsstand auffängt, nämlich die Exporte pro Kopf (ebenfalls logarithmisch transformiert).

Zu beiden Varianten werden vier identische dichotome Variablen hinzugefügt, nämlich je einen für Länder im Zahlungsverzug und für solche, die in der jüngeren Vergangenheit ihre Schulden nicht bedient haben, sowie für internationale und lokale Konflikte. Schließlich kommen die beiden Goldstandard-Variablen hinzu (sowie – mit länderspezifischen Koeffizienten – die Rendite des Gesamtmarktes).

Die moderne Spezifikation reproduziert fast punktgenau die Ergebnisse von Obstfeld und Taylor. Freilich ist auch das Sample ähnlich, obwohl drei weitere Länder einbezogen werden konnten – Rußland, Belgien und Dänemark. Die Zugehörigkeit zum Goldstandard hat im Spiegel dieser Regressionen die Anleihespreads um zwanzig Basispunkte gesenkt. Der Effekt ist signifikant in der FGLS-Regression (4) und nur leicht unter konventionellen Signifikanzniveaus in der PCSE-Variante (Regression 5). Wie bei Obstfeld und Taylor ist in Regression (4) der Schuldenstand insignifikant. Im nächsten Schritt bleibt das Ländersample konstant, das heißt die gleichen 18 Länder werden eingeschlossen, aber nunmehr werden die „historischen" Kontrollvariablen benutzt. Aber die Regressionen (6) und (7) ergeben annähernd identische Ergebnisse wie die „moderne" Variante: Die Zugehörigkeit zum Goldstandard war etwa zwanzig Basispunkte wert, und auch die anderen Koeffizienten sind vergleichbar. Die einzige Ausnahme bildet das Verschuldungsniveau, das nun in allen Regressionen hoch signifikant ist.

Tab. 8.2: Reproduktion der Ergebnisse früherer Studien

| Regression | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Sample | Bordo/Rockoff | Obstfeld/Taylor | Obstfeld/Taylor | "modern" | "modern" | "historical" | "historical" |
| Methode | FGLS | FGLS | PCSE | FGLS | PCSE | FGLS | PCSE |
| Länder | 7 | 21 | 21 | 18 | 18 | 18 | 18 |
| N | 238 | 698 | 698 | 530 | 530 | 548 | 548 |
| GS x kein Default | -35.31 | -36.89 | -45.17 | -19.30 | -19.26 | -21.64 | -22.09 |
| | (4.17)*** | (5.15)*** | (2.50)** | (2.22)** | (1.45) | (2.79)*** | (1.40) |
| GS x Default | | 105.76 | 50.18 | 38.06 | -8.68 | -26.36 | -68.05 |
| | | (1.26) | (0.62) | (0.26) | (0.06) | (0.20) | (0.51) |
| Default | | 490.78 | 544.32 | 302.02 | 352.10 | | |
| | | (14.89)*** | (14.15)*** | (7.56)*** | (7.55)*** | | |
| Vorheriger Default | | | | 52.95 | 13.86 | | |
| | | | | (2.20)** | (0.41) | | |
| Staatsschuld/BIP | | | | 20.99 | 125.89 | | |
| | | | | (0.89) | (2.51)** | | |
| Exporte/BIP | | | | 149.02 | 251.48 | | |
| | | | | (1.86)* | (1.17) | | |
| Budgetsaldo/BIP | | | | -144.01 | -204.25 | | |
| | | | | (2.20)** | (1.10) | | |
| Handelsbilanz/BIP | | | | 8.86 | 133.79 | | |
| | | | | (0.12) | (0.65) | | |
| BIP pro Kopf (log) | | | | -139.54 | -252.66 | | |
| | | | | (7.95)*** | (5.04)*** | | |
| Staatsschuld/Einnahmen | | | | | | 8.81 | 19.80 |
| | | | | | | (4.34)*** | (4.39)*** |
| Exporte pro Kopf (log) | | | | | | -39.98 | -37.04 |
| | | | | | | (5.26)*** | (1.69)* |
| Budgetsaldo/Einnahmen | | | | | | -7.48 | -52.45 |
| | | | | | | (0.99) | (2.76)*** |
| Handelsbilanz | | | | | | 17.62 | 40.69 |
| | | | | | | (1.85)* | (1.41) |
| Internationaler Konflikt | | | | 6.38 | 13.03 | 8.92 | 23.83 |
| | | | | (0.99) | (1.28) | (1.38) | (2.54)** |
| Lokaler Konflikt | | | | 16.21 | 8.70 | 27.94 | 38.59 |
| | | | | (0.84) | (0.21) | (1.41) | (0.91) |

* signifikant auf dem 10%-Niveau, **auf dem 5%-Niveau, *** auf dem 1%-Niveau.

Anm.: Abhängige Variable ist der Spread über dem Consol. Die Zahlen in Klammern sind z-Werte. Die fixed-effects, "Betas" und länderspezifischen Rhos sind nicht aufgeführt.

Quellen: Siehe Datenanhang.

Diese Ergebnisse können als ein Hinweis interpretiert werden, daß die Wahl zwischen moderner und historischer Spezifikation offenbar eine geringere Rolle spielt als angenommen wurde. Beide Varianten scheinen die Risikobewertung des Marktes relativ gut abzubilden. Was sich als wichtiger herausstellen könnte als die Wahl der Kontrollvariablen an sich, ist der Effekt der Wahl auf

die Komposition und die Größe des Ländersamples: Da BIP-Daten nur für eine begrenzte Anzahl von europäischen und nordamerikanischen Ländern sowie vier lateinamerikanische Volkswirtschaften – Argentinien, Brasilien, Chile und Uruguay – verfügbar sind, werden in der „modernen" Spezifikation alle afrikanischen und asiatischen Ökonomien – außer Indien und Japan – automatisch ausgeschlossen. Mangels Daten fehlen in einer solchen Spezifikationen wichtige Kreditnehmer wie die Türkei, Mexiko, China, Siam und fast alle Länder Südosteuropas.

*Erweiterung des Samples (Tab. 8.3)*

In den Regressionen (8 und 9) wird nunmehr das gesamte Sample untersucht. Die Anzahl der Länder verdreifacht sich von 18 auf 57. Da die Anzahl der Länder nun bei weitem die Anzahl der Jahre übersteigt, ist die PCSE-Schätzung zuverlässiger. Der Goldeffekt sinkt – auf rund 15 Basispunkte in der Regression (8) und weniger als zehn, wenn die besonders hohen Länderrisiken ausgeschlossen werden (Regression 9) – und ist in beiden Fällen weit von der statistischen Signifikanz entfernt. Allein das Vorzeichen bleibt „richtig". Beide Regression unterstreichen zudem die Bedeutung von ökonomischen Fundamentaldaten für die Risikoprämien. Sowohl die Verschuldung als auch das Einkommensniveau sind hochsignifikant. Der Markt hat zudem Länder mit gegenwärtigen oder nicht weit zurückliegenden Zahlungsproblemen „abgestraft". Auch politische Instabilität im Innern hat die Risikoprämien um bis zu 70 Basispunkte erhöht.

Zwei weitere Schätzungen (10) und (11) benutzen einen anderen Indikator für die Staatsschuld. Zunächst wird der Schuldendienst im Verhältnis zu den Einnahmen betrachtet (wie von Flandreau und Zumer vorgeschlagen), dann die Verschuldung im Verhältnis zu den Exporteinnahmen. Keine dieser Modifikationen verändert die Ergebnisse im Vergleich zu der Skalierung der Staatsschuld mit den öffentlichen Einnahmen, die im Spiegel der historischen Quellen die am häufigsten benutzte Größe waren.

Welche Auswirkungen haben die unterschiedlichen Klassifikationen von Goldstandardländern? Wenn – im Sinne von Flandreau und Zumer – auch solche Länder, die dem Goldstandard gefolgt sind, ohne *de iure* die Konvertibilität der Währungen festgeschrieben zu haben, als Goldstandardländer klassifiziert werden, aber auch wenn die Klassifikation von Meissner zugrunde gelegt wird, verändern sich die Schätzergebnisse kaum.[467]

Zusammenfassend läßt sich festhalten, daß die Ergebnisse vorheriger Studien reproduziert werden konnten und daß die „moderne" und „historische" Spezifikation ähnliche Resultate ergeben,

[467] Die Ergebnisse werden nicht wiedergegeben, um Platz zu sparen. Sie sind vom Autor verfügbar.

wenn das gleiche Ländersample untersucht wird. Als allgemeiner Trend hat sich abgezeichnet, daß der Goldeffekt weniger sichtbar wird, je größer und diverser das Sample wird. Dies unterstreicht die potentiell wichtige Rolle, die die Auswahl und Größe des Samples spielt.

Tab. 8.3: Erweiterung des Samples

| Regression | 8 | 9 | 10 | 11 |
|---|---|---|---|---|
| Sample | Alle Länder | (Spread<1000 Bp.) | Alle Länder | Alle Länder |
| Methode | PCSE | PCSE | PCSE | PCSE |
| Länder | 57 | 57 | 43 | 56 |
| N | 1281 | 1245 | 783 | 1273 |
| GS x kein Default | -16.09 | -6.40 | -10.54 | -16.19 |
| | (0.90) | (0.52) | (0.55) | (0.90) |
| GS x Default | 149.71 | -57.48 | -242.81 | 148.56 |
| | (1.70)* | (0.61) | (2.71)*** | (1.69)* |
| Default | 470.65 | 285.85 | 554.56 | 477.37 |
| | (11.37)*** | (10.5)*** | (11.2)*** | (11.51)*** |
| Vorheriger Default | 135.19 | 89.79 | 112.88 | 140.24 |
| | (4.55)*** | (3.93)*** | (3.34)*** | (4.55)*** |
| Staatsschuld/Einnahmen | 7.31 | 4.05 | | |
| | (2.16)** | (2.00)** | | |
| Schuldendienst/Einnahmen | | | 207.05 | |
| | | | (1.92)** | |
| Staatsschuld/Exporte | | | | 1.72 |
| | | | | (0.72) |
| Exporte pro Kopf (log) | -65.70 | -40.93 | -61.66 | -68.58 |
| | (4.05)*** | (4.94)*** | (2.37)** | (3.81)*** |
| Budgetsaldo/Einnahmen | -9.88 | -7.61 | -44.97 | -6.90 |
| | (0.62) | (1.90)* | (2.29)** | (0.44) |
| Handelsbilanz | 0.56 | 0.07 | -0.24 | 1.46 |
| | (0.53) | (0.08) | (0.18) | (1.34) |
| Internationaler Konflikt | -7.01 | 24.36 | 3.06 | -5.86 |
| | (0.30) | (1.88)* | (0.12) | (0.25) |
| Lokaler Konflikt | 67.50 | 40.44 | 42.54 | 68.82 |
| | (2.19)** | (2.90)*** | (0.97) | (2.20)** |

* signifikant auf dem 10%-Niveau, **auf dem 5%-Niveau, *** auf dem 1%-Niveau.

Anmerkungen: Abhängige Variable ist der Spread über dem Consol. Die Zahlen in Klammern sind z-Werte. Die fixed-effects, "Betas" und länderspezifischen Rhos sind nicht aufgeführt.

Quellen: Siehe Datenanhang.

*Untersuchung von Subsamples (Tab. 8.4)*

In vielerlei Hinsicht ist die herausgehobene Stellung von 23 britischen Kolonien ein besonderes Merkmal des vorliegenden Samples. Die Ergebnisse im vorigen Kapitel haben gezeigt, daß britische

Kolonien im Hinblick auf die niedrige Preisvolatilität und die geringen Spreads als eigene Anlageklasse gesehen wurden. Darüber hinaus war die Zugehörigkeit zum Goldstandard in vielen Kolonien eine Folge von Währungsunionen mit Großbritannien. Es ist insofern denkbar, daß es strukturelle Differenzen zwischen Kolonien und unabhängigen Ländern gibt. Ein einfacher Chow-Test ermöglicht es, die Stabilität der Koeffizienten in beiden Untergruppen zu vergleichen. Die F-Statistik des Tests ist weit über dem kritischen Wert, so daß die die Hypothese verworfen wird, daß keine strukturellen Differenzen zwischen beiden Gruppen existieren.

Regression (12) dokumentiert, daß britische Kolonien keine „normalen" Kreditnehmer waren. Die Höhe der Staatsschuld und vor allem das Einkommensniveau haben keine Rolle für die Risikobewertung des Marktes gespielt. Die Exporte pro Kopf tragen das „falsche" Vorzeichen, was impliziert, daß ärmere Kolonien, *ceteris paribus*, geringere Zinslasten zu tragen hatten. Die Goldstandardvariable ist ökonomisch und statistisch insignifikant. Britische Kolonien, die zum Goldstandard übergingen, genossen mit einiger Sicherheit keine Finanzierungsvorteile. Kolonien hatten Finanzierungsvorteile, weil sie Kolonien waren. Das Währungsregime hat keine Rolle gespielt.

Kann aber die Goldstandardhypothese aufrecht erhalten werden, wenn nur die Gruppe der 33 unabhängigen Ökonomien betrachtet wird? Ökonomische Fundamentaldaten – insbesondere die Verschuldung und das Einkommensniveau – erscheinen hier wieder als signifikante Determinanten des Länderrisikos (13). Die Goldstandardvariable hat eine plausible ökonomische Größenordnung (15 Basispunkte), ist aber einmal mehr weit von konventionellen statistischen Signifikanzniveaus entfernt. Alles in allem erscheint das Argument für einen unzweifelhaften Goldbonus im Licht dieser Ergebnisse eher schwach. Dennoch bleibt die Frage unbeantwortet, warum die statistische und ökonomische Signifikanz der Goldstandardvariable kontinuierlich abnimmt, je größer das Sample wird. Ein kurzer Blick auf die Länder, die wir hinzufügen – etwa das Osmanische Reich, Mexiko, China, Persien, Siam oder die Balkanstaaten –, suggeriert, daß der Goldeffekt in dem Maße schwächer wird, wie die Anzahl der unterentwickelten, armen Länder im Verhältnis zu den wohlhabenderen atlantischen Ökonomien steigt: Waren arme Entwicklungsländer insofern „atypische" Kreditnehmer, daß die Zugehörigkeit zum Goldstandard keine faßbaren Glaubwürdigkeitsgewinne brachte?

Tab. 8.4: Goldregressionen für verschiedene Subsamples

| Regression | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Sample | Britische Kolonien | Unab-hängige Länder | Arme Länder | Arme Länder | Reiche Länder | Arme Länder | Arme Länder | Arme Länder |
| Methode | PCSE | PCSE | PCSE | FGLS | FGLS | PCSE | PCSE | PCSE |
| Länder | 24 | 33 | 22 | 22 | 11 | 16 | 16 | 16 |
| N | 519 | 762 | 448 | 448 | 314 | 399 | 399 | 399 |
| GS x kein Default | -2.55 | -15.14 | 6.97 | 3.25 | -41.26 | 7.87 | 3.52 | -0.03 |
| | (0.19) | (0.63) | (0.24) | (0.26) | (5.22)*** | (0.32) | (0.14) | (0.66) |
| GS x Default | | 153.68 | 177.25 | -132.30 | 542.25 | 239.50 | 25.98 | 0.12 |
| | | (1.79)* | (0.97) | (0.84) | (6.57)*** | (2.76)** | (0.26) | (0.87) |
| Default | | 460.34 | 492.82 | 504.93 | 78.39 | 486.82 | 491.57 | 0.68 |
| | | (11.07)*** | (11.59)*** | (16.64)*** | (2.68)*** | (11.21)*** | (12.65)*** | (9.57)*** |
| Vorheriger Default | | 131.84 | 141.80 | 92.04 | 41.29 | 92.74 | 121.0 | 0.19 |
| | | (4.28)*** | (4.24)*** | (4.84)*** | (1.72)* | (3.84)*** | (4.83)*** | (3.37)*** |
| Staatsschuld/ Einnahmen[#] | 1.32 | 8.21 | 16.14 | 12.82 | 3.09 | 13.43 | 5.30 | 0.03 |
| | (1.41) | (1.87)* | (3.58)*** | (4.93)*** | (1.7)* | (3.47)*** | (1.97)** | (4.36)*** |
| Exporte pro Kopf (log) | 3.25 | -121.10 | -182.46 | -73.59 | -51.45 | -547.82 | -371.60 | -1.35 |
| | (0.49) | (3.61)*** | (4.01)*** | (3.81)*** | (7.02)*** | (5.76)*** | (6.02)*** | (7.74)*** |
| Budgetsaldo/ Einnahmen[#] | 8.24 | -11.08 | -13.37 | -20.58 | -0.05 | -14.82 | 7.31 | -0.02 |
| | (2.90)*** | (0.62) | (0.71) | (1.50) | (0.01) | (0.82) | (1.07) | (0.92) |
| Handelsbilanz[#] | -1.94 | 5.16 | 42.84 | 30.46 | 13.69 | -60.23 | -78.47 | -0.06 |
| | (3.28)*** | (0.16) | (1.13) | (2.12**) | (1.49) | (1.68) | (2.29**) | (1.00) |
| Primärexporte | | | | | | 1314.26 | 2015.56 | -0.26 |
| | | | | | | (3.04)*** | (4.16)*** | (0.26) |
| Terms of Trade (%-Veränderung)[#] | | | | | | -0.38 | -0.04 | 0.00 |
| | | | | | | (1.13) | (0.12) | (0.50) |
| Zollniveau | | | | | | -3.98 | -3.29 | 0.00 |
| | | | | | | (2.61)** | (2.21)** | (1.00) |
| Internationaler Konflikt | 113.16 | -12.57 | -12.05 | 17.90 | 1.95 | 29.68 | 44.35 | 0.11 |
| | (6.38)*** | (0.52) | (0.42) | (1.52) | (0.30) | (1.53) | (2.50)** | (2.55)** |
| Lokaler Konflikt | | 65.27 | 69.37 | 26.15 | 57.45 | 68.09 | 27.22 | 0.11 |
| | | (2.10)** | (1.93)* | (1.64) | (1.86)* | (2.01)** | (1.30) | (2.29)** |

[#] = in Regression (18) um ein Jahr nach hinten versetzt.
* signifikant auf dem 10%-Niveau, **auf dem 5%-Niveau, *** auf dem 1%-Niveau.
Anmerkungen: Abhängige Variable ist der Spread über dem Consol, in (19) der Logarithmus des Spread. Die Zahlen in Klammern sind z-Werte. Die fixed-effects, "Betas" und länderspezifischen Rhos sind nicht aufgeführt.
Quellen: Siehe Datenanhang.

Ein weiterer Chow-Test zwischen den Gruppen der unterentwickelten, armen und den (relativ) wohlhabenden Emerging Markets bestätigt, daß es strukturelle Unterschiede zwischen beiden Ländergruppen gibt.[468] Eine separate Regression für die 22 weniger entwickelten, peripheren Ökonomien im Sample bringt schließlich ein klares Ergebnis (Regressionen 14 und 15): Die Übernahme des Goldstandards hat in der weltwirtschaftlichen Peripherie keine Glaubwürdigkeitsgewinne ausgelöst. Die Goldvariable trägt das falsche Vorzeichen und ist in allen Schätzungen statistisch insignifikant: PCSE oder FGLS, Zeitvariablen oder CAPM-Betas, *de facto*- oder *de iure*-Klassifikation – all dies spielt keine Rolle mehr, das Vorzeichen bleibt falsch. Der Markt hat nicht an „good housekeeping" geglaubt, wenn periphere Ökonomien zum Goldstandard übergingen. Viele Länder mögen zwar darauf gehofft haben, aber nur wenige haben an wirtschaftspolitischer Glaubwürdigkeit gewonnen. Solche Glaubwürdigkeitsgewinne waren die Ausnahme, nicht die Regel.

Der Grund, warum vorherige Studien zu unterschiedlichen Ergebnissen kamen, war, daß in den Studien, die die „moderne" Spezifikation verwendeten, die beschränkte Verfügbarkeit von BIP-Daten zu einer Selbstselektion der relativ reichen Länder geführt hat. Daß für die reichen Ökonomien die Goldstandardhypothese nicht unplausibel ist, illustriert die Regression (16). Der Goldstandard scheint in diesen Ländern (auf beiden Seiten des Atlantiks) in der Tat die Risiken signifikant gesenkt zu haben, um etwa 40 Basispunkte – wie bereits die frühe Studie von Bordo und Rockoff festgestellt hatte. Der internationale Finanzmarkt hat also arme und reiche Länder unterschiedlich behandelt. Glaubwürdigkeitsgewinne waren auf Länder beschränkt, die ein bestimmtes Entwicklungsniveau bereits erreicht hatten.[469]

Angesichts der möglichen Implikationen dieser Ergebnisse für das konventionelle Bild des Goldstandards soll diese Interpretation einer letzten Runde von Sensitivitätsprüfungen unterzogen werden (noch Tab. 8.4). Dabei werden einige andere Risikofaktoren einbezogen, die bis jetzt unberücksichtigt geblieben sind: In Regression (17) wird die Veränderung der Terms of Trade, der Anteil von Primärgüterexporten und die durchschnittliche Höhe der Importzölle eingebracht. In Regression (18) werden die wichtigsten Variablen um ein Jahr nach hinten verschoben („lag"). In (19)

---

[468] Die Klassifikation basiert auf dem Einkommensniveau. Als Schwellenwert wird ein BIP pro Kopf von weniger als 1500 US-Dollar (von 1990) im Jahr 1900 verwendet, also etwa ein Drittel des britischen BIP pro Kopf in diesem Jahr. Die Regressionen ergeben aber vergleichbare Ergebnisse, wenn das Sample bei einem Wert von 1000 oder 2000 US-Dollar geteilt wird.

[469] Weitere Chow-Tests innerhalb der gewählten Subsamples ergaben keine Hinweise auf andere strukturelle „Brüche".

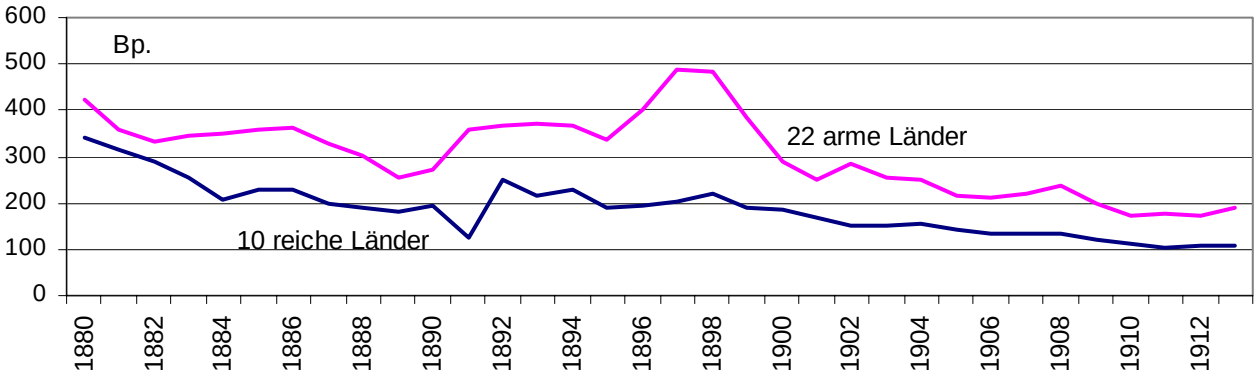
wird die abhängige Variable logarithmisch transformiert. Nichts von dem wirkt sich auf das Hauptergebnis aus: Für arme, periphere Volkswirtschaften war Gold kein „seal of approval".

## 5. Determinanten der Glaubwürdigkeit

Das „good housekeeping seal of approval" durch die Zugehörigkeit zum Goldstandard war im globalen Kapitalmarkt vor 1914 weder voraussetzungslos noch universell. Weder für britische Kolonien noch für die Mehrzahl der Entwicklungsländer hatte der Übergang zum Gold positive Auswirkungen auf die Markteinschätzung des Länderrisikos. Es ist daher fraglich, ob der Goldeffekt als Regel – oder nicht eher als Ausnahme zu der Regel interpretiert werden sollte, daß währungspolitische Arrangements an sich keine Glaubwürdigkeitseffekte bringen. Unterhalb eines gewissen Entwicklungsniveaus haben andere Faktoren die Risikoeinschätzung des Marktes geprägt.

Eine Implikation dieser Ergebnisse ist, daß die Ausbreitung des Goldstandards in der Peripherie nur eine untergeordnete Rolle für die Integration armer Länder in den Kapitalmarkt der ersten Globalisierungsphase gespielt haben kann. Die Zinskonvergenz, die nach 1895 einsetzte, war in der armen Peripherie nicht weniger ausgeprägt als in den reicheren Emerging Markets wie Dänemark, Schweden, Argentinien oder Chile (Abb. 8.2). In beiden Ländergruppen fielen die Spreads nach 1895 um etwa die Hälfte, wobei in absoluten Zahlen die Reduktion in den armen Ländern weitaus größer war.

Abb. 8.2.: Zinskonvergenz nach Entwicklungsstand




Anm.: Ungewichtete Durchschnitte der Spreads, ohne Länder im Zahlungsverzug. Ländereinteilung siehe Text und Datenanhang. Gruppe der zehn reichen Länder ohne Großbritannien, USA, Deutschland und Frankreich.
Quellen: Siehe Datenanhang.

Warum haben die zeitgenössischen Bondmarktinvestoren arme Entwicklungsländer anders behandelt als reichere Ökonomien? Zwei Erklärungen, die sich gegenseitig nicht ausschließen, kommen in Frage. Beide beziehen sich auf strukturelle Charakteristika peripherer Volkswirtschaften, die dazu geführt haben könnten, daß die Goldbindung kein langfristig glaubwürdiges Arrangement war. Zum einen haben Allan Drazen und Paul Masson unterstrichen, daß die Glaubwürdigkeit einer Politik – also die Wahrscheinlichkeit, daß eine angekündigte Politik auch in die Praxis umgesetzt wird – nicht nur von den Absichten der Politiker, sondern auch von der ökonomischen Situation selbst abhängt:

„Whether or not an announced policy is carried out, however, often reflects more than the policymaker's intention. The situation in which he finds himself can be as important: even a "tough" policymaker may renege on a commitment in sufficiently adverse circumstances. Hence, credibility should reflect not simply the desire to carry out a policy, but also the ability to deliver on a promise in unfavourable circumstances."[470]

Glaubwürdigkeitsgewinne können demnach nur dann realisiert werden, wenn der Markt überzeugt ist, daß diese Selbstbindung angesichts der wirtschaftlichen Lage auch aufrechterhalten werden kann. Investoren sind nicht blind für die vielfältigen Faktoren, welche die Wahrscheinlichkeit der Aufrechterhaltung der Goldbindung beeinflussen können. Wie auch in der Zwischenkriegszeit, als sich – gängiger Auffassung zufolge – die Glaubwürdigkeitseffekte nicht mehr bedingungslos einstellten, dürfte der Markt bereits vor 1914 die Wahrscheinlichkeit, daß die geldpolitische Orthodoxie in der Realität befolgt werden wird, von Land zu Land unterschiedlich beurteilt haben.

Arme periphere Länder waren aufgrund ihrer kaum diversifizierten Wirtschaftsstrukturen eher in der Gefahr, in Umstände zu geraten, welche die Aufrechterhaltung der Goldbindung schwierig machen würden: Exporteure von Primärgütern sind in der Regel anfälliger für Schwankungen der Weltmarktpreise ihrer Produkte. Zudem kann die agrarische Lobby mit ihrem ausgeprägten Interesse an Währungsabwertungen und niedrigen Zinsen die Aufrechterhaltung der festen Währungsbindung politisch erschweren. Diese Lobbies waren in armen Ländern stärker als in reichen, weil Interessengruppen, die hinter der Goldkonvertibilität standen (Bankiers, Rentiers), schwächer waren. Ein rationaler Investor hatte gute Gründe zu vermuten, daß Dänemark größere Anstrengungen unternehmen würde, an der Goldbindung festzuhalten als Siam oder Venezuela.

[470] Drazen und Masson (1994), "Credibility of Policies versus Credibility of Policy Makers", 736/737.

In Tab. 8.5 wird eine Reihe von Faktoren verglichen, welche die Markteinschätzung des „promise of self-restraint" beeinflußt haben dürften. Die Übersicht zeigt, daß die Länder, für die der Goldstandard Glaubwürdigkeitseffekte brachte, in vielerlei Hinsicht eine Sonderstellung innehatten: Sie wuchsen deutlich schneller, waren – gemessen an der Exportquote – doppelt so offen, exportierten weniger Primärgüter und handelten stärker mit anderen Goldstandardländern. Das Zollniveau war niedriger, die Terms of Trade weniger variabel und die Integration in den Weltmarkt – gemessen an der Entfernung und den Transportkosten von London – deutlich höher. Das BIP pro Kopf war, in anderen Worten, mit Faktoren korreliert, die das Marktvertrauen in die Goldbindung stützen mußten. Für die große Mehrzahl der Entwicklungsländer hingegen war der Goldstandard ein geldpolitisches Arrangement, dessen Aufrechterhaltung häufig in Frage stehen mußte und das zudem unter geringen Kosten wieder ausgesetzt werden konnte. Daß unter diesen Umständen der Übergang zum Gold keine Glaubwürdigkeitsgewinne brachte, kann kaum verwundern.

Tab. 8.5: Ökonomische Strukturindikatoren der Ländergruppen

| Arithmetische Durchschnittswerte 1900-1913 | 16 arme Länder | 11 reiche Länder |
|---|---|---|
| BIP/Kopf, USD (1990) | 1122 | 2580 |
| BIP-Wachstum, % p.a. | 2.29 | 3.66 |
| Handel mit Goldstandardländern/gesamter Handel | 0.83 | 0.91 |
| Terms of Trade* | 10.76 | 8.32 |
| Exporte/BIP | 0.11 | 0.24 |
| Primärgüterexporte/Gesamtexporte | 0.92 | 0.81 |
| Zollniveau (%) | 24 | 15 |
| Effektive Entfernung von London** | 2.89 | 2.00 |

* Standardabweichung der Veränderungsraten in einem gleitenden 5-Jahres-Fenster.
** Schiffsentfernung unter Berücksichtigung der Transportkosten.
Anmerkung: Gruppe der elf reichen Länder umfaßt nicht die Zentrumsländer Großbritannien, Deutschland, Frankreich, USA. Klassifikation auf der Grundlage des BIP pro Kopf im Jahr 1900. Der Schwellenwert lag bei einem Einkommen von 1500 US-Dollar (1990).
Quellen: Siehe Datenanhang.

Die zweite Erklärung ist politisch. In den Augen des Marktes dürfte die Glaubwürdigkeit der Goldbindung in Entwicklungsländern nicht zuletzt deshalb niedrig gewesen sein, weil die politische Instabilität hoch war. In einer Situation, in der die gesamte politische Ordnung noch auf „wackligen Beinen" steht, sind Währungsordnungen ein zweitrangiges Problem. Investoren in Kolumbien, Persien oder Bulgarien waren in erster Linie mit der unsicheren politischen Lage im Innern und Äußeren beschäftigt. Währungsklauseln dürften demgegenüber unbedeutend gewesen sein. Ein bestimmtes Maß an politischer und ökonomischer Stabilität muß erreicht sein, damit der Markt währungspolitische Arrangements als ökonomisch bedeutsame Faktoren wahrnimmt. Daß die zeitgenössischen Quellen die politische Lage in Kolumbien, Bulgarien oder Mexiko detailliert kommentieren, aber nicht erwähnen, ob diese Länder die Goldkonvertibilität der Währungen verankert

hatten, ist aus dieser Perspektive verständlich. In den Primärquellen wurde das Währungsregime eines Landes selten erwähnt.[471] Wenn die City ein so großes Interesse gehabt hätte, wie es die Goldstandard-Hypothese nahe legt, wären wohl weitaus häufigere und detailliertere Angaben zu erwarten gewesen.

Wenn Kreditwürdigkeit und politische Stabilität langfristig gesichert waren, ist nicht ausgeschlossen, daß die Übernahme des Goldstandards zusätzliche Glaubwürdigkeitseffekte ausgelöst hat. Aber dieser Effekt war letztlich endogen. Eine Abkürzung auf dem Weg zur Integration in den globalen Kapitalmarkt war der Goldstandard jedenfalls in der Peripherie nicht.

## 6. Zusammenfassung

(1) Die Hypothese eines „good housekeeping seal of approval" ist nicht ohne empirische Fundierung. Aber vor dem Ersten Weltkrieg waren diese Effekte ebenso von robusten ökonomischen Fundamentaldaten und politischer Stabilität abhängig wie in der Zwischenkriegszeit. Die verbreitete Hypothese eines automatischen Goldeffekts in vorherigen Studien war eine Folge geographisch und strukturell begrenzter Ländersamples.

(2) Auch im Fall jener weiter fortgeschrittenen Länder, auf welche die Goldstandardhypothese zuzutreffen scheint, bleibt abzuwarten, ob detaillierte Länderstudien wirklich eine Kausalbeziehung bestätigen werden. Die Kritik, daß die Goldstandardvariable in den entsprechenden Schätzungen letztlich nur unbeobachtete strukturelle Verbesserungen in der politischen oder ökonomischen Lage widerspiegelt, welche die Übernahme des Goldstandards erst ermöglichten, bleibt berechtigt.

(3) In der ersten Globalisierung hat der Markt – wie in der Gegenwart – das Versprechen monetärer Stabilität durch regelgebundene Geldpolitik hinterfragt und Länderrisiken als eine komplexe Mischung aus ökonomischen Fundamentaldaten und politökonomischen Zukunftsaussichten bewertet. Einseitige Versprechen von Wechselkursstabilität und orthodoxer Wirtschaftspolitik lösen nur unter bestimmten Bedingungen zusätzliche Glaubwürdigkeitseffekte aus. Zumindest für Entwicklungsländer, in denen Sorgen um die politische und ökonomische Fundamentalsituation dominieren, legt die historische Erfahrung den Schluß nahe, daß solche Glaubwürdigkeitsgewinne konditional und endogen sind.

---

[471] Es gibt allerdings einige Hinweise darauf, daß der Finanzmarkt in Einzelfällen dem Währungsregime Aufmerksamkeit schenkte. Der *Economist* etwa diskutierte die Währungspolitik Japans; siehe Sussman und Yafeh (2001), "Institutions, Reforms, and Country Risk. Lessons From Japanese Government Debt in the Meiji Era".

(4) Der Goldstandard im Zentrum war zweifellos ein wichtiger Faktor für die historisch niedrigen und stabilen Zinssätze in den entwickelten Ländern und hat insofern eine wichtige Rolle als Push-Faktor für den Kapitalexport gespielt. Als Währungsregime in der Peripherie hat er den Kapitaltransfer von Reich nach Arm nicht begünstigt.

# KAPITEL 9: HEGEMONIE, INFORMELLES EMPIRE UND ZINSKONVERGENZ

Weder die rechtliche Integration unter dem Dach des britischen Empire noch Glaubwürdigkeitseffekte durch die Übernahme des Goldstandards kommen als Erklärung für die Einschätzung geringer Investitionsrisiken in unabhängigen Entwicklungsländern in Frage. Warum hielt der Finanzmarkt dennoch auch die unabhängigen Entwicklungsländer am Vorabend des Ersten Weltkrieges für relativ sichere Anlageziele? Welche Ursachen hatte insbesondere die kontinuierliche Konvergenz der langfristigen Zinsen vor 1914? Warum wurde die Welt in Augen der Investoren immer sicherer, so daß die Kapitalflüsse von Reich nach Arm stetig zunahmen?

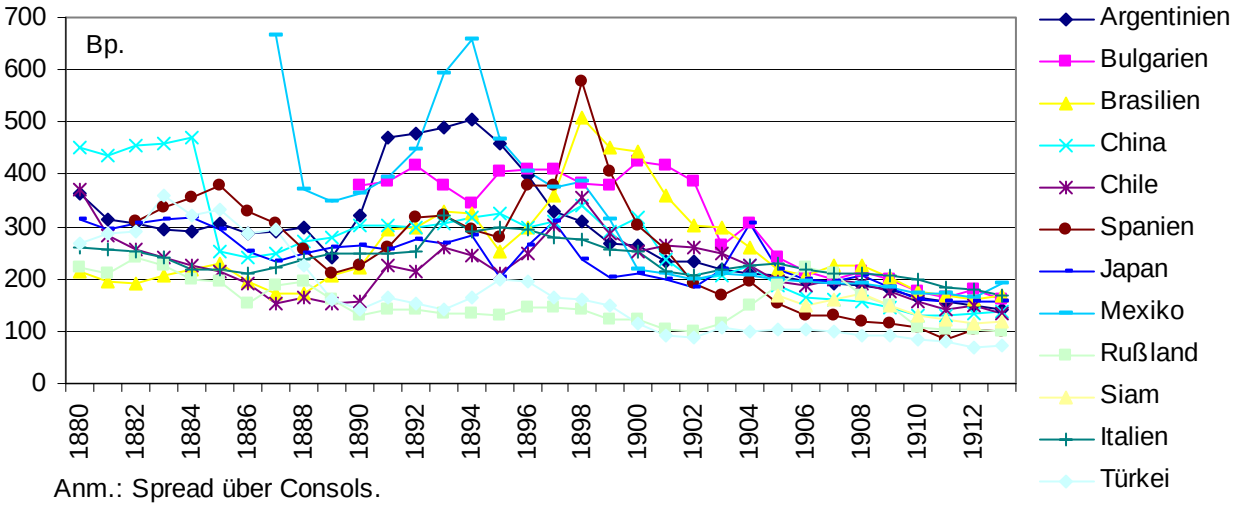
## 1. Zinskonvergenz 1880-1913

Seit den späten 1890er Jahren meldeten die Börsen der europäischen Finanzzentren kontinuierlich steigende Anleihepreise von Kreditnehmern aus der Peripherie. Höhere Preise bedeuten niedrigere Zinsen: Im Jahr 1910 lag die Rendite auf ein breites Portfolio aus langfristigen Titeln unabhängiger kapitalarmer Länder – also ohne die entwickelten westeuropäischen Industriestaaten, die USA und die europäischen Kolonien – nur noch bei rund fünf Prozent. Insbesondere die Spreads sind stark gefallen. Vor der Jahrhundertwende hatte die Differenz zwischen den durchschnittlichen Renditen von Anleihen peripherer Volkswirtschaften und dem britischen Consol noch knapp 400 Basispunkte betragen; ein Jahrzehnt später war sie auf gerade einmal 175 Basispunkte gefallen (Abb.9.1). Im Jahr 1913 mußten nur vier Länder im gesamten Markt – Ecuador, El Salvador, Guatemala und Nicaragua – Risikoprämien zahlen, die zweihundert Basispunkte über dem Consol lagen – 1895 waren es noch mehr als 15.

Die Konvergenz der weltweiten Zinsen ist ein auffälliges Merkmal der ersten Phase globaler Finanzmarktintegration. Einige Autoren haben diesen Prozeß als „the most striking financial phenomenon of the late 19th and early 20th centuries" bezeichnet[472]. Der Schlüssel zum Verständnis dieses Prozesses ist die zurückgehende Risikoeinschätzung der Investoren, die sich trotz des leichten Anstiegs der Rendite des Consol in sinkenden Zinsaufschlägen ausdrückte (Abb. 9.2).

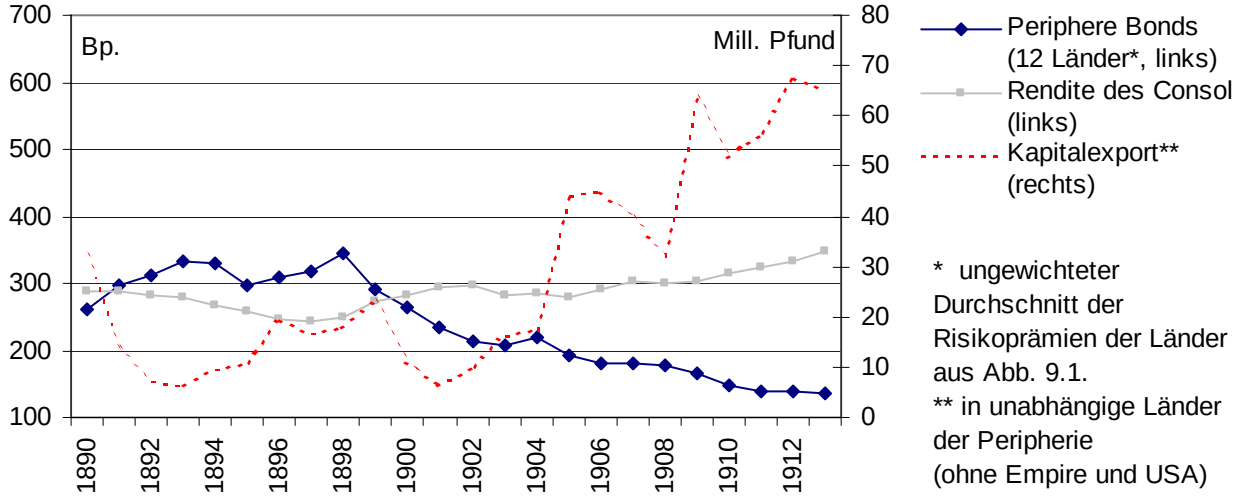
[472] Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913*, 16.

Abb. 9.1: Zinskonvergenz 1880-1913




Anm.: Spread über Consols.
Quellen: Siehe Datenanhang.

Abb. 9.2: Anleihespreads, Rendite des Consol und Kapitalexport




* ungewichteter Durchschnitt der Risikoprämien der Länder aus Abb. 9.1.
** in unabhängige Länder der Peripherie (ohne Empire und USA)

Quellen: Siehe Datenanhang.

Die Angleichung der Zinsen zwischen den Industrieländern ist in der Literatur bereits ausführlich gewürdigt worden: Geringe Wechselkursrisiken, die wachsende Integration der Finanzmärkte und die zunehmende Mobilisierung von Ersparnissen haben diesen Prozeß ermöglicht.[473] Weniger klar ist, warum die Zinskonvergenz auch, sogar in besonderem Maße, die

[473] Ferguson (2003d), "Political Risk and the International Bond Market between the 1848 Revolution and the Outbreak of the First World War".

Peripherie erfaßte. Verschiedene Hypothesen sind vorgebracht worden. Eine dieser Hypothesen, auf die bereits ausführlich eingegangen wurde, verweist auf die Rolle des Goldstandards. Die Analyse im vorigen Kapitel hat aber gezeigt, daß zumindest in der Peripherie keine Glaubwürdigkeitsgewinne durch die Goldbindung erzielt wurden.

Eine zweite Hypothese erklärt die fallenden Risikoprämien mit der Abnahme der Staatsschulden (im Verhältnis zu den verfügbaren Ressourcen).[474] Diese Auffassung ist nicht neu. Schon C.K. Hobson hatte 1914 festgestellt: "The rise of prices enabled them [the recipient countries] to gather in a larger revenue, and so lightened the burden of their outstanding debts."[475] In der Tat läßt sich in vielen peripheren Volkswirtschaften seit etwa 1895 in der Folge robusten Wachstums und steigender Staatseinnahmen im Zuge der höheren weltweiten Inflation eine deutliche Reduktion der Verschuldung beobachten. Offen ist aber, ob diese Hypothese mit dem Muster des Konvergenzprozesses übereinstimmt.

Noch am Vorabend des ersten globalen Kapitalmarktbooms, in den späten 1870er Jahren, schienen die Voraussetzungen für einen Aufschwung der Kapitalexporte von Reich nach Arm wenig vielversprechend: Viele Länder hatten seit langem Zahlungsprobleme. In den siebziger Jahren waren etwa Spanien, das Osmanische Reich, Griechenland, Ägypten und insgesamt zehn lateinamerikanische Länder in Verzug mit ihrem Schuldendienst.[476] Erst die Umschuldungsabkommen gegen Ende der siebziger und zu Beginn der 1880er Jahre bereiteten den Boden für neues Interesse der Investoren an Auslandsinvestitionen. Zur Mitte des Jahrzehnts setzte der erste Boom der Kapitalexporte in die Peripherie ein[477]: Argentinien, Brasilien, aber auch die Türkei und Griechenland waren wichtige Anlageziele für europäische – vor allem britische – Investoren.[478]

Die argentinische Zahlungskrise (1890/91) und der nur knapp verhinderte Zusammenbruch des Londoner Bankhauses Baring beendeten diese erste Welle des Kapitalexports. Die parallelen

---

[474] Diese These wurde unlängst von Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913*, umfassend begründet.

[475] Hobson (1914), *Export of Capital*, 158.

[476] Vgl. Suter (1990), *Schuldenzyklen in der Dritten Welt*, 89ff. und Rippy (1959), *British Investments in Latin America, 1822-1949*, 38ff.

[477] Corporation of Foreign Bondholders (1880-1914), *Annual General Report of the Council of the Corporation of Foreign Bondholders*, 1880-1885; siehe auch den Appendix in Kelly (1998), "Ability and Willingness to Pay in the Age of the Pax Britannica 1890-1914".

[478] Vgl. van Oss (1895), *A Decade of Finance 1885-1895*; Hobson (1914), *Export of Capital*, 145ff.

Defaults anderer lateinamerikanischer Staaten wie Uruguay und Venezuela (1891) sowie kurze Zeit später die Schuldendienstmoratorien in Portugal (1892) und Griechenland (1893) reduzierten die Kapitalflüsse in die Peripherie auf das Niveau der frühen 1880er Jahre. In Brasilien brach 1893 ein Bürgerkrieg aus, der auch den zweiten großen Schuldner des Subkontinents in finanzielle Schwierigkeiten brachte und dann 1898 in die Finanzkrise führte. Dank der Vermittlung der Rothschilds konnte eine schnelle Restrukturierung des Schuldendienstes erreicht werden.[479]

Zeitgenössische Quellen spiegeln die Verunsicherung des Marktes zu Beginn der neunziger Jahre deutlich wider[480]: „The British investor was scared, just as he had been at the outbreak of the American Civil War in 1861, and the panic spread also to the Continent."[481] Die Risiken des „foreign lending" waren nach der Euphorie der späten achtziger Jahre wieder ins Bewußtsein gerückt. Investoren begegneten lateinamerikanischen und südeuropäischen Bonds mit großer Skepsis; allein asiatische Anleihen wurden noch als relativ sicher angesehen.

Ab 1895 erholte sich der Markt wieder: Britische Kapitalexporte in die unabhängigen Länder Lateinamerikas, Süd- und Osteuropas sowie Asiens verdreifachten sich zwischen 1893 und 1896, allerdings von einer niedrigen Basis.[482] Die Risikoprämien hatten 1896 im Mittel wieder das Niveau von 1888 erreicht. Die schweren Finanzkrisen zu Beginn des Jahrzehnts hatten die Investoren zwar gewarnt; doch nimmt bereits in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre ein bemerkenswerter Prozeß seinen Lauf: Die Risikoprämien begannen kontinuierlich zu fallen, zunächst auf das Vorkrisenniveau, im ersten Jahrzehnt des 20. Jahrhunderts dann immer tiefer. 1901 hatten die Prämien die historischen Tiefstände von 1889/90 wieder erreicht und eilten danach von Rekord zu Rekord. Der britische Markt wurde von Jahr zu Jahr optimistischer in bezug auf die finanzielle Stabilität der Peripherie (Abb. 9.3). Die späten neunziger Jahre markieren daher einen deutlichen Wendepunkt in der Geschichte der Finanzglobalisierung vor 1914. Die Krisenphase der ersten Hälfte der 1890er Jahre war überwunden, und der Markt faßte wieder Vertrauen in die Kreditwürdigkeit der Peripherie. Zwar mag man die hohen Prämien im Jahr 1896 noch teilweise als psychologische Folge der Verunsicherung des Marktes nach den Krisen der ersten Hälfte des Jahrzehnts interpretieren, aber der wachsende Optimismus der

---

[479] Ferguson (2002), *Die Geschichte der Rothschilds. Propheten des Geldes*, 411.

[480] Siehe van Oss (1895), *A Decade of Finance 1885-1895;* van Oss (1898), *Fenn on the Funds*.

[481] Hobson (1914), *Export of Capital*, 150.

[482] Siehe Stone (1999), *The Global Export of Capital from Great Britain 1865-1914*.

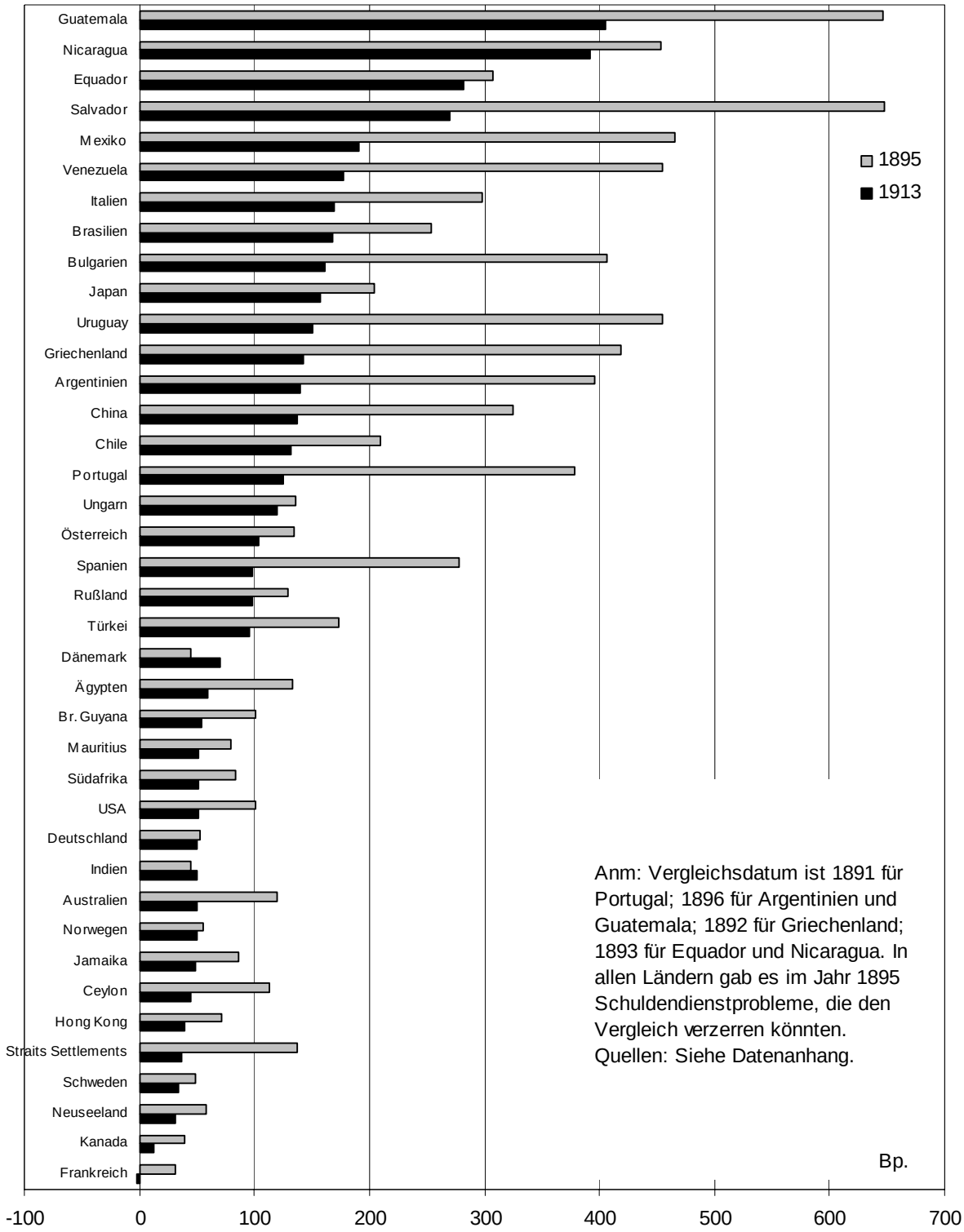
Investoren in bezug auf die Kreditwürdigkeit der Peripherie wird ebenso sichtbar, wenn man ein anderes Basisjahr, etwa 1900, wählt.[483]

Dieser Trend hat nahezu alle Länder und Regionen erfaßt. Mit Ausnahme Indiens und Dänemarks sind die Risikoaufschläge aller Anleihen zwischen 1896 und 1913 gefallen (Abb. 9.3). Neben den lateinamerikanischen Ländern finden sich mit Griechenland, Bulgarien, Portugal, Spanien und dem Osmanischen Reich auch Länder der europäischen Peripherie in der Gruppe der Ökonomien, deren Länderrisiko sich am stärksten vermindert hat. In Asien sticht China hervor: Chinesische Spreads sanken ebenfalls um annähernd zwei Prozentpunkte zwischen 1896 und dem Ersten Weltkrieg.

Es ist zudem auffällig, daß der Rückgang der Risikoprämien innerhalb des britischen Empire deutlich geringer war als in Lateinamerika und den anderen peripheren Ländern. Auch für einige unabhängige Staaten, darunter Rußland und Japan, änderte sich die Risikoeinschätzung des Marktes nur geringfügig. Der Prozeß war insofern zwar umfassend, aber nicht unbedingt homogen. Anders gesagt, im Mittel konvergierten (fast) alle Länder, aber einige wesentlich stärker als andere.

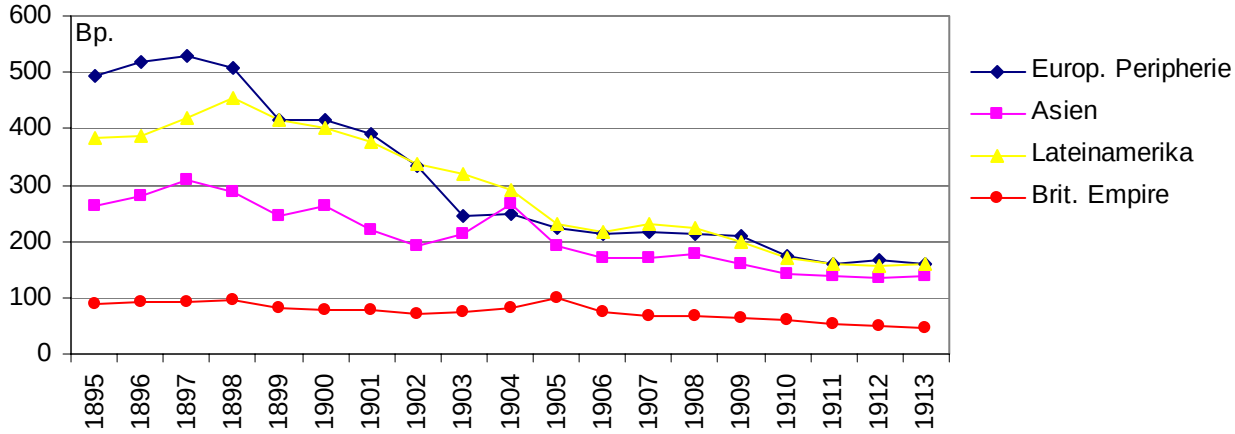
[483] Falls sich ein Land im Jahr 1895 in der Zahlungskrise befand, wurde für den Vergleich das nächste krisenfreie Jahr zugrunde gelegt, um Verzerrungen zu vermeiden.

Abb. 9.3: Zinskonvergenz 1913 ggü. 1896



Im Ergebnis zeigt sich ein bemerkenswert homogenes Bild: Die Risikoprämien waren 1913 nicht nur halb so hoch wie noch rund 15 Jahre zuvor, sondern lagen erstaunlich nah beieinander. Tendenziell haben die riskanten Länder in Lateinamerika und Südosteuropa überproportional an Kreditwürdigkeit gewonnen. In den 1890er Jahren lagen die einzelnen Regionen noch deutlich auseinander (Abb. 9.4). Britische Investoren hielten lateinamerikanische Anleihen für die riskantesten, gefolgt von denen aus Europa und Asien, mit Abständen von jeweils rund 100 Basispunkten. Nach 1910 lagen alle drei Regionen nahezu auf dem gleichen Niveau.[484]

Abb. 9.4: Zinskonvergenz nach Regionen




Anm.: Ungewichtete Durchschnittswerte für Länder aus Abb. 9.1. Für das britische Empire: ungewichteter Durchschnitt des "dependent Empire" (ohne Canada, Australien und Neuseeland).
Quellen: Siehe Datenanhang.

Man kann daher ab der zweiten Hälfte der neunziger Jahre zwei Prozesse beobachten, die eng miteinander verbunden waren: Auf der einen Seite ist die Risikowahrnehmung im gesamten Markt gefallen. Britische Investoren betrachteten nicht nur britische Kolonien, sondern – zumindest nach 1900 – auch unabhängige kapitalarme Volkswirtschaften als zunehmend sichere Anlageziele. Auf der anderen Seite hat sich innerhalb dieser sehr heterogenen Ländergruppe (und zwischen den Weltregionen) die Einschätzung der Kreditwürdigkeit stark angeglichen. Am Vorabend des Ersten Weltkrieges bewegten sich die Risikoprämien sich in einem erstaunlich engen Band zwischen etwa hundert und zweihundert Basispunkten. Von Liberia (166 Bp.), dem einzigen nominell unabhängigen

[484] Allein die asiatischen Länder brechen zwischen 1904 und 1905 kurzfristig aus dem Trend aus – was in erster die kurzfristige Reaktion des Finanzmarktes auf den russisch-japanischen Krieg widerspiegelt. Die weniger entwickelten Regionen des britischen Empire hatten durchweg die niedrigsten Spreads. Dieser Sicherheits-Vorsprung verringert sich aber im Laufe der Jahre deutlich.

afrikanischen Staat, über Persien (200 Bp.) bis hin zu Japan (158 Bp.) und Argentinien (140 Bp.) waren fast alle peripheren Länder in diesem Marktsegment beheimatet.[485]

Auch ohne statistische Hilfsmittel ist bereits jetzt deutlich, daß jede Hypothese, welche diese Phänomene erklären will, beide Prozesse erfassen muß: Sie muß sowohl die Faktoren benennen, die zu der generellen Reduktion der Risikowahrnehmung im internationalen Bondmarkt geführt haben, als auch erklären, warum es in diesem Prozeß zu einer starken Angleichung der Prämien zwischen den einzelnen Ländern der Peripherie gekommen ist.

## 2. Reduktion der realen Schuldenlast durch Wachstum und Inflation?

Welche Ursachen hatte die markante Veränderung der Risikolage nach 1895/96?[486] Der zweifelhafte Erklärungswert der Goldstandard-Hypothese wurde im vorigen Kapitel ausführlich belegt: Der Korrelation zwischen der Ausbreitung der Goldkonvertibilität und der Konvergenz der Zinsen lag mit einiger Sicherheit keine Kausalbeziehung zugrunde. Dies zeigt sich auch daran, daß unter den Ländern, die am stärksten konvergierten, einige waren, die nie oder nur für kurze Zeit die Goldkonvertibilität ihrer Währungen verankert hatten – China, Spanien, Italien, Portugal, Bulgarien. Darüber hinaus gingen in einigen Goldländern die Risikoprämien nur verhältnismäßig geringfügig zurück – etwa in Rußland und Japan. Nicht zuletzt die Entwicklung in Japan, das oft als Paradebeispiel für den Glaubwürdigkeitseffekt der Goldkonvertibilität herangezogen wurde[487], erscheint weniger exemplarisch, wenn man das Land mit einigen „peers“ vergleicht: 1895 lag – in der Einschätzung des

[485] Blickt man gleichsam aus der Vogelperspektive auf den internationalen Kreditmarkt im letzten Jahrzehnt vor dem Krieg, so sieht man – von wenigen, vornehmlich mittelamerikanischen Ausnahmen abgesehen, die der Marktkapitalisierung nach nicht ins Gewicht fielen – nur noch zwei Marktsegmente: britische Kolonien und entwickelte Industrieländer mit Spreads von deutlich weniger als 100 Basispunkten sowie die Länder der Peripherie mit Prämien zwischen etwa 100 und 200 Basispunkten.

[486] Die einfachste Hypothese, die die generelle Reduktion von Länderrisiken in der Peripherie erklären könnte, scheidet aus: Das internationale Zinsniveau ist im fraglichen Zeitraum nicht etwa gefallen, sondern gestiegen – wie sich an der Rendite des britischen Consol ablesen läßt. Eine allgemeine Reduktion der Zinslast durch niedrigere Marktzinsen in Großbritannien hätte zwar die Kreditrisiken im gesamten Markt senken können. Die Risiken sind aber gesunken, obwohl das internationale Zinsniveau leicht gestiegen ist.

[487] Sussman und Yafeh (2001), "Institutions, Reforms, and Country Risk. Lessons From Japanese Government Debt in the Meiji Era".

Marktes – das Länderrisiko von Chile, das in den 1890er Jahren nur kurz und unerfolgreich mit dem Goldstandard experimentierte, gleichauf mit Japan. In den folgenden knapp zwei Jahrzehnten fielen chilenische Spreads trotz des „Papierstandards" stärker als die der Goldstandard-Ökonomie Japan. Auch Japans Nachbar China, ungleich ärmer, politisch instabiler, rückständiger und auf dem Silberstandard, wurde im ersten Jahrzehnt des 20. Jahrhunderts kontinuierlich als besseres Kreditrisiko angesehen.[488]

Flandreau und Zumer haben daher die Staatsverschuldung bzw. den resultierenden Schuldendienst in den Mittelpunkt ihrer Überlegungen zur Kreditwürdigkeit gestellt.[489] Sie begründen dies sowohl mit zeitgenössischen ökonomischen Abhandlungen als auch mit ökonometrischen Schätzungen, welche die zentrale Bedeutung der Verschuldung für die Risikoeinschätzung belegen. Wenn die Staatsverschuldung oder der Schuldendienst – im Verhältnis zu verfügbaren öffentlichen Einnahmen – das bestimmende Kriterium für die Höhe der Risikoprämien im globalen Kapitalmarkt vor 1914 war, dann sollte sich parallel zur Zinskonvergenz seit den späten 1890er Jahren auch eine entsprechende Abnahme der Schuldenlasten feststellen lassen. Flandreau und Zumer finden in der Tat eine positive Beziehung:

„ … the story we tell is that investors monitored debt burdens and these were reduced dramatically. They thus concluded that the world was turning into a much safer financial place, and became increasingly eager to lend abroad."[490]

Eine Reihe von Gründen kommt für die Abnahme der Schuldendienstverpflichtungen in Frage – Haushaltsdisziplin, starkes realwirtschaftliches Wachstum, die Ausweitung der Staatseinnahmen relativ zum BIP oder die weltweite Inflation im Zuge der Goldfunde in Südafrika, Alaska und Sibirien.[491] Flandreau und Zumer haben einige dieser Ursachen verworfen: Die Reduktion der Verschuldung ließe sich weder auf Haushaltsüberschüsse noch auf einen Rückgang der nominellen Staatsschuld zurückführen. Die Bruttoverschuldung stieg in der Tat kontinuierlich an. Was sich

[488] Dies galt auch nach der Beendigung des russisch-japanischen Krieges von 1904/5; zu China: Goetzmann und Ukhov (2001), "China and World Financial Markets 1870-1930".

[489] Flandreau, Le Cacheux und Zumer (1998), "Stability Without a Pact? Lessons from the European Gold Standard, 1880-1914"; Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913*.

[490] Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913*, 57.

[491] Flandreau, Le Cacheux und Zumer (1998), "Stability Without a Pact? Lessons from the European Gold Standard, 1880-1914", 146.

änderte, war offenbar der Nenner der Verschuldungsquoten: Durch kräftiges Wachstum und höhere Inflation wuchsen die Einnahmen der öffentlichen Hand seit der Mitte der 1890er Jahre deutlich schneller als die Staatsschuld und der Schuldendienst. Aufgrund dieser schleichenden „Entschuldung", so Flandreau und Zumer, hätten die meisten Länder am Vorabend des Ersten Weltkrieges auf wesentlich solideren finanziellen Füßen gestanden als zuvor:

„One correlate of the overarching importance of the debt burden is that interest rate convergence (...) occurred because countries were able to achieve a significant reduction of these burdens. Our conclusion therefore is that the root of pre-1914 financial globalization was the improved prospects concerning the sustainability of public debts."[492]

Falls diese These wirklich zutrifft, dann könnte bereits ein einfacher Test klare Ergebnisse bringen. Sollte die Dynamik der öffentlichen Verschuldung tatsächlich der wichtigste Faktor hinter der Zinskonvergenz vor 1914 gewesen sein, dann müßten sich zwei Prozesse beobachten lassen: Ein genereller Rückgang der Verschuldung einerseits und eine Korrelation zwischen relativer Entschuldung und Zinskonvergenz andererseits. Anders gesagt, die Daten sollten nicht nur einen eindeutigen Trend hin zu niedrigeren Schulden zeigen, sondern zumindest der Tendenz nach sollten Länder, deren Schuldenlast besonders stark gesunken ist, die deutlichsten Verbesserungen in der Kreditwürdigkeit aufweisen. Flandreau und Zumer kommen zu dem Schluß, daß beide Hypothesen von den verfügbaren Daten bestätigt werden. Allerdings stützt sich ihre Analyse auf gerade einmal sieben periphere Ökonomien, während der Konvergenzprozeß fast alle kapitalarmen Volkswirtschaften erfaßt hatte.[493] Es ist daher wichtig zu überprüfen, ob sich diese Zusammenhänge auch in einer repräsentativeren Ländergruppe bestätigen. Mit Daten für 18 periphere Volkswirtschaften aus Lateinamerika, Asien und Europa deckt das hier gewählte Sample nahezu die gesamte Kreditaufnahme der unabhängigen Ökonomien Asiens, Lateinamerikas sowie Süd- und Osteuropas im Londoner Markt ab.[494]

---

[492] Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913*, 75.

[493] Nicht berücksichtigt werden bei Flandreau und Zumer etwa das Osmanische Reich/Türkei, Japan, China, Chile und Mexiko – um nur die wichtigsten zu nennen.

[494] Diese und die folgenden Abbildungen beruhen auf Daten für 18 Ökonomien, die der Marktkapitalisierung weit über neunzig Prozent der Kreditaufnahme ausmachten: Bulgarien, Griechenland, Rußland, Türkei, Spanien, Portugal, Serbien, Italien, Argentinien, Brasilien, Mexiko, Chile, Venezuela, Uruguay, Salvador, Nicaragua, China, Japan. Neben Siam und Persien, die ihre ersten Bonds in London erst nach der Jahrhundertwende

Als Vergleichszeitraum bieten sich die Jahre 1895 bis 1899 gegenüber den Jahren 1910 bis 1913 an. Falls die These zutrifft, daß die Reduktion der Staatsschulden in erster Linie durch die weltweite Inflation nach 1895/96 und höheres Wirtschaftswachstum ausgelöst wurde, sollten sich zwischen diesen Daten substantielle Veränderungen in der Zahlungsfähigkeit peripherer Ökonomien finden lassen. Um ein ausgewogenes Bild zu bekommen, das von den zyklischen Fluktuationen der öffentlichen Einnahmen unabhängig ist, werden einfache Durchschnittswerte für beide Perioden gebildet. Dabei blieben solche Jahre unberücksichtigt, in denen ein Land seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkam. So kann man ausschließen, daß die Reduktion der Spreads in erster Linie die Tatsache widerspiegelt, daß sich ein Land nicht mehr im Default befindet.[495]

Es besteht kein Zweifel, daß die von Flandreau und Zumer identifizierte Reduktion der realen Schuldenlast in vielen Ländern tatsächlich stattgefunden hat (Tab. 9.1). Relativ zu den öffentlichen Einnahmen ist die Verschuldung im Mittel gesunken. Eine ähnliche Entwicklung zeigt sich, wenn man die Staatsschuld durch die Exporte teilt: Sowohl die öffentlichen Einnahmen als auch der Außenhandel sind – in britischen Pfund – nach 1895/99 schneller gewachsen als die Schulden. Auch bei den Schuldendienstverpflichtungen zeigt sich im Grunde ein vergleichbares Bild. Im Mittel aller Länder machte der Schuldendienst vor 1900 noch über ein Viertel der staatlichen Einnahmen aus; nach 1910 mußte nur noch ein knappes Fünftel aufgewendet werden.

---

herausbrachten, bleiben einige kleinere lateinamerikanische Kreditnehmer sowie Liberia aufgrund von Daten- und Zahlungsproblemen unberücksichtigt.

[495] Dies gilt für Portugal, das zwischen 1895 und 1899 zahlungsunfähig war; auch Nicaragua kam in der zweiten Hälfte der 1890er Jahre seinen Schuldendienstverpflichtungen nicht nach. Für beide Länder wurden deshalb die letzten verfügbaren Werte vor der Finanzkrise, 1890 bzw. 1892/93, benutzt. Im Fall von Brasilien und Griechenland wurde der Durchschnitt für 1895-99 ohne die Krisenjahre gebildet.

Tab. 9.1: Staatsschuld und öffentlicher Schuldendienst (1895/99 gegenüber 1910/13)

| | Staatsschuld (Mill. Pfund) | | Staatsschuld zu Einnahmen (%) | | Schuldendienst zu Einnahmen (%) | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1895/99 | 1910/13 | 1895/99 | 1910/13 | 1895/99 | 1910/13 |
| Bulgarien | 9 | 27 | 302.2 | 388.3 | 22.7 | 24.0 |
| Spanien | 282 | 384 | 1337.6 | 922.0 | 41.1 | 37.0 |
| Griechenland | 21 | 33 | 737.0 | 572.0 | 26.0 | 24.0 |
| Italien | 517 | 658 | 883.6 | 696.0 | 40.0 | 21.0 |
| Portugal* | 128 | 115 | 1382.0 | 716.8 | 46.0 | 12.5 |
| Rußland | 611 | 865 | 443.4 | 294.3 | 17.4 | 13.5 |
| Serbien | 16 | 24 | 621.5 | 487.3 | 31.3 | 26.5 |
| Türkei | 126 | 117 | 630.8 | 442.0 | 10.1 | 18.5 |
| China | 42 | 114 | 308.4 | 271.3 | | |
| Japan | 43 | 263 | 120.6 | 160.8 | 8.2 | 11.3 |
| Argentinien | 124 | 161 | 1228.2 | 543.3 | 36.4 | 22.8 |
| Brasilien | 60 | 160 | 533.8 | 406.8 | 25.0 | 34.0 |
| Chile | 21 | 46 | 113.8 | 221.5 | 5.2 | 10.3 |
| Mexiko | 31 | 46 | 530.6 | 382.3 | 24.0 | 18.0 |
| Nicaragua* | 0 | 1 | 102.0 | 207.0 | 6.0 | 14.0 |
| Salvador | 1 | 1 | 76.0 | 79.3 | 6.0 | 10.8 |
| Uruguay | 27 | 27 | 775.4 | 456.8 | 27.2 | 27.3 |
| Venezuela | 7 | 7 | 349.0 | 259.3 | 5.5 | 7.8 |
| Summe(I+II)/Mittel | 2066 | 3049 | 582.0 | 417.0 | 27.7 | 19.6 |

*Abweichende Basisjahre für Portugal (1890) und Nicaragua (1892/93)

Quellen: Siehe Text und Datenanhang.

In einzelnen Ländern aber führten unterschiedliche Amortisierungsarrangements zu abweichenden Entwicklungen. Im Osmanischen Reich und in Brasilien – zwei wichtigen Schuldnerländern – ist die Schuldendienstquote gestiegen. Dies wird in beiden Fällen von verschiedenen Quellen bestätigt.[496] Im Jahr 1903 wurde die Staatsschuld des Osmanischen Reiches im Zuge der Finanzierung der Bagdad-Bahn erneut konvertiert und die Amortisierung der Altschulden beschleunigt, so daß die Schuldendienstbelastung anstieg. In Brasilien wurden nach der Finanzkrise von 1898 die Amortisierungszahlungen für einen Zeitraum von über zehn Jahren suspendiert; als die Zahlungen nach 1910 wieder anliefen, wuchs die Schuldendienstquote entsprechend an. Neben diesen

[496] Für die Türkei siehe neben den im Datenanhang genannten Quellen auch die Diskussion in Feis (1965 [1930]), *Europe, The World's Banker 1870-1914*, 335; für Brasilien: Levy (1995), "The Brazilian Public Debt - Domestic and Foreign, 1824-1913"; sowie Kelly (1998), "Ability and Willingness to Pay in the Age of the Pax Britannica 1890-1914".

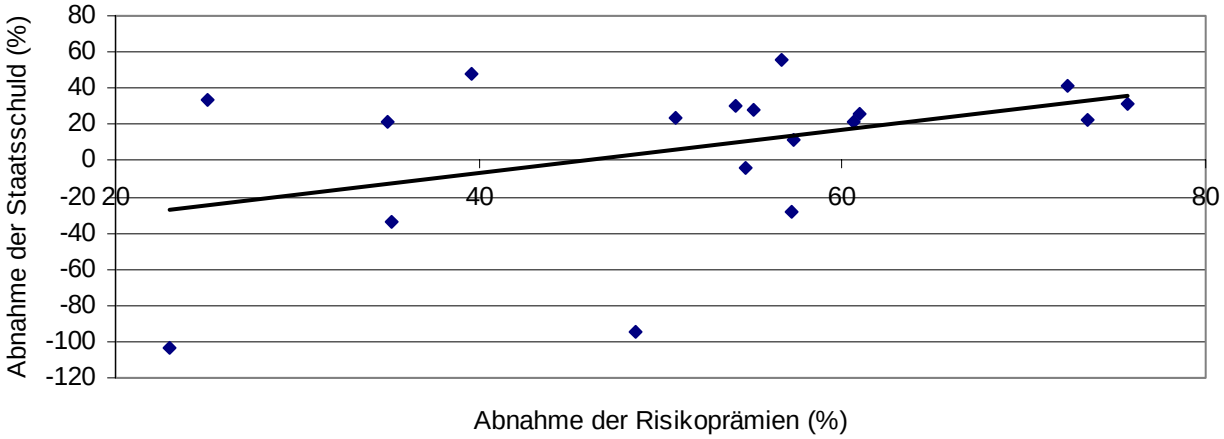
beiden Ländern zeigen die verfügbaren Daten für einige andere Länder einen Anstieg des Schuldendienstes, darunter für Bulgarien, Japan und Chile. Dennoch sind auch in diesen Ländern die Spreads markant gefallen. Der Londoner Economist etwa ließ keinen Zweifel daran, daß Japans niedrigere Zinsen nach 1905 wenig mit der Staatsschuld zu tun hatten, die im Gegenteil in der Zeit rasch angestiegen war. Japans Erfolg an der Londoner Börse sei vielmehr „due about equally to the enhanced reputation of Japan by reason of her military and naval exploits, and the skillful manner in which her loan flotations have been conducted…"[497]

Daß auch länderspezifische Faktoren eine wichtige Rolle gespielt haben, geht aus Abb. 9.5 hervor, in der die prozentuale Veränderung der Staatsschuld (zu den Einnahmen der öffentlichen Hand) mit der prozentualen Veränderung der Risikoaufschläge kontrastiert ist. Ein genereller Trend wird – im Sinne von Flandreau und Zumer – durchaus sichtbar. Allerdings ist der lineare Zusammenhang weniger eng als postuliert, sobald man eine relativ große Gruppe von peripheren Volkswirtschaften betrachtet. Für die Mehrheit der Länder lag der Verschuldungsquotient im Zeitraum 1910-13 um zwanzig bis vierzig Prozent niedriger als am Ende der neunziger Jahre des 19. Jahrhunderts. Je nach Land sind die Spreads aber um 25 bis 75 Prozent gefallen. Ein vergleichbares Bild zeigt sich, wenn man den „trade test"[498] durchführt und die öffentliche Verschuldung mit den Exporteinnahmen korreliert (Abb. 9.6).

[497] Economist vom 20. Juli 1907; zitiert in Sussman und Yafeh (2001), "Institutions, Reforms, and Country Risk. Lessons From Japanese Government Debt in the Meiji Era", 436.

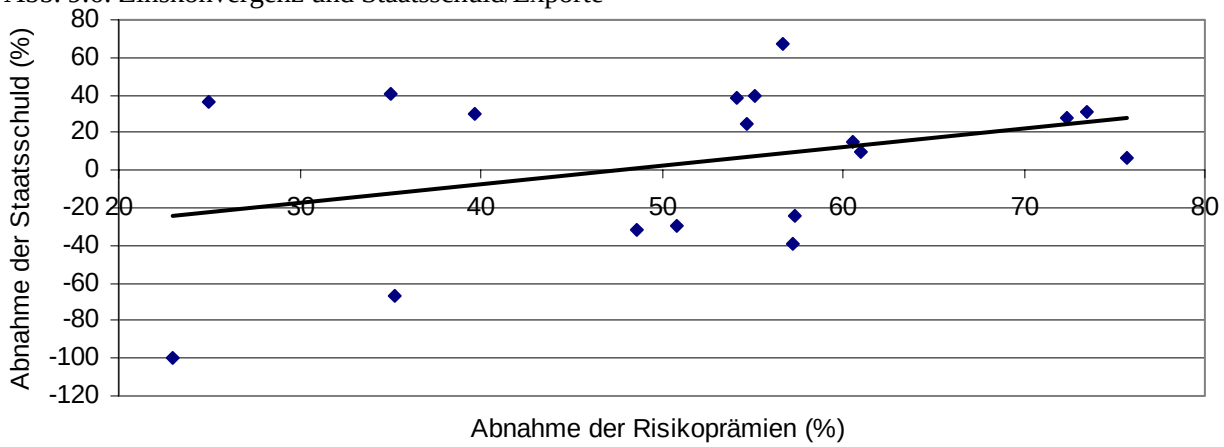
[498] So benannt von Robert Lucas Nash: Nash (1889), *Fenn's Compendium. Fourteenth edition*, xviii. Es heißt dort: „There is, perhaps, not better available test of a nation's wealth than its foreign trade; for, as a rule, countries which are rich have those things which other nations covet, and countries which are poor have not."

Abb. 9.5: Zinskonvergenz und Staatsschuld/Einnahmen



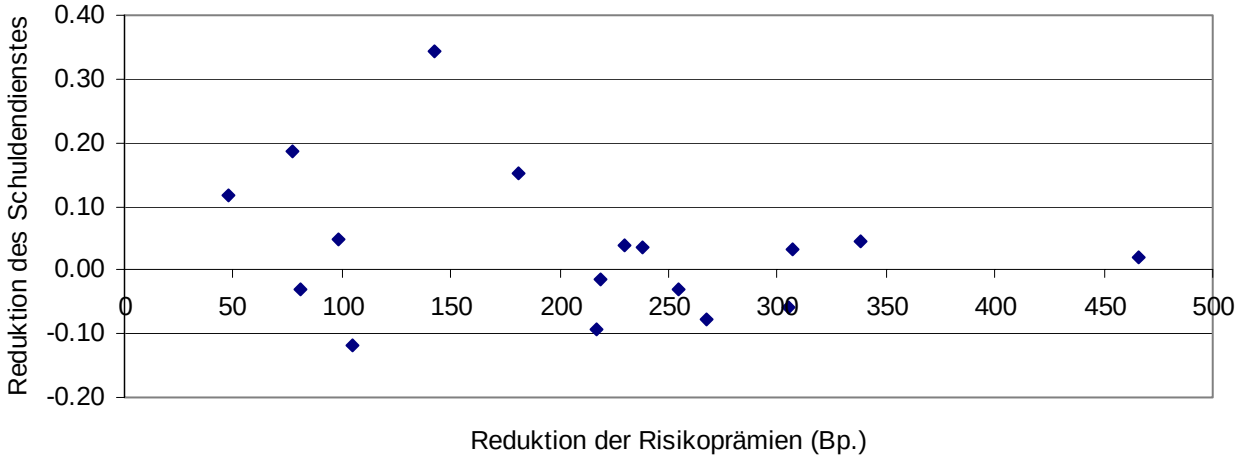

Anm.: Negative Werte bedeuten eine Zunahme der Verschuldung.
Quellen: Siehe Text und Datenanhang.

Abb. 9.6: Zinskonvergenz und Staatsschuld/Exporte




Anm.: Negative Werte bedeuten eine Zunahme der Verschuldung.
Quellen: Siehe Text und Datenanhang.

Abb. 9.7: Zinskonvergenz und Schuldendienst (1895/99 ggü. 1910/13)

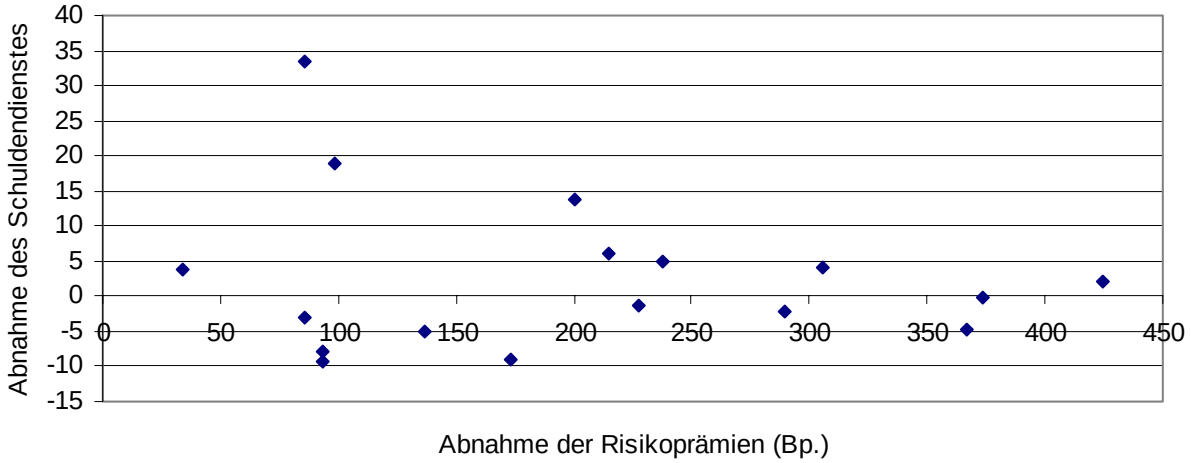



Anm.: Negative Werte bedeuten eine Zunahme der Verschuldung.
Quellen: Siehe Text und Datenanhang.

Daß es trotz unterschiedlicher Geschwindigkeiten bei der „Entschuldung“ zu durchaus vergleichbaren Spreadreduktionen kommen konnte, wird noch deutlicher, wenn man die Zinskonvergenz mit der Entwicklung des Schuldendienstes (relativ zu den Einnahmen) vergleicht (Abb. 9.7). Die „striking association between the two processes“[499], die zu erwarten wäre, wenn tatsächlich der Schuldendienst der alles überragende Indikator für die Risikowahrnehmung der Investoren im globalen Kapitalmarkt vor 1914 gewesen wäre, ist zumindest in den peripheren Volkswirtschaften nicht zu erkennen. Tendenziell zeigt sich eher das Gegenteil, nämlich daß Länder auch dann enorme Glaubwürdigkeitsgewinne verzeichnen konnten, wenn sich an ihrem realen Schuldendienst nicht viel änderte.

Bevor daraus die Konsequenz gezogen werden kann, daß die Zinskonvergenz zwischen 1895 und 1913 mit der Reduktion der Verschuldung nicht hinreichend erklärt werden kann, ist noch sicherzustellen, daß das Bild nicht durch Spreadreduktionen einiger Länder verzerrt ist, die stark unter den Zahlungskrisen der frühen 1890er Jahren gelitten haben. In Abb. 9.8 kann man daher die Zinskonvergenz über einen längeren Zeitraum betrachten – vom Boom der späten 1880er bis ins Jahr 1913. Ändert sich etwas an der Grundaussage, wenn man die Zinskonvergenz über einen längeren Zeitraum betrachtet? Auch hier ist die Antwort relativ eindeutig, daß dies nicht der Fall ist.

Abb. 9.8: Zinskonvergenz und Schuldendienst (1885/89 ggü. 1910/13)

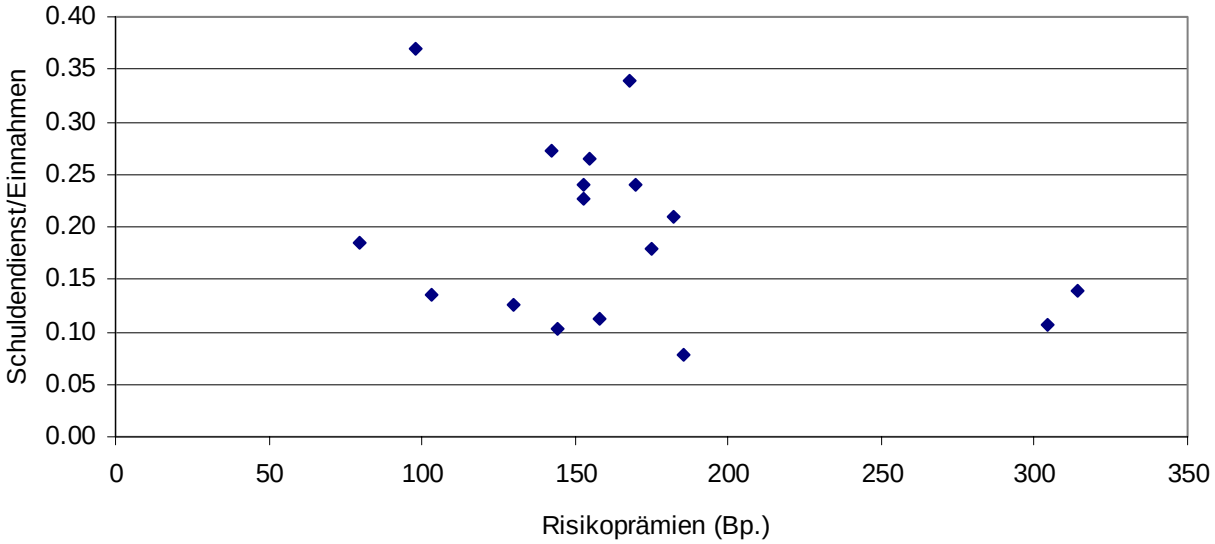



Anm.: Negative Werte bedeuten eine Zunahme der Verschuldung.
Quellen: Siehe Text und Datenanhang.

[499] Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913*, 57. An gleicher Stelle heißt es, daß „a reduction of the debt burden by 5% (e.g. a reduction of the interest service from 20% to 15% of tax receipts) does reduce the interest spread by 50 basis points.”

Diese Ergebnisse bedeuten freilich nicht, daß der Rückgang der Schuldenlast ein vernachlässigenswerter Faktor wäre. Im Gegenteil, der Trend gibt Flandreau und Zumer durchaus recht. Andere Entwicklungen müssen aber – zumindest für die Länderrisiken in der Peripherie – eine nicht minder entscheidende Rolle gespielt haben. Wenn die Verschuldungssituation der Dreh- und Angelpunkt des „sovereign risk" gewesen wäre, dann sollte sich – auch ohne weitere Kontrollvariablen – ein enger Zusammenhang zwischen der Verschuldung und den Risikoprämien erkennen lassen. Abb. 9.9 zeigt aber, daß die meisten Kreditrisiken an der Peripherie im Jahr 1913 zwischen hundert und zweihundert Basispunkten lagen, während die Schuldendienstverpflichtungen zwischen den Ländern stark variierten.[500] Anders gesagt, die Reduzierung des Schuldenstandes durch Wachstum und Inflation nach 1896 war zweifelsohne eine wichtige Entwicklung, ist aber kein „short-cut" zum Verständnis der Zinskonvergenz und der massiven Kapitalflüsse von Reich nach Arm in den letzten Jahren der ersten Globalisierung.

Abb. 9.9: Schuldendienst und Risikoprämien 1910/13




Quellen: Siehe Text und Datenanhang.

## 3. Dekomposition der Zinskonvergenz

Andere Faktoren müssen eine gewichtige Rolle gespielt haben. Können Verbesserungen ökonomischer Fundamentaldaten in Kombination mit der schleichenden „Entschuldung" vieler

[500] Das gleiche Bild zeigt sich, wenn man die Staatsschuld mit den Spreads korreliert.

Entwicklungsländer die Abnahmen der Risikoprämien erklären? Läßt sich – mit anderen Worten – doch eine „fundamentale“ Begründung für den Wandel im Preisverhalten des Marktes geben?

Um diese Fragen zu beantworten, kann eine statistische Technik angewendet werden, die es erlaubt, die Unterschiede im Preisverhalten des Marktes in zwei Komponenten zu zerlegen – nämlich in einen Teil, der durch Differenzen zwischen den makroökonomischen Kennziffern erklärt wird, und einen zweiten Teil, der unerklärt bleibt. Der Grundgedanke hinter dieser sogenannten Oaxaca-Dekomposition[501] ist relativ einfach: In einem ersten Schritt werden zwei identische Modelle für zwei unterschiedliche Zeiträume geschätzt. Im fraglichen Fall werden die Risikoprämien und ihre ökonomischen Determinanten zwischen 1896-1900 auf der einen und 1910-1913 auf der anderen Seite betrachtet. Die Oaxaca-Dekomposition erlaubt es dann, die unterschiedlichen Prämien in beiden Zeiträumen in Veränderungen der Fundamentaldaten, das heißt etwa Differenzen beim Schuldendienst, sowie in Veränderungen der Markteinschätzung dieser Fundamentaldaten zu zerlegen.[502] Praktisch gesprochen: Wenn die niedrigen Risikoprämien am Vorabend des Ersten Weltkrieges die Folge einer besseren ökonomischen Situation waren, dann würde die Dekomposition signalisieren, daß die Differenz fundamental „erklärt“ ist. Wenn aber große unerklärte Differenzen zwischen den Spreads bestehen blieben, dann wäre dies auf Veränderungen im „market sentiment“ zurückzuführen. Der Vorteil dieser Dekomposition liegt darin, daß man gleichzeitig eine Vielzahl von möglichen Einflußfaktoren erfassen kann.

Wie bereits gesehen, bieten sich zwei Zeiträume für den Vergleich besonders an: die zweite Hälfte der 1890er Jahre und die letzten vier Friedensjahre, also 1910-1913. Die These zur ökonomisch determinierten Zinskonvergenz – als Konsequenz von robustem Export- und Wirtschaftswachstum vor dem Hintergrund der weltweiten Inflation – läßt sich hier wie mit einem Brennglas bündeln: Die Inflation setzt ab 1896 ein, der Welthandel beginnt stark zu expandieren und auch der internationale

---

[501] Oaxaca (1973), "Male-Female Wage Differentials in Urban Labor Markets". Eine Anwendung auf Anleiherisiken findet sich auch in Eichengreen und Mody (1998b), "What Explains Changing Spreads on Emerging Market Debt: Fundamentals or Market Sentiment?"

[502] Ursprünglich stammt diese Technik aus der Arbeitsökonomie. Sie wird dort häufig verwendet, um den Unterschied der Lohnhöhe zwischen zwei Bevölkerungsgruppen in Unterschiede in der Qualifikation und „unerklärte“ Faktoren, d.h. Diskriminierung, zu zerlegen. Der Unterschied zwischen den abhängigen Variablen zu zwei verschiedenen Zeitpunkten läßt sich darstellen als: $y1-y2=b1(X1)-b2(X2)$, wobei (b) die Koeffizienten und (X) einen Vektor von erklärenden Variablen repräsentiert. Durch Umstellung ergibt sich $y1-y2=b1(X1-X2)+X2(b1-b2)$, so daß sich die Unterschiede zwischen y1 und y2 erklären lassen durch den Beitrag von Veränderungen der Fundamentaldaten (X1-X2) und den Beitrag von Veränderungen in der Marktwahrnehmung der Risiken (b1-b2).

Kapitalmarkt hatte sich von den Krisen der ersten Hälfte der neunziger Jahre erholt. Die zentrale Annahme für die Dekomposition ist, daß sich mit einem linearen Modell und relativ wenigen Variablen die unterschiedlichen Zinsniveaus im Länderquerschnitt statistisch gut beschreiben lassen. Im Gegensatz zu den Panel-Schätzungen in den vorigen Kapiteln soll also eine Momentaufnahme des Kreditmarkts zu zwei Zeitpunkten (1895/99 bzw. 1910/13) gemacht werden. Mehrere jüngere Studien haben unterstrichen, daß sich zumindest in der Gegenwart ein großer Teil der Varianz der Risikobewertung des Marktes mit wenigen Variablen erklären läßt.[503] In einem zweiten Schritt wird dann bestimmt, ob sich die Fundamentaldaten verändert haben – oder ob sich die Markteinschätzung des Ausfallrisikos aufgrund anderer Faktoren gewandelt hat.[504]

Welche Faktoren können im Länderquerschnitt die unterschiedliche Höhe der Spreads erklären? Neben Daten zur Verschuldung und zur Höhe der öffentlichen Einnahmen sollen die Trendentwicklung des Exportwachstums (im gleitenden 5-Jahresdurchschnitt) und die Veränderungen der Terms of Trade (ebenfalls als gleitender 5-Jahresdurchschnitt) berücksichtigt werden.[505] Ein weiterer potentiell wichtiger Querschnittsindikator sind die Exporteinnahmen pro Kopf (in Pfund), welche die Effekte von Differenzen in der Handelsoffenheit und im Einkommen auf die Kreditwürdigkeit widerspiegeln.[506] Mit einem weiteren Indikator wird eine Reihe von Risiken aufgefangen, die sich aus der geographischen Position eines Landes ergeben. Bereits zeitgenössische Quellen haben die Problematik erkannt: „It is often difficult to judge the quality of a possible investment in a distant land, especially when that land is inhabited by a different race of men, possessing different institutions, and speaking a strange tongue."[507]

---

[503] Siehe etwa die Arbeiten von Cantor und Packer (1996), "Determinants and Impacts of Sovereign Credit Ratings"; Kamin (2004), "Identifying the Role of Moral Hazard in International Financial Markets", 48.

[504] Die Betonung liegt auf Querschnitt, weil grundlegende Faktoren identifizieren werden müssen, die zu den Differenzen in der Risikoeinschätzung zwischen Ländern (nicht im Zeitablauf) geführt haben.

[505] Die zentrale Stellung des Exportwachstum als Indikator für die Kreditwürdigkeit wird auch betont in: Kelly (1998), "Ability and Willingness to Pay in the Age of the Pax Britannica 1890-1914".

[506] Möglich wäre auch das BIP pro Kopf, aber zeitgenössische Investoren besaßen diese Information nicht. Die implizite Annahme, die deshalb notwendig ist, lautet, daß die Exporte pro Kopf eng genug mit zeitgenössischen Einschätzungen des Wohlstands von Nationen korrelieren. Die (anachronistische) Verwendung des BIP pro Kopf brachte aber analoge Ergebnisse.

[507] Hobson, zitiert in Ferguson (2003a), "The City of London and British Imperialism: New Light on an Old Question", 5.

Informationsprobleme sind typischerweise größer, je größer die Distanz zwischen Gläubiger und Kreditnehmer ist. Zum anderen beeinflußt die Entfernung vom weltwirtschaftlichen Zentrum – nach der Logik der Gravitätsmodelle – auch die Integration in den Welthandel. Die – um Transportkosten bereinigten – Schiffsentfernung von London soll diese Risiken abdecken.[508] Schließlich wird mit einer qualitativen Variable die Sonderstellung der lateinamerikanischen Länder im globalen Kapitalmarkt vor 1914 erfaßt.[509]

Die genannten Indikatoren sind für ein Sample von zwölf peripheren Kreditnehmern verfügbar, die zusammen über neunzig Prozent der Kapitalflüsse auf sich vereint haben – mehr als 850 Millionen Pfund zwischen 1880 und 1914[510]: Argentinien, Brasilien, Chile, Mexiko, Rußland, Türkei, Bulgarien, Spanien, Portugal, Griechenland, China und Japan.[511] Die gewählten Variablen können im Querschnitt einen bedeutenden Teil der Varianz in beiden Perioden erklären, nämlich gut 35 Prozent (Tab. 9.2). Auch die konkreten Ergebnisse sind plausibel. Betrachten wir zunächst das Ende der neunziger Jahre des 19. Jahrhunderts: Der Schuldendienst ist hoch signifikant, statistisch und ökonomisch; hohes Exportwachstum hat die Risikoprämien deutlich gesenkt, große Entfernungen haben sie erhöht, während die Terms of Trade zwar das „richtige“ Vorzeichen haben, aber insignifikant sind. Die Exporte pro Kopf sind hingegen ökonomisch wie statistisch insignifikant und haben zudem das „falsche“ Vorzeichen. Der globale Kapitalmarkt scheint Handelsoffenheit nicht ohne

---

[508] Der Index stammt von Clemens und Williamson (2004), "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom", und wurde freundlicherweise zur Verfügung gestellt.

[509] Zum einen waren einige dieser Ökonomien finanziell weiter entwickelt und stärker europäisch geprägt; zum anderen kann man – der klassischen Unterscheidung von Fishlow folgend – argumentieren, daß der Charakter der Kreditverwendung in diesen Ländern ein anderer war: Während bei der Kreditaufnahme anderer Länder ausländisches Kapital oft zur Schließung von Haushaltslücken oder zur Finanzierung von Militärausgaben („revenue finance“) verwendet wurde, standen in Lateinamerika ökonomisch sinnvolle Entwicklungsprojekte („development finance“) im Vordergrund. Weitere Einzelheiten finden sich in Fishlow (1985), "Lessons From the Past: Capital Markets during the 19th Century and the Interwar period". Eine Reihe anderer Studien hat ebenfalls die Sonderstellung Lateinamerikas unterstrichen: Siehe etwa Rippy (1959), *British Investments in Latin America, 1822-1949*, 133ff.; Kelly (1998), "Ability and Willingness to Pay in the Age of the Pax Britannica 1890-1914"; Marichal (1989), *A Century of Debt Crises in Latin America*.

[510] Nach den Zahlen von Stone (1999), *The Global Export of Capital from Great Britain 1865-1914*.

[511] Im Querschnittsvergelich bleiben wiederum solche Jahre unberücksichtigt, in denen die Corporation of Foreign Bondholders ein Land als säumigen Schuldner klassifizierte.

weiteres als zusätzliche Stärke eines Landes angesehen zu haben.[512] Leicht überraschend ist zudem, daß die sogenannten „development borrowers" in Lateinamerika in beiden Phasen eine – statistisch allerdings nicht signifikante – zusätzliche Risikoprämie von etwa zwanzig bis dreißig Basispunkten zahlen mußten. Zumindest in bezug auf die Ausfallrisiken hat der internationale Bondmarkt also – entgegen der Typologie von Fishlow – den südamerikanischen Ländern keinen Bonus eingeräumt. Nach 1910 allerdings zeigen sich in den einzelnen Variablen markante Veränderungen in den Koeffizienten. Auch die Konstante fällt von knapp 180 Basispunkten auf rund hundert.

Tab. 9.2: Determinanten der Risikoprämien unabhängiger Entwicklungsländer - Querschnittsanalyse

GLS-Regression; abhängige Variable: Spread über Consol

| 1896-1900 | | | | 1910-1913 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| R-Quadrat=0.36 | Koeffizient | t-Wert | P>(t) | R-Quadrat=0.34 | Koeffizient | t-Wert | P>(t) |
| Schuldendienst | 370.04 | 3.69*** | 0.00 | Schuldendienst | 98.82 | 1.65 | 0.11 |
| Exportwachstum | -6.37 | 3.35*** | 0.00 | Exportwachstum | -0.65 | -0.56 | 0.58 |
| Terms of Trade | -0.15 | -0.24 | 0.81 | Terms of Trade | 0.09 | 0.49 | 0.63 |
| Exporte/Kopf | 56.13 | 1.00 | 0.32 | Exporte/Kopf | 0.76 | 0.02 | 0.99 |
| Distanz | 14.56 | 2.05** | 0.05 | Distanz | 5.07 | 2.74*** | 0.01 |
| Lateinamerika | 30.65 | 0.87 | 0.39 | Lateinamerika | 18.86 | 0.82 | 0.42 |
| Konstante | 176.17 | 4.02*** | 0.00 | Konstante | 103.33 | 8.13*** | 0.00 |
| N=48 | | | | N=39 | | | |

***signifikant auf dem 1%-Niveau, **auf dem 5%-Niveau, * auf dem 10%-Niveau.

Quellen: Siehe Text und Datenanhang.

Mit anderen Worten sind auf den ersten Blick deutliche Veränderungen im Preisverhalten des Marktes festzustellen. Sind diese auf Unterschiede in den Fundamentaldaten zurückzuführen? Die Dekomposition der beiden Regressionen bietet ein ernüchterndes Bild für die Hypothese, daß bessere ökonomische Rahmendaten die Zinskonvergenz in der Peripherie verursacht haben. Die ökonomische Situation der meisten Länder hat sich zwar in der Tat verbessert: Im Mittel war der Schuldendienst niedriger, die Haushalte in besserer Verfassung und das Exportwachstum höher, aber zusammengenommen erklären diese Verbesserungen gerade einmal elf Prozent der Differenz zwischen den Spreads (Tab. 9.3). Der mit 89 Prozent bei weitem überwiegende Teil der Differenz zwischen beiden Zeiträumen bleibt unerklärt.

Dieses Querschnittsmodell kann natürlich keine punktgenauen Schätzungen geben. Die Ergebnisse sollten daher mit der üblichen Vorsicht interpretiert werden. Im Kern wird der Unterschied zwischen der zweiten Hälfte der 1890er Jahre und den letzten vier Jahren vor dem Ausbruch des

[512] Das gleiche Ergebnis berichten Flandreau und Zumer (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913*.

Ersten Weltkrieges aber richtig abgebildet: Nicht die Fundamentaldaten selbst haben sich dramatisch geändert, sondern die Einschätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit durch den Markt – bei annähernd gleichen Fundamentaldaten.[513] Der überwiegende Teil der Zinskonvergenz kann nur durch Veränderungen im „market sentiment", nicht durch makroökonomische Entwicklungen an der Peripherie erklärt werden. Die wichtigsten Ursachen der Zinskonvergenz liegen daher weiterhin im Dunkeln.

Tab. 9.3: Statistische Dekomposition der Zinskonvergenz

| Mittlere Vorhersage des Spread | | | Basispunkte | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 1910-1913 | | | 291 | | |
| 1896-1900 | | | 141 | | |
| Differenz | | | 151 | | |
| Differenz zurückzuführen auf... | | | | | |
| bessere Fundamentaldaten | | | 6 | | |
| Koeffizienten | | | 135 | | |
| Interaktion | | | 10 | | |
| "Erklärte" Differenz | | | 11% | | |
| "Unerklärte" Differenz | | | 89% | | |
| Dekomposition | 1896-1900 | | | 1910-1913 | |
| | Durchschnitt | Vorhersage | Koeffizient | Durchschnitt | Vorhersage |
| Schuldendienst/Einnahmen | 0.24 | 88.50 | 98.82 | 0.19 | 19.08 |
| Exportwachstum | 5.17 | -32.91 | -0.65 | 6.59 | -4.29 |
| Terms of Trade | 2.99 | -0.45 | 0.09 | 0.60 | 0.05 |
| Exporte/Kopf | 0.08 | 4.56 | 0.76 | 0.26 | 0.20 |
| Distanz | 2.96 | 43.13 | 5.07 | 2.92 | 14.79 |
| Konstante | 1.00 | 176.17 | 103.33 | 1.00 | 103.33 |

Anmerkungen und Quellen: Siehe Text und Datenanhang.

Es gibt mehrere Möglichkeiten, dieses Ergebnis zu interpretieren. Erstens könnte man argumentieren, daß sich der internationale Finanzmarkt nach 1900 in einer langdauernden Phase der „irrational exuberance" befand. Die „animal spirits", vor denen Keynes gewarnt hat, wären demnach ein ganzes Jahrzehnt auf der Seite der kapitalarmen Volkswirtschaften gewesen. Eine Kindlebergersche Manie hätte gleichsam den Markt ergriffen und bis zum Krieg fest im Griff

[513] Dies heißt wohlgemerkt nicht, daß Wachstum und Inflation überhaupt keinen Beitrag zur Zinskonvergenz geliefert hätten. Man könnte etwa argumentieren kann, daß der Zusammenhang zwischen Verschuldung und Risikoprämien nicht linear, sondern exponentiell verläuft, wodurch sich der Beitrag der Schuldenreduktion zur Erklärung der Unterschiede erhöhen würde. Dennoch bliebe die Grundaussage gültig, daß auch andere Faktoren eine wichtige Rolle gespielt haben müssen.

behalten. Auch in der Gegenwart sind immer wieder solche fundamental unerklärlichen Bewegungen im „market sentiment“ zu beobachten.[514] Man muß aber kein Verfechter der These von ausnahmslos effizienten Finanzmärkten sein, um Zweifel an der Erklärung zu haben, daß letztlich die Irrationalität des Marktes über ein ganzes Jahrzehnt hinweg der treibende Faktor hinter der Zinskonvergenz war.

Die zweite und vielversprechendere Hypothese ist, daß Faktoren den Ausschlag gegeben haben, die in einem einfachen makroökonomisch-deterministischen Modell nicht abgebildet werden. Ein wichtiger Bereich könnten politische Risiken gewesen sein: „What contemporaries did look at were political events, since (…) these had implications for future fiscal and monetary policy.”[515] Aber der Einfluß der Politik auf die Bondpreise ging paradoxerweise zurück, je näher Europa dem Weltkrieg kam.[516] Dies konnte man nicht nur in den europäischen Kernländern, sondern auch an der Peripherie beobachten. Weder die Balkan-Krise von 1908 noch der Krieg im Jahr 1912 haben die Bondrenditen der beteiligten Länder, Bulgarien, Serbien, Griechenland und Montenegro, nachhaltig beeinflußt; auch die Risikoprämien auf Anleihen des Osmanischen Reiches, also des Kriegsverlierers, blieben bemerkenswert stabil – bei unter hundert Basispunkten.

Mexiko ist ein Beispiel aus der Neuen Welt, das die geringen Auswirkungen politischer Geschehnisse auf den Bondmarkt unterstreicht. Trotz kurzfristiger Volatilität hat die Absetzung des Präsidenten Porfirio Díaz im Frühjahr 1911 genauso wenig nachhaltige Spuren am Bondmarkt hinterlassen wie der Militärcoup von General Huerta Anfang 1913. Mexikanische Spreads lagen auch in dieser Phase der politischen Instabilität konstant unter 200 Basispunkten und damit 150 Basispunkte niedriger als den späten 1890er Jahren. Am deutlichsten aber läßt sich der Kontrast zwischen dem vermeintlichen Einfluß der Politik auf die Bondpreise und der Realität am Beispiel des indifferenten Preisverhaltens des Marktes bei chinesischen Anleihen beobachten:

„In China, the first political event we examine for a bond price reaction is the 1894-95 war with Japan and treaty negotiations on indemnity payments. Speculation about the treaty and proposed indemnity payments might have been seen in prices in early 1895, and the terms of the treaty, with its 200,000,000 Tael indemnity would have become public after April 17, 1895. Surprisingly, if anything, the 8% treasury bond prices decreased during the war years… The second date we look for yields to

---

[514] Eichengreen und Mody (1998b), "What Explains Changing Spreads on Emerging Market Debt: Fundamentals or Market Sentiment?", 32ff.

[515] Ferguson (2003d), "Political Risk and the International Bond Market between the 1848 Revolution and the Outbreak of the First World War", 23.

[516] Ibid..

reflect an increasing risk of Chinese default is the funding of the Boxer Indemnities in 1901…Despite their importance, there were no price reactions in the London market… The third and perhaps most important event with the potential to affect the probability of default on Chinese sovereign debt was the Chinese Revolution of October, 1911. It is only reasonable to assume that an investor holding a promise by the Chinese Imperial Government would be concerned by the news that the government had been violently overthrown and replaced with a military strongman with an unclear popular mandate to rule. Again, no movement in the bond prices in London hint at elevated uncertainty about whether the new government would honor its external obligations…"[517]

Ein eindeutiger Trend läßt sich aus diesen Episoden nicht ableiten. Weder makroökonomische noch – im engeren Sinne – länderspezifische politische Faktoren waren für das bemerkenswerte Vertrauen der Investoren nach der Jahrhundertwende verantwortlich.

## 4. Die Einschränkung der Finanzhoheit der Peripherie

Die Kernthese, die im folgenden begründet werden soll, lautet, daß das Marktvertrauen gleichsam von außen kam: Die Einschränkung der Finanzhoheit der Entwicklungsländer und die Außenpolitik der Großmächte haben nach 1900 das Umfeld der Kreditvergabe verändert. Einerseits wurde als Reaktion auf die Krisen der neunziger Jahre die Finanzhoheit vieler Entwicklungsländer zugunsten der Gläubiger stark beschnitten. Letztere konnten aufgrund dieser Erfahrungen rational erwarten, daß künftige Zahlungsausfälle sowohl weniger wahrscheinlich als auch weniger kostspielig sein würden. Andererseits gehen die politischen Großmächte nach 1900 zu einer deutlich aggressiveren Politik der Intervention in die finanziellen Angelegenheiten der Peripherie über. Diese politischen Aspekte der internationalen Kreditvergabe sind in der jüngeren Forschung weitgehend unberücksichtigt geblieben.[518]

In der hier verfochtenen Interpretation der Zinskonvergenz nimmt insbesondere die Reaktion auf die Finanzkrisen der 1890er Jahre eine zentrale Stellung ein. Denn die unmittelbare Reaktion auf

[517] Goetzmann und Ukhov (2001), "China and World Financial Markets 1870-1930", 18-19.

[518] Eine Ausnahme bildet der Artikel von Mitchener und Weidenmier (2004b), "How Are Sovereign Debtors Punished? Evidence From the Gold Standard Era". Die Autoren argumentieren, daß politische oder militärische „supersanctions", also Interventionen, die Wahrscheinlichkeit des Zahlungsausfall in der Goldstandardära deutlich reduziert haben.

diese Krisen war in den meisten Fällen die Einschränkung der Finanzhoheit der peripheren Volkswirtschaften. Diese Einschränkung hat zwei verschiedene Formen angenommen: Die Einsetzung internationaler Zwangsverwaltungen einerseits und die Abtretung eines großen Teils der Staatseinnahmen an Gläubigerorganisationen anderseits. Während die erste Form auf die Problemländer in der europäischen Peripherie beschränkt blieb, wuchs vor allem in Lateinamerika der Einfluß der Gläubigerorganisationen auf die Finanzpolitik enorm an. Gedeckt von durchaus glaubwürdigen Interventionsdrohungen, sicherten sich die Anleger große Teile der öffentlichen Einnahmen und verbesserten ihre Kontrollmöglichkeiten der Finanzpolitik.

Die Gläubiger konnten aus der Bewältigung der zahlreichen Krisen vernünftigerweise drei Lehren ziehen: Erstens daß der „loss given default" wesentlich niedriger sein würde als in der Vergangenheit; zweitens, daß die Verpfändung von bestimmten Staatseinnahmen – gedeckt durch glaubhafte Interventionsdrohungen der Mächte – ein Weg war, die Risiken geringer Fiskaldisziplin zu mindern. Drittens war klar, daß der Preis des Default für die Schuldner relativ hoch und mit merklichen Einbußen an Souveränität verbunden war. Die Investoren hatten insofern allen Grund zu der Annahme, daß die Zahlungsbereitschaft in der Peripherie steigen würde.

### *Die europäischen Schuldner*

Am deutlichsten werden diese Zusammenhänge in der europäischen Peripherie. Gestützt auf die politische und militärische Macht der Großmächte überwachten Kontrollkommissionen der Gläubiger in zunehmendem Maße die finanziellen Angelegenheiten dieser Länder. Die frühen Vorbilder für derartige Interventionen waren Ägypten – *de iure* noch Teil des Osmanischen Reiches – und das Osmanische Reich selbst, das durch anhaltende Mißwirtschaft und hohe Kriegskosten in den späten 1870er Jahren zahlungsunfähig geworden war. Mehr als die Hälfte der öffentlichen Einnahmen mußte für den Schuldendienst aufgewendet werden.[519] Das Land war bankrott und suspendierte im Jahr 1876 die Zinszahlungen.[520] Nach dem Berliner Kongreß von 1878 nahmen sich die europäischen Mächte des Problems an, unter anderem, um die Desintegration des Reiches zu verhindern. Die türkischen Schulden wurden halbiert, die jährlichen Schuldendienstzahlungen auf ein Minimum von 1.6 Millionen türkischen Pfund – etwa 1.4 Millionen britische Pfund – fixiert und der Großteil der öffentlichen Einnahmen einer internationalen Schuldenkommission, der *Caisse de la Dette Publique Ottomane*, unterstellt. Die europäischen Großmächte hatten *de facto* die Kontrolle über einen wichtigen Teil – etwa 27 Prozent der gesamten Einnahmen – des osmanischen Haushalts übernommen

[519] Feis (1965 [1930]), *Europe, The World's Banker 1870-1914*, 314.

[520] Suter (1990), *Schuldenzyklen in der Dritten Welt*, 186.

und stellten den Schuldendienst sicher. Neue Kreditaufnahme wurde in der Regel mit zusätzlichen staatlichen Einnahmen gesichert, deren Verwaltung der Schuldenkommission unterstellt wurde. Der Effekt war absehbar: „The existence of the Debt Administration secured it trust that otherwise would have been denied, trust on interest terms lower than 5 per cent up to 1914."[521] Vor der Zahlungsunfähigkeit, in den späten 1860er und frühen 1870er Jahren lag der effektive Zins noch bei gut 12 Prozent.

In Süd- und Osteuropa wurde internationale Finanzkontrolle nach türkischem Vorbild – wenn auch in unterschiedlichen Ausprägungen – zum Vorbild für die Reorganisation der Finanzen überschuldeter Länder. Am klarsten zeigt sich diese Parallelität im Fall Griechenlands, das im Mai 1893 ein – von der *Corporation of Foreign Bondholders* heftig kritisiertes – unilaterales Schuldenmoratorium verkündete. Die folgenden Verhandlungen zwischen den Gläubigern und der Regierung führten zu keinem Ergebnis, so daß die deutsche Regierung gegenüber London und Paris für ein hartes Vorgehen gegenüber Griechenland plädierte, aber zunächst wenig Unterstützung fand. Mit der Niederlage Griechenlands im Krieg gegen die Türkei im Jahr 1898, der die Staatsfinanzen weiter zerrüttet hatte, war der Moment gekommen, den griechischen Staatshaushalt unter multilaterale Kontrolle zu stellen. Feis bemerkt dazu: „Future Greek wars at any rate were not to be fought at the direct expense of her creditors."[522]

Wie die *Corporation of Foreign Bondholders* im nachhinein zufrieden notierte, waren die Bedingungen, die die Mächte Griechenland auferlegten, „practically identical with those submitted by the Bondholder's Committees and rejected by the Greek Government in 1895-6."[523] Die Einnahmen, die der griechische Staat aus den Monopolen auf Salz, Petroleum, Tabak und aus Stempelgebühren gewann, wurden für den Schuldendienst reserviert, und ihre Verwaltung einer internationalen Kommission der Gläubiger unterworfen. Weitere Bestimmungen reduzierten den finanziellen Spielraum der Regierung erheblich. Das ausstehende Papiergeld mußte um zwei Millionen Drachmen pro Jahr reduziert werden, die Regierung durfte keine kurzfristigen Anleihen von mehr als zehn Millionen Drachmen ohne ausdrückliche Zustimmung der Kommission begeben.

Als Sicherheit für neue internationale Anleihen, etwa den im Jahr 1902 aufgenommenen Kredit für den Ausbau der Eisenbahn, wurden zusätzliche Staatseinnahmen unter die Kontrolle der internationalen Kommission gestellt. Diese Sicherheiten verfehlten nicht ihre Wirkung auf den

---

[521] Feis (1965 [1930]), *Europe, The World's Banker 1870-1914*, 337.

[522] Ibid., 286.

[523] Corporation of Foreign Bondholders (1880-1914), *Annual General Report of the Council of the Corporation of Foreign Bondholders*, 1908, 194.

Kapitalmarkt. Die Eisenbahnanleihe trug einen effektiven Zins von unter fünf Prozent, weniger als 200 Basispunkte über dem britischen Consol, obwohl der Schuldendienst zwischen einem Viertel und einem Drittel der öffentlichen Einnahmen betrug und damit im internationalen Maßstab weiterhin hoch war. Die Investoren ließen sich von der Sicherheit leiten, welche die internationale Schuldenverwaltung bot: „The existence of the Commission increased the borrowing power of Greece and enabled it to borrow more cheaply than it could have otherwise."[524]

Mit Bulgarien stand im Jahr 1901 ein weiteres Land der Balkanhalbinsel vor dem Staatsbankrott. Auch wenn das folgende Umschuldungsarrangement weniger eindeutigen offiziellen Charakter hatte als in Griechenland und sich einer Grauzone zwischen internationaler Zwangsverwaltung und privater Restrukturierung bewegte, ähnelten sich die Bedingungen. Als Sicherheit für die Konsolidierungsanleihe wurde das Tabakmonopol an die Gläubiger verpfändet, wobei die französische Regierung den Vertrag indirekt garantierte. Der bulgarische Staat mußte fortan unter anderem die Steuermarken auf Tabakprodukte vom Repräsentanten der Gläubiger kaufen und in Gold bezahlen. Spätere Anleihen in den Jahren 1904 und 1907 wurden mit ähnlichen Einschränkungen der Finanzhoheit bezahlt.

Das Königreich Serbien war bereits im Jahr 1895 bankrott. Auch hier wurde – unter französischer Regie – eine Schuldenmonopolverwaltung eingerichtet. Neue Kredite wurden wiederum unter die Kontrolle der Monopoladministration gestellt, die im Laufe der Zeit nicht nur das Tabak-, Salz- und Petroleummonopol verwaltete, sondern auch fast die gesamten Steuern auf alkoholische Getränke, Stempelgebühren und Teile der Zoll- und Eisenbahneinnahmen des Staates. Wie in Bulgarien war auch in Serbien der Rechtsstatus der Zwangsverwaltung zunächst unsicher; *de facto* aber standen auch die serbischen Auslandsschulden unter internationaler Kontrolle. Später bestätigte die serbische Regierung, daß es sich bei dem Vertrag mit den Gläubigern um einen internationalen Rechtsakt gehandelt habe.[525] Weitere Beispiele internationaler Schuldenverwaltungen gab es in späteren Jahren. Ein Teil der marokkanischen Staatseinnahmen wurde 1903 unter französische Aufsicht gestellt. In Liberia wurde 1912 eine internationale Schuldenkommission unter Vorsitz der USA gebildet.[526]

Mit wenigen Ausnahmen standen die wichtigsten peripheren Schuldnerländer Europas zu Beginn des 20. Jahrhunderts unter der Kontrolle der Gläubiger. Nur ein europäisches Land, das in den 1890ern zahlungsunfähig wurde, entging einem solchen Regime: Portugal, das im Januar 1892 den

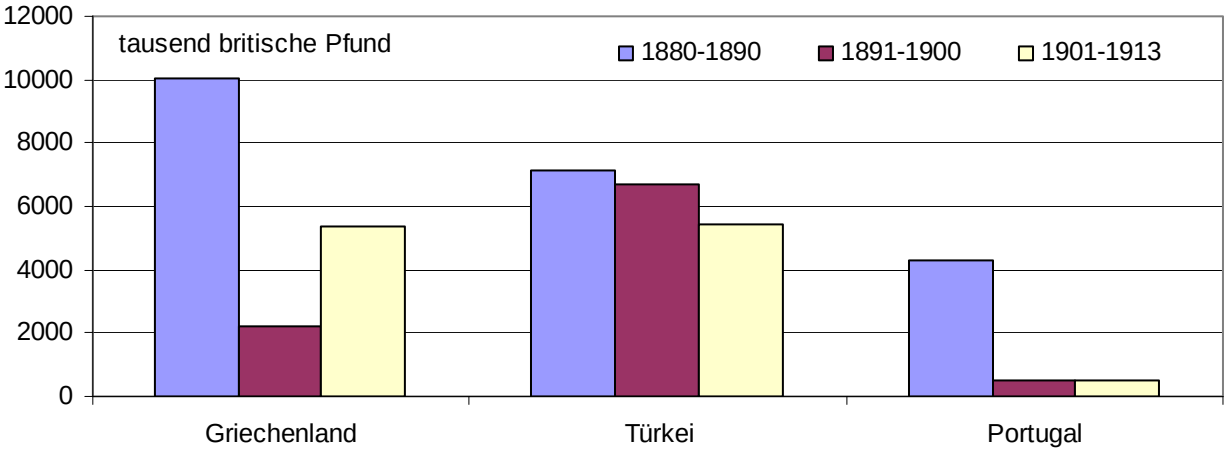
[524] Feis (1965 [1930]), *Europe, The World's Banker 1870-1914*, 292.

[525] Ibid., 267.

[526] Siehe die Aufstellung im Anhang von Suter (1990), *Schuldenzyklen in der Dritten Welt.*

Schuldendienst im Zuge einer schweren Finanzkrise – zum Entsetzen der britischen Anleger – aussetzte.[527] Aber der Preis war, daß die Investoren mißtrauisch blieben. Auch nach der Restrukturierung der Auslandsschulden zu Beginn des 20. Jahrhunderts hatte Portugal – in deutlichem Kontrast zur Türkei und zu Griechenland – kaum noch Zugang zum Londoner Kapitalmarkt (Abb. 9.10).[528] Freilich implizierte auch die Regelung der portugiesischen Schulden im Jahr 1902 eine Übergabe von Hoheitsrechten, nämlich die Übertragung von 50 Prozent der Zolleinnahmen an die Gläubiger.[529] Aber dies fand – wie in Lateinamerika – auf der Grundlage einer „freiwilligen" Einigung mit den Gläubigern statt.

Abb. 9.10: Britische Kapitalexporte nach Griechenland, Portugal und in das Osmanische Reich




Quelle: Siehe Datenanhang.

Die Zwangsverwaltung hat in den betroffenen Ländern einen wichtigen Beitrag zum Anstieg des Marktvertrauens nach 1900 geleistet: Ein bedeutender Teil der öffentlichen Einnahmen war unter der Kontrolle der Gläubiger, neue Verschuldung – resultierend aus Defiziten im frei verfügbaren Teil des Haushalts – konnte in der Regel nur noch dann im Ausland aufgenommen werden, wenn weitere Staatseinnahmen als Sicherheit an die Zwangsverwaltung übertragen wurden. Nur in Ausnahmefällen

[527] Siehe Mata und Valério (1996), "Monetary Stability, Fiscal Discipline and Economic Performance - The Experience of Portugal Since 1854".

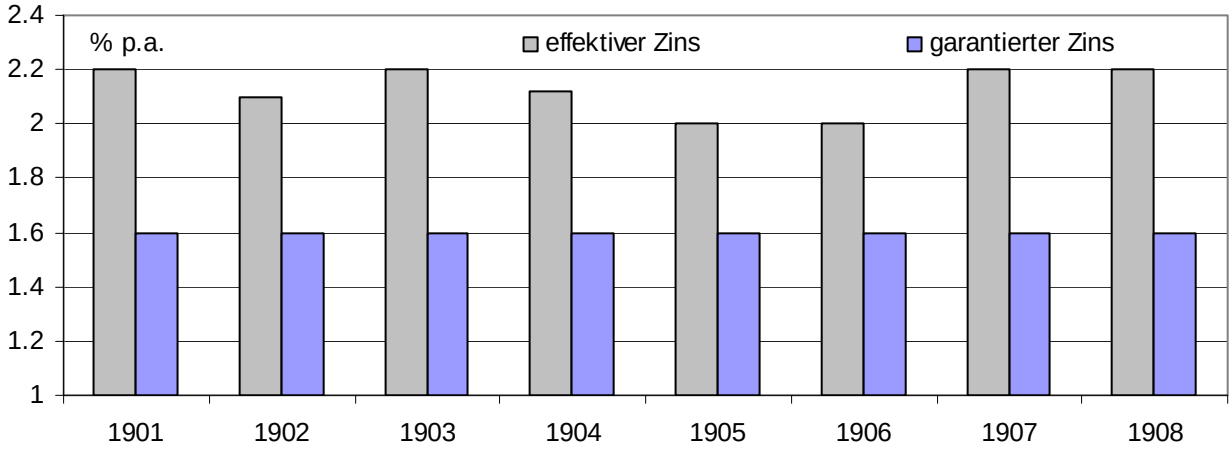
[528] Die portugiesische Regierung hat zusätzliche Kreditaufnahme trotz hohen Finanzbedarfs aus Sorge vor den politischen Konsequenzen wachsender Verschuldung vermieden; siehe unten und die Darstellung in Feis (1965 [1930]), *Europe, The World's Banker 1870-1914*, 247.

[529] Sobald diese über 11 000 Contos lagen: Suter (1990), *Schuldenzyklen in der Dritten Welt*, 272.

gelang es den betroffenen Ländern, ohne weitere Einschnitte in ihre Souveränität Anleihen in London, Paris oder Berlin zu plazieren. Die Kreditnehmer mußten daher stets damit rechnen, noch größere Einbußen an Souveränität hinzunehmen, sobald sich die Haushalte im Defizit befanden und neue Schuldenaufnahme notwendig wurde. Dementsprechend groß war der Anreiz, neue Verschuldung zu vermeiden, zumal in fast allen Ländern die Schuldenverwaltungen sehr unpopulär waren und als Instrument ausländischer Kontrolle wahrgenommen wurden. Aber auch für die Anleihebesitzer gab es Anreize, die ökonomische Entwicklung eines Landes voranzutreiben, da die Einkünfte der Schuldenverwaltung dann stiegen und entsprechend höhere Renditen an die Gläubiger überwiesen werden konnten. Feis berichtet etwa von dem Engagement, mit dem einige der Bankiers – nicht zuletzt im Hinblick auf die höheren Einnahmen der Schuldenkasse – den Außenhandel und die interne Entwicklung der Türkei vorangetrieben haben.[530]

Für die Gläubiger haben die internationalen Schuldenverwaltungen vergleichsweise zufriedenstellend funktioniert. Natürlich gab es immer wieder Beschwerden über niedrige Renditen. Aber die Einnahmen der griechischen und türkischen Schuldenverwaltung stiegen kontinuierlich an und damit auch der Zins für den Anleger. In Griechenland lag die Rendite konstant über dem vereinbarten Minimum. Die Verluste der Anleger hielten sich daher in Grenzen (Abb. 9.11).

Abb. 9.11: Garantierter und effektiver Zins der griechischen Konsolidierungsanleihe



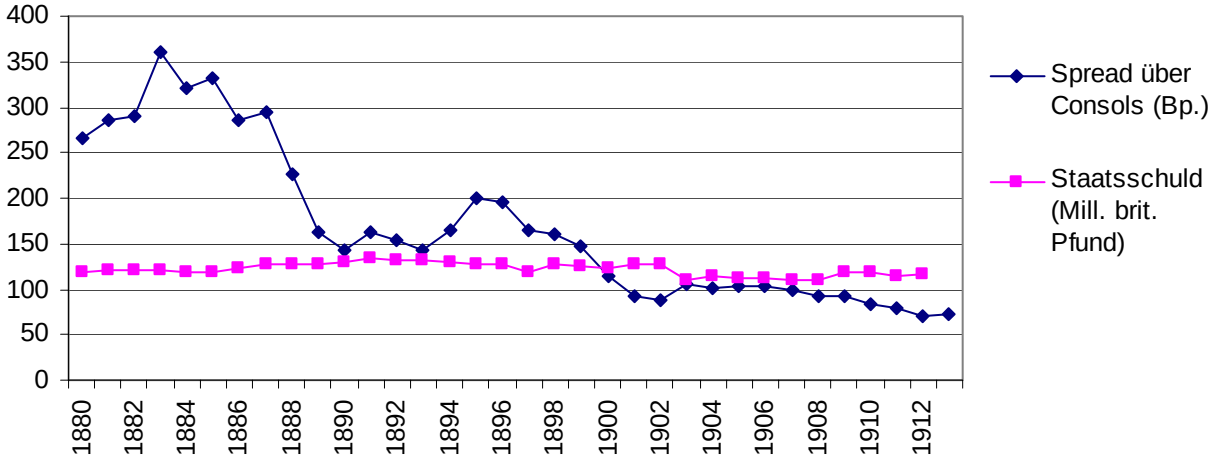

Quelle: Corporation of Foreign Bondholders, Annual Report (1908).

Auch der Effekt auf die Haushaltsdisziplin war beachtlich. Selbst in der Türkei, deren Finanzen ein undurchschaubares Netz aus persönlichen Konten des Sultans und öffentlichen Konten des Staates waren, blieb die nominale Staatsschuld zwischen 1881 und 1913 nahezu konstant. Die

[530] Feis (1965 [1930]), *Europe, The World's Banker 1870-1914*, 337ff.

Auswirkungen auf das türkische Länderrisiko zeichneten sich bereits in den 1880er Jahren ab. Türkische Renditen blieben weitgehend vom allgemeinen Anstieg des Marktrisikos in der ersten Hälfte der neunziger Jahre verschont (Abb. 9.12). Ein britischer Repräsentant in der osmanischen Schuldenverwaltung faßte die Finanzierungsbedingungen der Türkei kurz und bündig mit den Worten zusammen: „The national credit of Turkey, thanks to the Ottoman Public Debt Administration, is still good."[531]

Abb. 9.12: Staatsschuld und Risikoprämien des Osmanischen Reiches 1880-1914




Quellen: Siehe Datenanhang.

Auch in Griechenland und Bulgarien, zwei Ländern, die vor der Kontrolle durch die Gläubiger zu den hohen Länderrisiken im Markt zählten, sanken die Risikoaufschläge deutlich. Bulgarien ist deshalb ein gutes Beispiel, weil der Konsolidierungskredit im Jahr 1901 nicht wie in Griechenland mit einer Reduktion des Schuldendienstes einherging. Dennoch sank der Spread von rund 400 Basispunkten am Anfang des 20. Jahrhunderts auf gut 150 Basispunkte am Vorabend des Weltkrieges.

Zeitgenössische Quellen und spätere Kommentatoren lassen keinen Zweifel daran, daß die internationalen Verwaltungen erheblich zur Verbesserung der Kreditwürdigkeit der betroffenen Länder beigetragen haben, ja für den weiteren Zugang zum Anleihemarkt überhaupt notwendig waren: Das Vertrauen des Marktes wurde mit der Aufgabe finanzieller Souveränität gewonnen. Nicht die Reduktion des Schuldendienstes, sondern die Stabilisierung der Zukunftserwartungen durch die Aufsicht europäischer Experten war der Schlüssel zur Zinskonvergenz in diesen Ländern der europäischen Peripherie. Es lag nahe, diese Erfahrungen auch auf außereuropäische Problemländer zu

[531] Zitiert in Ibid., 317.

übertragen. Als Argentinien in die Finanzkrise geraten war, schlugen die *Financial News* prompt eine Regelung nach europäischem Muster vor:

„... it is evident that the experience and the financial knowledge of the Government are totally inadequate for the task and it ought to be prepared to recognize that only foreign experience will permit it to realize the necessary changes. Why then does not President Pelligrini recognize the situation and accept some form of control over income? The beneficial effect of such control evidences itself in Egypt and Turkey."[532]

*Gläubigerkontrolle in Lateinamerika*

Direkte politische Interventionen und die Einsetzung internationaler Finanzkontrollen blieben als Reaktion auf Zahlungsprobleme der 1890er Jahre auf Europa beschränkt. Insbesondere Fishlow hat darauf hingewiesen, daß die Behandlung der südamerikanischen Gläubiger, die nach dem Ende des ersten Booms fast alle im Laufe der 1890er Jahre in Zahlungsschwierigkeiten gerieten, anders ausfiel. Laut Fishlow ging man hier davon aus, daß die Zahlungsschwierigkeiten nur ein temporäres Problem waren, hervorgerufen durch die unvermeidlichen Schwankungen einer im Prinzip gesunden Wirtschaftsentwicklung.[533] Aber auch politische Faktoren dürften eine Rolle gespielt haben. Seit der Monroe-Doktrin wären Interventionen in Lateinamerika auf die Mißbilligung der USA gestoßen – auch wenn die Doktrin Interventionen nicht völlig unmöglich gemacht hat, wie das spätere Beispiel Venezuelas zeigte. Ein nicht minder wichtiger Grund war, daß Lateinamerika nicht nur ökonomisch, sondern auch politisch an der Peripherie lag. Die rivalisierenden europäischen Mächte hatten kein strategisches Interesse an direkter politischer Kontrolle oder Stabilisierung aus außenpolitischen Motiven. So gab es zwar Überlegungen, in Peru eine Schuldenzwangsverwaltung nach türkischem Beispiel einzurichten, aber der Plan scheiterte unter anderem am Desinteresse der Europäer.[534]

Dennoch war auch in Lateinamerika die Reaktion auf Finanzkrisen in der Regel eine drastische Einschränkung der Finanzhoheit der betroffenen Länder. Die Restrukturierungsabkommen wiesen erstaunliche Parallelen zu den Regelungen auf, die in Griechenland oder Bulgarien das Resultat von politischen Interventionen waren. Der einzige Unterschied lag darin, daß die Politik

---

[532] Financial News, 31. Mai 1891; zitiert in Fishlow (1989), "Conditionality and Willingness to Pay: Parallels from the 1890s", 100.

[533] Fishlow (1985), "Lessons From the Past: Capital Markets during the 19th Century and the Interwar period", 402ff.

[534] Ibid., 415.

stärker im Hintergrund blieb und die Verhandlungen zwischen den Banken und Anleihebesitzern und den betroffenen Regierungen direkt geführt wurden. Die Gläubiger erhielten in den Verhandlungen mit den lateinamerikanischen Regierungen die direkte Verfügung über einen wichtigen Teil der öffentlichen Einnahmen – in der Regel ein Teil der Zolleinnahmen – als Sicherheit für die Restrukturierung der Schulden. Sie gewannen gleichzeitig bessere Kontrolle über die Aufnahme neuer Kredite und waren teilweise in der Lage, die Haushaltsführung mitzubestimmen. Der überwiegende Teil neuer Anleihen konnte nur noch dann in London plaziert werden, wenn zusätzliche Staatseinnahmen den Gläubigern als Sicherheit gegeben wurden. Somit sind auch in Lateinamerika die Gläubiger gestärkt aus dem Krisenjahrzehnt der 1890er hervorgegangen. Zwei prominente Beispiele, Argentinien und Brasilien, können dies illustrieren.

Der argentinische Default des Jahres 1890/91 war sicherlich die wichtigste Finanzkrise des Jahrzehnts. Durch die argentinischen Zahlungsprobleme wurde das Bankhaus Baring in eine Liquiditätskrise gestürzt, so daß die City schnell reagierte.[535] Eine internationale Kommission unter Vorsitz von Lord Rothschild wurde mit dem Auftrag gebildet, die Schuldendienstzahlungen sicherzustellen, und einigte sich im Januar 1891 mit der Regierung auf einen Konsolidierungskredit.[536] Der Schuldendienst wurde vorerst mit neuen Anleihen finanziert, während restriktive Auflagen dafür sorgen sollten, daß die argentinische Regierung auch in den nächsten Jahren zahlungsfähig bleiben würde. Die Vereinbarung war unpopulär in Argentinien, weil sie mit starken Einschränkungen der finanziellen Souveränität einherging. Unter anderem durften die Einnahmen aus dem Kredit nur für den externen Schuldendienst verwendet werden, die Regierung mußte täglich die verpfändeten Zolleinnahmen auf einem speziellen Konto deponieren und sich überdies verpflichten, in den nächsten drei Jahren keine neuen Schulden aufzunehmen. Zudem war die Kreditsumme mit fünf Millionen Pfund jährlich (für einen Zeitraum von drei Jahren) relativ klein. Nur etwa ein Drittel des argentinischen Devisenbedarfs konnte gedeckt werden. Der Konsolidierungskredit scheiterte und wurde im Jahr 1893 durch den sogenannten *Arreglo Romero* ersetzt. Diese Regelung sah eine Reduzierung des Zinsdienstes um dreißig Prozent und eine Aussetzung von Amortisierungszahlungen bis zum Jahr 1901 vor. Der *Arreglo Romero* sollte aber in der Hinsicht eine Ausnahme unter den Restrukturierungen bleiben, daß er in der Tat einen partiellen Schuldenerlaß – die Reduzierung der

---

[535] Die folgenden Ausführungen stützen sich vor allem auf Corporation of Foreign Bondholders (1880-1914), *Annual General Report of the Council of the Corporation of Foreign Bondholders*, 1890-1914; sowie Suter (1990), *Schuldenzyklen in der Dritten Welt*, Marichal (1989), *A Century of Debt Crises in Latin America* und Fishlow (1989), "Conditionality and Willingness to Pay: Parallels from the 1890s".

[536] Marichal (1989), *A Century of Debt Crises in Latin America*, 159ff.

Zinszahlungen um 30 Prozent für fünf Jahre – beinhaltete. Dennoch erscheinten im Rückblick die Verhandlungserfolge der Gläubiger groß:

„In summary, the crisis of 1890 subjected the Argentine state to the dictates of the international banks that imposed severe financial conditions on both the national and the provincial governments in order to guarantee that they would recoup their loans and to assure the profitability of allied enterprises, such as the British railway firms."[537]

Auch der Konsolidierungskredit, der unter Vermittlung der Rothschilds 1898 an Brasilien vergeben wurde, knüpfte weiteren Zugang zum internationalen Bondmarkt an Auflagen, die tief in die Finanzhoheit der Schuldner eingriffen. Brasilien mußte als Gegenleistung für einen dreijährigen Liquiditätskredit – mit dem die Zinszahlungen aufrechterhalten wurden – und für die Aussetzung der Amortisierungszahlungen bis 1911 eine Reihe von Bedingungen akzeptieren. So durften keine neuen Kredite ohne Zustimmung der Gläubiger aufgenommen werden, die interne Staatsschuld mußte verringert und die Zolleinnahmen den Gläubigern verpfändet werden:

„... not only was it necessary to pledge the entire customs receipts of the country and to accept a moratorium on new debt issues, internal or external, and even governmental guarantees, but the government was committed to withdrawing from circulation paper money equal in value to the 10 million loan."[538]

Es verwundert kaum, daß im Land der Eindruck vorherrschte, die europäischen Gläubiger hätten die Kontrolle über die brasilianische Wirtschaft übernommen.[539] Vergleichbare Regelungen finden sich auch in anderen Ländern: Uruguay mußte im Rahmen der Schuldenregelung im Februar 1892 nicht weniger als 45 Prozent seiner Zolleinnahmen den Gläubigern verpfänden. Bis 1906 wurden gar drei Viertel der Zolleinnahmen den Investoren als Sicherheit für verschiedene Anleihen übertragen, die täglich vom Repräsentanten der *Corporation of Foreign Bondholders* eingenommen wurden.[540] In Peru, Salvador und Ecuador übernahmen die Anleihegläubiger die Kontrolle über die

[537] Ibid., 169.

[538] Fishlow (1985), "Lessons From the Past: Capital Markets during the 19th Century and the Interwar period", 411.

[539] Ibid., 411.

[540] Kelly (1998), "Ability and Willingness to Pay in the Age of the Pax Britannica 1890-1914", 42.

staatlichen Eisenbahnen und weitere Staatsmonopole im Bergbau.[541] Auch in der alten Welt kam es zu vergleichbaren Regelungen. Portugal entging zwar deutschen und französischen Bemühungen, eine direkte Zwangsverwaltung des Haushalts einzurichten, mußte aber den Gläubigern ebenfalls täglich einen Teil der Zolleinnahmen übergeben. In all diesen Fällen läßt sich ein einheitliches Muster erkennen: Die Restrukturierung der Schulden zahlungsunfähiger Länder fand unter erheblichen Eingriffen in die Finanzhoheit statt. Strenge wirtschaftspolitische Konditionalität, Übertragung von öffentlichen Einnahmen und die engmaschige Kontrolle der Finanzen waren die Folgen der Zahlungsunfähigkeit. Die Erfahrungen mit den Schuldenregelungen der 1890er Jahre hatten erhebliche Konsequenzen für die Risikowahrnehmung des Marktes.

Erstens kam es nur in Ausnahmefällen zur tatsächlichen Reduktion der Schulden. Die Regel war vielmehr, daß neue Kredite zur Deckung von Zinszahlungen auf die alten Schulden vergeben wurden, deren Nennwert aber erhalten blieb. Die Kapitalisierung der fraglichen Zinszahlungen im Gegenzug für erhebliche Eingriffsmöglichkeiten in die Wirtschaftspolitik und die Absicherung durch verpfändete Staatseinnahmen war letztlich ein sehr vorteilhaftes Arrangement für die Anleger. Der Anstieg der Verschuldung, der aus den Konsolidierungsanleihen resultierte, war durch zusätzliche Eingriffsmöglichkeiten bestens abgesichert. Die Aufschiebung der Amortisierungszahlungen für eine gewisse Zeit bedeutete zwar *de facto* eine erzwungene Verlängerung der Laufzeiten der Anleihen, aber keinen „haircut“, also keine Reduktion des Nennwerts.

Zweitens sind im Zuge der Schuldenregelungen die Möglichkeiten der Gläubiger, *ex ante* die Risiken zu begrenzen, ebenfalls gewachsen. Neue Kredite unterlagen für eine gewisse Zeit der Zustimmung der Gläubiger, aber auch nach Ablauf der Konsolidierungsperiode wurden weitere Anleihen häufig mit zusätzlichen Zoll- oder Monopoleinnahmen abgesichert. Vor allem die *Corporation of Foreign Bondholders* verlangte in der Regel von allen Ländern die Übertragung eines Teils der Zolleinnahmen als Sicherheit.[542]

Drittens kann man im Rahmen des willingness-to-pay-Ansatzes argumentieren, daß die Schuldenregelungen der 1890er Jahre den Kreditnehmern gezeigt haben, welche Kosten ein Default nach sich zieht. Da die Schuldner mit harten finanziellen Einschnitten rechnen mußten, falls sie mit ihrem Schuldendienst in Verzug gerieten, dürften sowohl die Zahlungsbereitschaft als auch die Anreize zur soliden Haushaltsführung entsprechend höher gewesen sein.

---

[541] Siehe Mauro und Yafeh (2003), "The Corporation of Foreign Bondholders", 24.

[542] Kelly (1998), "Ability and Willingness to Pay in the Age of the Pax Britannica 1890-1914", 42.

## 5. Der Anstieg der „recovery rates“

Die Risikoprämien im Kapitalmarkt spiegeln nicht nur die Ausfallwahrscheinlichkeit wider, sondern sind ein Produkt von zwei Erwartungsgrößen, nämlich der Wahrscheinlichkeit des Zahlungsausfalls und dem erwarteten Verlust im Fall des Zahlungsausfalls – der „loss given default“ bzw. die „recovery rate“.[543] In der Regel wird – der Einfachheit halber – angenommen, daß die Erwartungen der Akteure in bezug auf den Kapitalverlust im Fall des Default über Länder und Zeit hinweg konstant sind.

Vieles spricht aber dafür, daß die Anleger aus den Schuldenregelungen der 1890er Jahre die Lehre ziehen konnten, daß sich im Fall künftiger Zahlungsprobleme die Verluste in Grenzen halten würden. Durch die Kapitalisierung des Zinsdienstes blieb der Wert der Anlagen weitgehend intakt. Auch durch die strikte Konditionalität und Ausweitung der Gläubigerkontrolle dürften die Erwartungen des Marktes in bezug auf die „recovery rates“ gestiegen sein. Daß Veränderungen beim erwarteten Kapitalverlust potentiell großen Einfluß auf die Höhe der Risikoprämien haben, läßt sich an einem einfachen Beispiel zeigen[544]: Unter der Annahme, daß der risikofreie Zins konstant drei Prozent und die Ausfallwahrscheinlichkeit einer Anleihe fünf Prozent beträgt, würden risikoneutrale Investoren eine Prämie von rund 265 Basispunkten verlangen, wenn sie mit einem Kapitalverlust von 50 Prozent rechnen.[545] Beträgt der erwartete Verlust nur 25 Prozent, würde der Spread, *ceteris paribus*, auf knapp 130 Basispunkte fallen.

---

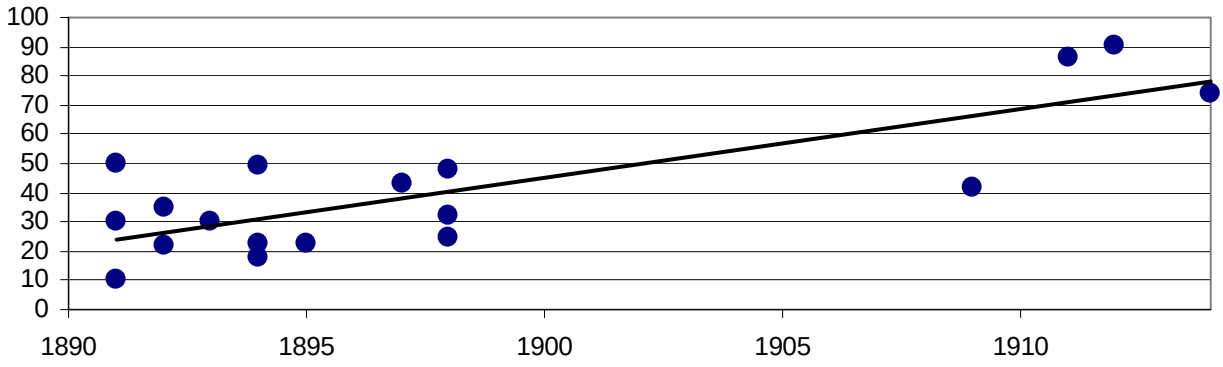
[543] Aktuelle theoretische Analysen der Beziehung zwischen Spreads und dem „recovery value“ finden sich in Altman, Resti und Sironi (2003), "Default Recovery Rates in Credit Risk Modelling: A Review of the Literature and Empirical Evidence"; Singh (2003), "Are Credit Default Swaps High in Emerging Markets? An Alternative Methodology for Proxying Recovery Value"; sowie in Andritzky (2003), "Implied Default Probabilities and Default Recovery Ratios: An Analysis of Argentine Eurobonds 2000-2002". Eine empirische Analyse der Bedeutung von Veränderungen in den Erwartungen des „loss given default“ gibt Merrick (1999), "Crises Dynamics of Implied Default Recovery Ratios: Evidence from Russia and Argentina".

[544] Theoretisch gilt in einer Welt risikoneutraler Investoren: $(1-P)(1+r+s) + P(1-q)(1+r+s) = 1+r$; wobei P die Wahrscheinlichkeit des Default, r der risikofreie Zins, q der erwartete Kapitalverlust und s die Risikoprämie über dem risikofreien Zins ist.

[545] Eine Studie der Ratingagentur Moody’s hat den durchschnittlichen Kapitalverlust bei Zahlungsunfähigkeit von Unternehmensanleihen zwischen 1920 und 1999 auf rund fünfzig Prozent beziffert: Siehe Moody's Investor Service (2000), *Historical Default Rates of Corporate Bond Issuers*. Für Staatsanleihen sind entsprechende Zahlen aufgrund der geringeren Frequenz der Zahlungsausfälle wesentlich unsicherer. Die entsprechenden “recovery rates“ dürften aber tendenziell niedriger liegen, weil der Zugriff der Gläubiger auf Sicherheiten schwieriger ist. Im Zuge der Verhandlungen mit den Anleihegläubigern argentinischer Staatsanleihen, die seit

Es ist in der Praxis nur schwer möglich, die Erwartungen des Marktes in bezug auf den Kapitalverlust im Fall des Zahlungsausfalls exakt zu quantifizieren. Dennoch lassen sich aus den Preisen von Anleihen, die sich im Zahlungsausfall befinden, einige interessante Aufschlüsse ziehen: Die Differenz zwischen dem Marktwert einer Anleihe im Default und ihrem Nominalwert entspricht – gängiger Praxis zufolge – der Markteinschätzung des Kapitalverlusts.[546] Abb. 9.13 zeigt hier eine bemerkenswerte Entwicklung: Die Preise von Staatsanleihen solcher Länder, die sich im Zahlungsverzug befanden, sind im Laufe der Jahre kontinuierlich gestiegen. In den frühen 1890er Jahren waren noch Preise von zwanzig bis dreißig Prozent des Nominalwertes keine Seltenheit, was Erwartungen eines Kapitalverlusts von siebzig bis achtzig Prozent entsprach. In den letzten Jahren der ersten Globalisierungsperiode wurden derartige Anleihen dagegen mit über achtzig Prozent ihres Nennwerts gehandelt. Trotz der Aussetzung der Zinszahlungen hat der Markt in Kolumbien (1908), Nicaragua (1911), Liberia (1912) sowie Mexiko (1914) weitaus geringere Kapitalverluste befürchtet als bei vergleichbaren Finanzkrisen 15 Jahre zuvor. Die Gläubiger waren also zunehmend optimistisch, im Fall des Zahlungsausfalls einen großen Teil des eingesetzten Kapitals zurückzuerhalten. Die Reduktion der Risikoprämien seit den späten 1890er Jahren reflektierte diese Erwartung.

Abb. 9.13: Erwarteter „recovery value“ - Tiefstpreis im Jahr der Zahlungsunfähigkeit




Anm.: Zahlungsunfähigkeit in Argentinien (1891), Equador (1891), Uruguay (1891), Portugal (1892), Venezuela (1892), Griechenland (1893), Equador (1894), Guatemala (1894), Nicaragua (1894), Costa Rica (1895), Salvador (1897), Venezuela (1898), Brasilien (1898), Guatemala (1898), Kolumbien (1909), Nicaragua (1911), Liberia (1912), Mexiko (1914).
Quellen: Siehe Datenanhang.

---

dem Jahr 2001 nicht bedient wurden, hat der argentinische Finanzminister im Jahr 2004 ein Angebot vorgelegt, das einen Kapitalverlust der Gläubiger von 75 bis achtzig Prozent bedeuten würde.

[546] Siehe Ibid., 18.

## 6. Interventionsdrohungen und finanzielle Interessensphären

Warum haben die lateinamerikanischen und andere Länder die Einschränkung ihrer Finanzhoheit akzeptiert und sich an die Vorschriften der Schuldenabkommen gehalten?[547] Wenn man zunächst die ökonomischen Motive betrachtet, die diesen Arrangements zugrunde lagen, so besteht kein Zweifel, daß der weitere Zugang zum Kapitalmarkt und die Vorteile der Integration in den Welthandel gewichtige Gründe für die Fügsamkeit vieler Länder waren. Die Weltwirtschaft wuchs rapide, die Exportmärkte für die Primärgüter der Entwicklungsländer eingeschlossen: „Peripheral countries had powerful incentives to remain inside a rapidly expanding world economy."[548]

Auch innerhalb der Länder glaubte die Mehrheit der Politiker und Unternehmer, daß die Vorteile weiterer Auslandsinvestitionen die Einschränkungen der Souveränität überwogen. Denn die Organisationsmacht der britischen *Corporation of Foreign Bondholders* war beachtlich. Ihr wichtigstes Sanktionsmittel war der Ausschluß von der Londoner Börse. Letztere verweigerte die Notierung von Anleihen bösgläubiger Schuldner und verhinderte damit effektiv den Zugang zum britischen Kapitalmarkt, bis eine Regelung für die ausstehenden Schulden gefunden war.[549]

Gleichzeitig war wohl auch Vertragstreue als fundamentaler Wert noch fest in den Köpfen verankert, gleichsam als Glaubensbekenntnis der liberalen Ära. Argentinien etwa hat, gestützt auf rapides Exportwachstum, schon vor dem vereinbarten Zeitpunkt die vollen Zinszahlungen wieder aufgenommen, um das Stigma des Vertragsbruchs abzulegen.[550] Freilich gab es auch moralisch weniger anspruchsvolle Motive, die im Sinne einer einfachen Kosten-Nutzen-Rechnung für die Erfüllung von teilweise harten Auflagen sprachen. So hat die Furcht vor der Fähigkeit der *Corporation*, Handelssanktionen gegen unkooperative Schuldner zu verhängen, die

---

[547] Siehe auch die vergleichbaren Schlußfolgerungen in bezug auf die Bedeutung von Interventionsdrohungen in Mitchener und Weidenmier (2004b), "How Are Sovereign Debtors Punished? Evidence From the Gold Standard Era".

[548] Fishlow (1985), "Lessons From the Past: Capital Markets during the 19th Century and the Interwar period", 415f.

[549] Mauro und Yafeh (2003), "The Corporation of Foreign Bondholders", 22. Mit dem Aufstieg von Paris, Berlin und New York zu rivalisierenden Finanzzentren verlor die Corporation dieses Monopol. Es geschah, daß Länder wie Guatemala und Ecuador keinen Schuldendienst an britische Gläubiger leisteten, aber neue Anleihen in den anderen Finanzzentren aufnehmen konnten. Siehe Kelly (1998), "Ability and Willingness to Pay in the Age of the Pax Britannica 1890-1914", 34.

[550] Fishlow (1989), "Conditionality and Willingness to Pay: Parallels from the 1890s", 91.

Zahlungsbereitschaft derjenigen Länder erhöht, deren Außenhandelsbeziehungen von Großbritannien dominiert waren.[551]

Auch für die britische Außenpolitik selbst wurde die Unterscheidung zwischen legitimen Forderungen ihrer Staatsbürger auf diplomatische Hilfe bei Enteignungen und den finanziellen Interessen der Bondholders immer schwieriger. Die britische Regierung hatte im Verlauf des 19. Jahrhunderts im Sinne der bekannten Direktive von Palmerston politische Interventionen zugunsten der Anleger grundsätzlich abgelehnt und nur in Fällen direkten außenpolitischen Interesses Ausnahmen gemacht.[552] Die Begründung war, daß Anleihegläubiger im Wissen um die ökonomischen Risiken Verträge eingegangen waren, mit denen der britische Staat nichts zu tun hatte. Westminster wollte nicht für die Risiken von Finanzinvestitionen einstehen. Es hat aber stets versucht, politische Risiken für den Welthandel zu begrenzen; etwa dann, wenn fremde Staaten in das Eigentum britischer Staatsbürger eingriffen.[553] Enteignungen ausländischen Eigentums für öffentliche Zwecke waren nach geltendem Völkerrecht unrechtmäßig, so daß die Regierung berechtigt war, politisch tätig zu werden.[554]

Die Umschuldungsabkommen der 1890er Jahre haben diese politische Linie ins Wanken gebracht. Denn durch die Praxis der Übertragung von Zolleinnahmen hatten britische Bürger Vermögensrechte im Ausland vertraglich erworben. Prinzipiell genossen die “pledged revenues” der Anleihegläubiger daher diplomatischen Schutz:

„...the Foreign Office considered itself throughout the period entitled to secure the inalienability of securities already hypothecated to British bondholders … Law officers agreed (1895) that Britain would be entitled to protest against any diversion of the Nicaraguan export duties secured to the bondholders of the railway loan (…) As late as 1913 a British warship was sent to Guatemala to assist Lionel Carden in his efforts to obtain the return of the alienated coffee duties to the payment of the coupon of the British loan.”[555]

---

[551] Kelly (1998), "Ability and Willingness to Pay in the Age of the Pax Britannica 1890-1914", 45f.

[552] Siehe die ausführliche Diskussion in Platt (1968), *Finance, Trade, and Politics in British Foreign Policy 1815-1914*, 34ff.

[553] Lipson (1985), *Standing Guard*, 49.

[554] Ibid., 54.

[555] Platt (1968), *Finance, Trade, and Politics in British Foreign Policy 1815-1914*, 46/47.

Diese juristische Unterscheidung erklärt das Interesse der *Corporation of Foreign Bondholders* an der Übertragung von Zolleinnahmen. Eine Zweckentfremdung – zu der die Länder zunächst weiterhin in der Lage gewesen wären – wurde auch nach britischer Rechtsauffassung zu einem Verstoß gegen internationales Recht. Die Anleger hatten damit Anspruch auf mehr als nur „good offices", nämlich auf diplomatische Vertretung durch ihre Regierung. Da praktisch alle Länder der Peripherie einen Teil ihrer Staatseinnahmen verpfändet hatten, hatte sich die Position der Gläubiger erheblich verbessert.

Politische Interventionen waren zwar nicht die Regel, aber auch in Lateinamerika nicht ausgeschlossen. Die Glaubwürdigkeit der Drohung war beinahe ebenso wichtig wie die tatsächliche Handlung. Platt hat mindestens vierzig Beispiele für britische Militärinterventionen in Lateinamerika zwischen 1820 und 1914 gefunden.[556] Der Großteil dieser Interventionen hatte zwar wenig mit Anleiheschulden zu tun, aber eine gewisse Unsicherheit verblieb zweifellos auf der Seite der lateinamerikanischen Regierungen.[557] Die Befürchtung, daß mangelnde Kooperation mit den Gläubigern zu politischer Intervention führen könnte, ist in den Quellen dementsprechend gut dokumentiert. Der frisch gewählte brasilianische Präsident Campos Salles dachte 1898 angesichts der finanziellen Engpässe des Staates über drei Handlungsalternativen nach:

„ (1) suspension of debt service; (2) reduction of interest; (3) arrangement of a large loan. The first two hypotheses put at risk the very national sovereignty, with the country subject to foreign intervention against which it would be impossible to defend."

Auch Brasiliens Bankiers, die Rothschilds, taten ihr Bestes, diese Auffassung noch zu stärken. Von einem Schuldenmoratorium solle Brasilien absehen: „…besides the loss of the country's credit the measure could greatly affect Brazil's sovereignty, provoking reactions that could arrive at the extreme of foreign invasion".[558] Auf der anderen Seite des Atlantik war auch für Portugals Regierung die Drohung politischer Intervention ein wichtiger Grund, sich an das Abkommen mit den Anlegern zu halten:

---

[556] Ibid., 330.

[557] Zur britischen Politik der Verteidigung von Eigentumsrechten siehe auch Lipson (1985), *Standing Guard*, 49ff.; sowie Krasner (1999), *Sovereignty: Organized Hypocrisy*.

[558] So der Rat der Rothschilds an den neuen Präsidenten; zitiert in Fishlow (1989), "Conditionality and Willingness to Pay: Parallels from the 1890s", 92.

„From 1902 on Portugal met the reduced debt service. From that date on the government issued only one external loan and that through the Tobacco Monopoly. Its struggling public finances were supported, when need there was, by issues of paper money and short-time advances of the bankers in Lisbon and elsewhere. Governing it was the fear that new loans would mean either foreign supervision of its finances or detachment of colonial possessions."[559]

In der Tat hat die Bereitschaft zu Interventionen nach der Jahrhundertwende an Glaubwürdigkeit gewonnen. Die europäischen Großmächte – und wenig später auch die USA – gingen nach 1900 in allen Weltregionen zu einer deutlich aktiveren Politik der Einmischung in die finanziellen Verhältnisse der Peripherie über. Mit der britisch-deutschen Intervention in Venezuela 1903, der Roosevelt Corollary von 1904 und der britischen Kanonenbootexkursion nach Guatemala im Jahr 1913 fallen gleich drei der bekanntesten Beispiele für die Verknüpfung von Außenpolitik und Finanzinteressen in die Zeit nach 1900. Auf britischer Seite spielten auch andere Gründe als der Schutz Finanzinteressen britischer Staatsbürger eine Rolle.[560] Aber man kann den Übergang zu einer stärker interventionistisch geprägten Politik seit der Jahrhundertwende konstatieren, ohne in die alten Fallstricke der Imperialismusdebatte zu geraten: Die Botschaft an die Schuldnerländer und an den Finanzmarkt lautete in jedem Fall, daß die Großmächte bereit waren, in die finanziellen Verhältnisse der Peripherie einzugreifen, und – wenn es ihnen opportun erschien – die wirtschaftlichen Interessen ihrer Staatsbürger im Zweifelsfall auch mit Waffengewalt zu verteidigen.

Als Reaktion auf die Blockade Venezuelas wurde von einigen südamerikanischen Ländern die sogenannte *Drago-Doktrin* – benannt nach dem argentinischen Außenminister – vorgebracht, die das Ziel hatte, militärische Aktionen zur Eintreibung von Auslandsschulden für unrechtmäßig zu erklären.[561] Daran sind zwei Dinge bemerkenswert. Zum einen, daß die *Drago-Doktrin* auf der Haager Konferenz nicht angenommen wurde. Das Recht, Waffengewalt zur Eintreibung von Schulden zu benutzen, wurde vielmehr grundsätzlich bestätigt. Zum anderen zeigt die Initiative an sich, daß sich in der öffentlichen Wahrnehmung das Risiko von Interventionen erhöht hatte. Auch Präsident Theodore Roosevelt sah in der Behandlung Venezuelas einen gefährlichen Präzedenzfall.[562] Denn die Schiedsverhandlung, der Venezuela zur Beendigung der Blockade zustimmen mußte, bestätigte nicht

---

[559] Feis (1965 [1930]), *Europe, The World's Banker 1870-1914*, 247.

[560] Platt (1968), *Finance, Trade, and Politics in British Foreign Policy 1815-1914*, 339ff.

[561] Kelly (1998), "Ability and Willingness to Pay in the Age of the Pax Britannica 1890-1914", 43.

[562] Mitchener und Weidenmier (2004a), "Empire, Public Goods, and the Roosevelt Corollary", 8.

nur die Ansprüche Großbritanniens und Deutschlands, sondern garantierte beiden Ländern bessere Konditionen bei der Schuldenrückzahlung, weil sie zum Nutzen aller Gläubiger die entscheidenden militärischen Schritte zur Rechtsherstellung unternommen hatten. Damit war ein gefährlicher Anreiz gesetzt. Mit der *Roosevelt-Corollary* versuchten die USA, neuen europäischen Interventionen zuvorzukommen. Statt der Europäer reklamierten die USA für sich die Rolle als „Finanzpolizist" in der Karibik und im nördlichen Teil Südamerikas. In Roosevelts Worten:

„If a nation shows that it knows how to act with reasonable efficiency and decency in social and political matters, it keeps order and pays its obligations, it need fear no interference from the United States. Chronic wrongdoing…may in America, as elsewhere, ultimately require intervention by some civilized nation, and in the Western Hemisphere… may force the United States…to the exercise of an international police power."[563]

Der Finanzmarkt reagierte rasch auf diese Ankündigung. Die Preise mittel- und südamerikanischer Anleihen stiegen um 74 Prozent innerhalb eines Jahres nach der Verkündigung der neuen Doktrin. Zwei Jahre später lagen sie fast doppelt so hoch wie vor der Verkündung der Corollary.[564] Die Anleger glaubten, daß die USA fortan die Schuldendienstzahlungen sicherstellen und in der Region die öffentlichen Güter bereitstellen würden, die für eine nachhaltige Wirtschaftsentwicklung bislang gefehlt hatten: Frieden und finanzielle Stabilität. Die amerikanische Intervention in der Dominikanischen Republik 1904/05 war ein sprechendes Beispiel der neuen Politik. Amerikanische Marines stellten die reibungslose Erhebung von Außenhandelszöllen sicher. 1905 unterstützten die Marines den mexikanischen Präsidenten Díaz bei der Niederschlagung einer Rebellion; 1906 besetzten amerikanische Truppen Kuba; 1907 griff das amerikanische Militär in den Krieg zwischen Nicaragua und Honduras ein; 1908 intervenierten die USA in Panama, um den ordnungsgemäßen Verlauf der Wahlen zu garantieren.[565] Die Roosevelt Corollary von 1904 zeigt, daß die internationale Ordnung nach der Jahrhundertwende in viel höherem Maße von einer aktiven Politik der Großmächte geprägt war, die darauf abzielte, in ihren politischen Interessengebieten finanzielle Stabilität zu garantieren. Diese politischen Entwicklungen verfehlten nicht ihre Wirkung auf die Risikoeinschätzung der Investoren.

---

[563] Theodore Roosevelt am 6.Dezember 1904, zitiert in: Ibid., 1.

[564] Ibid., 3.

[565] Ibid., 4.

Die Ausdehnung finanzieller Interessengebiete nach 1900 zeigt sich zudem besonders deutlich in einer Region, von der bisher noch nicht die Rede war, nämlich in Asien. China, neben Japan, Siam und Persien, einer der wenigen (formal) unabhängigen Kreditnehmer aus der Region, wurde im Zuge der verlorenen Kriege gegen Japan (1895) und gegen die europäischen Mächte im sogenannten *Boxer-Aufstand* von 1901 zu einem Finanzprotektorat der Großmächte. Die von einem britischen Generalinspekteur geleitete *Maritime Customs Administration* verwaltete bereits seit der Mitte des 19. Jahrhunderts den wichtigsten Teil der chinesischen Zolleinnahmen. Ihre Befugnisse wurden nach dem japanisch-chinesischen Krieg kontinuierlich ausgeweitet. Am Vorabend des Krieges verwaltete sie im Auftrag der Gläubiger nicht nur die Zolleinnahmen, sondern auch die Salz- und andere interne Steuern.[566] Die Sicherstellung des Zahlungen für neun große Anleihen sowie für die erzwungenen Reparationen für den Boxeraufstand waren ihrer Kontrolle übertragen.[567] Ein stetig wachsender Teil der chinesischen Staatseinnahmen kam seit 1895 unter ausländische Kontrolle, geschützt von europäischen Kanonenbooten in chinesischen Häfen. Die bemerkenswerte Reduktion des Länderrisikos – von über 300 Basispunkten in den 1890er Jahren auf weniger als 150 im ersten Jahrzehnt des 20. Jahrhunderts – kann mit der Sicherheit erklärt werden, die die ausländische Finanzverwaltung den Gläubigern gab:

"The protections for foreign investors in Chinese government bonds were even more extraordinary. Beginning in the mid-19th Century the Chinese Maritime Customs revenues were collected and controlled by the British. Payments on foreign debt could thus be taken directly from customs revenues before going to the treasury – effectively giving foreign bond holders senior claim to China's primary source of revenue. While this undoubtably [sic!] lowered the Chinese Government's cost of capital by reducing the probability of default, it also limited the fiscal options of the Chinese state, and put her purse-strings in the hands of a foreign power."[568]

Mit Siam und Persien befanden sich zwei weitere asiatische Länder im Spannungsfeld rivalisierender Interessen der europäischen Mächte. In beiden Ländern war die Anleihetätigkeit entsprechend politisch geprägt. Siams Sterling-Anleihe von 1904/05 wäre ohne die direkte

[566] Die folgenden Ausführungen stützen sich in erster Linie auf Goetzmann und Ukhov (2001), "China and World Financial Markets 1870-1930"; Platt (1968), *Finance, Trade, and Politics in British Foreign Policy 1815-1914*, 262ff.; sowie Feis (1965 [1930]), *Europe, The World's Banker 1870-1914*.

[567] Feis (1965 [1930]), *Europe, The World's Banker 1870-1914*, 459.

[568] Goetzmann und Ukhov (2001), "China and World Financial Markets 1870-1930", 3.

Unterstützung der britischen Regierung nicht möglich gewesen. Der Ausgabepreis von 95.5 war für ein Land, das zum ersten Mal am Londoner Kapitalmarkt auftrat, bemerkenswert hoch; die Rendite war damit deutlich geringer als etwa die japanischer Bonds. Das Königreich Siam wurde an der Londoner Börse als das betrachtet, was es auch war: Teil des informellen britischen Empire in Asien, ausgestattet mit den entsprechenden Garantien für finanzielle Solidität. Durchaus vergleichbar war die Situation in Persien. Britische und russische Aspirationen trafen hier aufeinander und führten zu einer engen Verbindung von Außenpolitik und Finanzen. Beide Länder versuchten, über die Kreditaufnahme maßgeblichen politischen Einfluß zu erhalten. Auch in Persien waren daher politische Interessen und nicht ökonomische Faktoren ausschlaggebend für das Länderrisiko.[569]

Zu Beginn des 20. Jahrhunderts standen somit fast alle Entwicklungsländer unter einem finanziellen „Schutzschirm" der Großmächte, soweit sie nicht bereits Kolonien waren. Nur noch zwei Länder, die nach ökonomischen Maßstäben als weniger entwickelt gelten mußten, politisch aber unabhängig blieben, waren übrig: Rußland und Japan. Interessanterweise verbuchten die Anleihen dieser beiden Länder die geringsten Kursgewinne. Das Kaiserreich Japan war trotz seiner militärischen Erfolge und der erfolgreichen ökonomischen Modernisierung in den Augen des Marktes kein besseres Länderrisiko als Griechenland, Uruguay oder der Nachbar China. Rußlands Wirtschaft entwickelte sich zwar rasch. Der russische Staat profitierte zudem von der Anleihepolitik der französischen Regierung. Aber Petersburg mußte trotzdem höhere Risikoprämien als der kranke Mann am Bosporus – das Osmanische Reich – bezahlen.

## 7. Zusammenfassung

(1) Die schon von C.K. Hobson im Jahr 1914 vorgebrachte Erklärung, daß die weltweite Inflation und das Wachstum der Staatseinnahmen die finanzielle Solidität der meisten Kreditnehmer gestärkt hatte, leistet einen gewissen Beitrag zum Verständnis der bemerkenswerten Zinskonvergenz in dieser Zeit. Ohne Zweifel standen viele Entwicklungsländer 1913 finanziell auf stabileren Beinen als noch in den 1890er Jahren. Bei den Investoren könnte zudem ein berechtigter Optimismus aufgekommen sein, daß sich die langsame reale Entschuldung der Entwicklungsländer auch in der Zukunft fortsetzen würde.
(2) Vieles spricht aber dafür, daß die größere Investitionssicherheit am Vorabend des Ersten Weltkrieges ebenso der Stärkung der Gläubigerrechte im globalen Kapitalmarkt geschuldet war. Die Investoren hatten in den Schuldenkrisen der 1890er Jahre die Erfahrung gemacht, daß die „recovery

[569] Feis (1965 [1930]), *Europe, The World's Banker 1870-1914*, 361ff.

rates“ bei Umschuldungen relativ hoch waren, weil die betroffenen Staaten aus Furcht vor schwerwiegenden politischen Konsequenzen zu großen Zugeständnissen bereit waren. Umschuldung vor 1914 hieß fast immer Kapitalisierung des Schuldendienstes. Nur in Ausnahmefällen, die dann oft mit einer Zwangsverwaltung der öffentlichen Einnahmen einherging, kam es zu einer Reduktion des Nennwerts der Schulden.

(3) Durch die glaubhafte Drohung politischer Intervention waren die Zahlungsbereitschaft der Schuldner und die Anreize, geliehenes Kapital sinnvoll einzusetzen, hoch. Im Zuge der Ausdehnung politischer und finanzieller Interessensphären befanden sich zudem die meisten Entwicklungsländer im ersten Jahrzehnt des 20. Jahrhundert unter einer engmaschigen Finanzkontrolle, die das Marktvertrauen stärkte.

(4) Die Zinskonvergenz nach 1896 und der erstaunliche Optimismus der Investoren in bezug auf die Entwicklungschancen und Stabilität der Peripherie waren daher zu großen Teilen die Konsequenz einer internationalen Ordnung, welche die politische und finanzielle Souveränität der Entwicklungsländer – nach heutigen Maßstäben – dramatisch einschränkte.

(5) Aus Sicht der Entwicklungsländer war der Zielkonflikt zwischen politischer Selbstbestimmung und Kapitalmarktzugang offenkundig. Niedrige Finanzierungskosten und der Imperativ ökonomischer Entwicklung waren aber für viele Länder Anreiz genug, innerhalb der rasch expandierenden Weltwirtschaft zu bleiben.

# SCHLUSSFOLGERUNGEN

*The tailor does not attempt to make his own shoes, but buys them of the shoemaker. The shoemaker does not attempt to make his own clothes, but employs a tailor. The farmer attempts to make neither the one nor the other… What is prudence in the conduct of every private family can scarce be folly in that of a great kingdom. If a foreign country can supply us with a commodity cheaper than we ourselves can make it, better buy it of them with some part of the produce of our own industry, employed in a way in which we have some advantage.*

Adam Smith, 1776[570]

*The practice of foreign investment, as we know it now, is a very modern contrivance, a very unstable one, and only suited to particular circumstances.*

John Maynard Keynes, 1922[571]

Adam Smiths' Einsicht in die ökonomischen Vorteile internationaler Arbeitsteilung ist und bleibt das ideelle Fundament der Globalisierung. In den Augen mancher Beobachter sind absolute bzw. komparative Vorteile auch alles, was man über Globalisierung wissen muß. Der Rest ist Interessenpolitik und Verteilungskampf, kaum mehr als politische Unruhe im effizienten Gleichgewicht der Märkte. In der ökonomischen Theorie gibt es insofern kaum Zweifel an den Wohlfahrtseffekten internationaler Marktintegration – vor allem für Entwicklungsländer. Ob sich die klassische Handelslehre ohne weiteres auf den Kapitalmarkt übertragen läßt, ist also eine offene Frage. Denn anders als auf Gütermärkten werden im Finanzmarkt Zukunftserwartungen gehandelt. Diese bringen nicht nur ein Element der Unsicherheit und Instabilität in den Markt, sondern machen ihn in besonderer Weise abhängig von Faktoren, die die Risikowahrnehmung der Akteure so weit stabilisieren, daß Marktaustausch zustande kommt.

Kann internationaler Kapitalhandel ein Motor für Entwicklung sein, wie es oft in Analogie zur klassischen Handelstheorie postuliert wird? Die Antwort muß lauten, daß es von den Umständen abhängt. Sir George Paish hat daran im Jahr 1911 nicht gezweifelt:

---

[570] Smith (1937 [1776]), *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Book 4, Chapter 2, 424.

[571] Keynes, zitiert in Nurkse (1954), "International Investment To-Day in the Light of Nineteenth-Century Experience", 752.

"It is no exaggeration to state that Great Britain's enterprise in placing her supplies of new capital wherever it could be profitably employed has been one of the great forces which have made the increased prosperity of the human race in modern times."[572]

Als Ragnar Nurkse aber nach dem Zweiten Weltkrieg warnte, daß die positiven Erfahrungen mit der Entwicklungsfinanzierung in der ersten Globalisierung durch „exceptional circumstances" bedingt waren, die nach dem Zweiten Weltkrieg nicht mehr vorhanden waren, hat er sich – im Spiegel dieser Studie – als durchaus hellsichtig erwiesen.

## 1. Desintegration

Im ersten Teil dieser Arbeit wurde gezeigt, daß sich hinter dem Begriff der finanziellen Globalisierung verschiedene Realitäten verbergen. Die Strukturen der Kapitalverflechtung der Weltwirtschaft vor 1914 und nach 1990 unterscheiden sich erheblich. Die Integration der Entwicklungsländer in den internationalen Kapitalmarkt war vor 1914 um ein Vielfaches höher. Im internationalen Anleihemarkt, der das wichtigste Vehikel der Entwicklungsfinanzierung im 19. Jahrhundert war, spielen arme Länder heute keine bedeutende Rolle mehr. Die kapitalarme Welt hat den Zugang zu passiven Kapitalanlagen aus der reichen Welt, die damals wie heute das Gros des international mobilen Kapitals ausmachen, weitgehend verloren. Die Tage, da es – in Keynes Worten – die natürlichste Sache der Welt für einen Investor war, die Preise von Anleihen aus entfernten, wenig entwickelten Ländern beim Frühstück zu studieren, sind vorüber. Heutzutage ist es weitaus wahrscheinlicher, daß er die Preise von Anleihen und Aktien eines Unternehmens verfolgt, das aus einem Land stammt, das vergleichbar reich ist wie sein eigenes. Nach 1990 haben allein ausländische Direktinvestitionen, also unternehmerisch motivierte Kapitalanlagen, die oft nicht über den Kapitalmarkt abgewickelt werden, einen gewissen Beitrag zum Kapitaltransfer von Reich nach Arm geleistet.

Gleichzeitig hat sich herausgestellt, daß die „Push-Seite" nicht das Problem der Gegenwart ist. Wesentlich mehr Kapital fließt heute über nationale Grenzen als im 19. Jahrhundert. Kapitalmobilität und -verflechtung der Weltwirtschaft sind weitaus höher. Vielmehr ist die Pull-Seite das Problem: Die Anziehungskraft von Entwicklungsländern ist dramatisch gesunken. Finanzintegration findet heute fast nur zwischen entwickelten Ländern statt. Im historischen Vergleich ziehen arme Länder in der

[572] Paish (1911), "Great Britain's Capital Investments in Individual Colonies and Foreign Countries".

Gegenwart nur geringe Vorteile aus dem offenen Kapitalmarkt. Die Befürworter der internationalen Kapitalmobilität befinden sich in diesem Punkt auch wissenschaftlich zunehmend in der Defensive. Die rhetorische Frage, die Dani Rodrik gestellt hatte – „Who needs capital account-convertibility?“[573] – läßt sich einfach beantworten: Niemand braucht Kapitalverkehrsliberalisierung, wenn dies in der Praxis zu häufigen Finanzkrisen und nicht zu umfangreichen Nettokapitaltransfers führt. Denn an der Krisenanfälligkeit der Kapitalmärkte hat sich nichts geändert. Irrational exuberance, Herdenverhalten und Boom-Bust-Zyklen ziehen sich wie ein roter Faden durch die Geschichte der Kreditvergabe. Kindleberger hat bereits vor der Boom-Phase der „efficient markets theory“ eine Feststellung von unveränderter Gültigkeit getroffen: „Speculative excess, referred to concisely as a mania, and revulsion from such excess in the form of a crisis, crash, or panic can be shown to be, if not inevitable, at least historically common.”[574] Auch im 19. Jahrhundert kam es zu derartigen Krisen, die ökonomisch nicht weniger kostspielig waren als in der Gegenwart.[575] Der entscheidende Punkt ist ein anderer. Nicht die Kosten der Kapitalmobilität in Form von Krisen ist die historisch neue Erfahrung, sondern der geringe ökonomische Nutzen aus Sicht jener Volkswirtschaften, die in der Theorie am stärksten von der Liberalisierung des Kapitalverkehrs profitieren sollten.

In bezug auf die wachstumstheoretische Debatte zwischen der „neuen“ und der neoklassischen Lehre sind weiterhin viele Fragen offen. Denn auch vor 1914 ist viel Kapital zwischen reichen Ländern geflossen. Selbst die Kombination aus markanten Unterschieden in der Kapitalausstattung und der Rechtssicherheit, die europäische Hegemonie vor 1914 bot, hat nicht die massiven Kapitalflüsse in Entwicklungsländer ausgelöst, von denen die neoklassische Wachstumstheorie ausgeht. Institutionelle Risiken sind insofern sicherlich nicht die einzige Erklärung für das Lucas-Paradoxon. Die historische Analyse zeigt aber ebenso, daß aus entwicklungsökonomischer Perspektive bereits viel gewonnen wäre, wenn diese Risiken reduziert würden.

## 2. Marktvertrauen

Die Investoren im 19. Jahrhundert trafen ihre Investitionsentscheidungen auf der Grundlage der gleichen Rendite-Risiko-Abwägung wie heutige Fondsmanager. Die Frage bleibt, warum

---

[573] Rodrik (Hrsg.) (1998), *Who Needs Capital-Account Convertibility?*

[574] Kindleberger (1978), *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, 4.

[575] Siehe Eichengreen (2002), "International Financial Crisis: Is the Problem Growing?"

Entwicklungsländer diesen „Test“ heute weitaus seltener bestehen als früher? Die Antwort liegt in der „market confidence“, dem Vertrauen des Marktes in die Entwicklungsperspektiven und damit in die Sicherheit der Investitionen. Marktvertrauen ist eine Schlüsselgröße für die Kapitalmarktintegration, weil jede Form von Investition letztlich ein „act of faith“ ist, wie es Nurkse und vor ihm Keynes erkannt hatten.[576] Nur wenn das Vertrauen gesichert und die Risikoeinschätzung niedrig ist, besteht die Möglichkeit, daß Kapital dorthin fließt, wo seine fundamentale Produktivität am höchsten ist. Der dramatische Anstieg der Investitionsrisiken in den Augen des Marktes ist eine Hauptursache für das gegenwärtige Desinteresse der Anleger an Entwicklungsländern. Im Umkehrschluß dürfte das bemerkenswerte Marktvertrauen vor 1914 das Geheimnis des Erfolges der ersten Globalisierung gewesen sein.

Warum sich die Risikoeinschätzung drastisch verändert hat, ist daher von zentraler Bedeutung für die wirtschaftpolitische Debatte um die Chancen der Finanzglobalisierung für die Entwicklungsökonomien. Verschiedene Faktoren kommen als Ursachen in Frage. Einige ökonomische Erklärungen müssen verworfen werden: Die Verschuldung der Entwicklungsländer war vor 1914 nicht niedriger, sondern höher; auch die Terms of Trade oder ein Anstieg makroökonomischer Instabilität können die Unterschiede nicht erklären. Es ist auch argumentiert worden, daß die Unerfahrenheit der Investoren in bezug auf die Risiken des Auslandsgeschäfts vor 1914 eine Rolle gespielt hat, während heute die Reputation vieler Entwicklungsländer – nach zahlreichen Zahlungsproblemen im Laufe der Jahrzehnte – ruiniert ist.:

„Nineteenth-century investors seem to have been unusually naive in swallowing propaganda put out by venal journalists, interested bankers, and devious foreign offices, and especially in thinking that foreign bonds were more like bonds than they were foreign, and hence safe.“[577]

Das Argument ist bedenkenswert und etwa im Hinblick auf die französisch-russischen Finanzbeziehungen durchaus zutreffend. Als Erklärung für die globale Finanzintegration ist es aber wenig überzeugend. Dagegen spricht vor allem, daß auch im 19. Jahrhundert immer wieder Schuldenkrisen auftraten und Investoren regelmäßig daran erinnert wurden, daß Auslandsinvestitionen Risiken bergen.[578] Die Anleihen Griechenlands, Kolumbiens und Guatemalas, die zu den ersten Kreditnehmern in London in den zwanziger Jahren des 19. Jahrhunderts gehörten, zahlten bis weit

[576] Nurkse (1954), "International Investment To-Day in the Light of Nineteenth-Century Experience", 755.

[577] Kindleberger (1984), *A Financial History of Western Europe*, 261.

[578] Suter (1990), *Schuldenzyklen in der Dritten Welt.*

nach der Jahrhundertmitte keinen Zins für den Anleger. Ähnliche Suspendierungswellen gab es in den 1840er Jahren und dann wieder nach 1870. Fast ein Viertel der gesamten Auslandsanleihen peripherer Volkswirtschaften war in den späten 1870er Jahren suspendiert.[579] Ein gutes Jahrzehnt später haben die argentinische Zahlungsunfähigkeit von 1890/91 und – nur wenige Monate später – die portugiesischen und griechischen Finanzkrisen sowie gegen Ende des Jahrzehnts die brasilianische Zahlungskrise dem internationalen Markt schmerzhaft die Risiken von Auslandsinvestitionen in Erinnerung gerufen. Bemerkenswert ist vielmehr, daß trotz der periodisch auftretenden Krisen das Interesse der Investoren an Finanzanlagen stets nur für kurze Zeit abnahm, um sich dann relativ rasch und kräftig wieder zu erholen.[580]

Unter den anderen möglichen Ursachen für die Investitionsbereitschaft der Investoren dürfte der Fortschrittsoptimismus des 19. Jahrhunderts eine wichtige Rolle gespielt haben. Der positivistische Fortschrittsgeist der Epoche und die rapiden technischen, ökonomischen und sozialen Entwicklungen der industriellen Revolution haben ihre Spuren im kollektiven Bewußtsein hinterlassen. Eric Hobsbawm etwa charakterisiert den Fortschrittsglauben des späten 19. Jahrhunderts mit den Worten:

„In material terms, in terms of knowledge and the capacity to transform nature it seemed so patent that change meant advance that history – all events in modern history – seemed to equal progress. Progress was measured by the ever rising curve of whatever could be measured, or what men chose to measure."[581]

Auch bei C.K. Hobson schwang der feste Glaube an ökonomischen und zivilisatorischen Fortschritt mit, als er schrieb:

"This huge sum [of European foreign investment] appears destined to grow decade by decade, until the time comes when the basic industries of modern civilisation have been spread far and wide."[582]

---

[579] Ibid., 94.

[580] Siehe auch Marichal (1989), *A Century of Debt Crises in Latin America*, 151.

[581] Hobsbawm (1987), *The Age of Empire*, 26.

[582] Hobson (1914), *Export of Capital*, 161.

Es wäre sicherlich ein Fehler, all diejenigen Faktoren als unwichtig zu betrachten, die sich nicht quantifizieren lassen. Der universelle Glaube des 19. Jahrhunderts an einen linearen technologisch-ökonomischen Fortschritt, an die Reproduzierbarkeit des europäisch-atlantischen Erfolgs, scheint dem 21. Jahrhundert weitgehend abhanden gekommen zu sein – selbst in der notorisch optimistischen Profession der Entwicklungsökonomen. Fast ein ganzes Jahrhundert relativer ökonomischer Stagnation seit 1914 hat mit Sicherheit auch am Finanzmarkt seine Spuren hinterlassen und den Glauben an die Entwicklungschancen der Peripherie geschwächt. William Easterly etwas resümiert die Hoffnungen und wiederkehrenden Enttäuschungen der Entwicklungsökonomie folgendermaßen:

„Like the ancient questors, we economists have tried to find the precious object, the key that would enable the poor tropics to become rich. We thought we had found the elixir many times. (...) None has delivered as promised.“[583]

Auch andere Ursachen waren wichtig: Die rapide Zunahme des Welthandels und das kontinuierliche Wachstum der Weltwirtschaft in den letzten beiden Jahrzehnten vor dem Ersten Weltkrieg haben dazu geführt, daß der Finanzmarkt von der ökonomischen Entwicklung auch der entlegensten Regionen der Weltwirtschaft stärker überzeugt war als heute. Großbritannien hat als „importer of last resort“ den Exporten der Entwicklungsländer vor 1914 einen offenen Markt zur Verfügung gestellt.[584] In der Gegenwart steht dem der anhaltende Agrarprotektionismus der Industrieländer gegenüber. Auch in anderen Wirtschaftsbereichen nehmen Subventionen und andere Marktverzerrungen den Entwicklungsländern Exportchancen – im Namen der Sicherung von Arbeitsplätzen in den Industrieländern. Mit Auslandsinvestitionen wird nicht mehr die globale Verbreitung von Wohlstand verbunden. In der öffentlichen Debatte werden sie oft als unpatriotische Akte ökonomischer Profitgier gebrandmarkt.

Aber im Licht der vorliegenden Untersuchung war das erstaunliche Marktvertrauen vor 1914 hauptsächlich eine Funktion von zwei Faktoren: Zum einen hat der Goldstandard eine Schlüsselrolle gespielt – allerdings nicht als monetäres „seal of approval“ in der Peripherie, sondern als Push-Faktor im Zentrum, der die Inflationserwartungen gesenkt, damit die Kreditaufnahme der Peripherie verbilligt und langfristig für eine positive Verschuldungsdynamik der Entwicklungsländer gesorgt hat. Ein Investor, der um 1900 in die Zukunft blickte, hatte angesichts einer realen Zinslast von unter fünf

[583] Easterly (2001), *The Elusive Quest for Growth*, 11.

[584] Siehe Eichengreen (2003), "A Century of Capital Flows", 21.

Prozent weniger Grund zu befürchten, daß ein Entwicklungsland langfristig insolvent würde. Niedrige Zinsen und weltwirtschaftliches Wachstum dürften – im Sinne der alten These von C.K. Hobson – in den Augen des Marktes die Stabilisierung, womöglich auch eine stetige Reduktion der Schuldendienstbelastung wahrscheinlich gemacht haben.

Zum anderen waren die niedrigen Investitionsrisiken eine Funktion von globalen öffentlichen Gütern, die als Konsequenz europäischer (vor allem britischer) Hegemonie den institutionellen Rahmen der ersten Finanzglobalisierung geschaffen und die Risiken von grenzüberschreitenden Finanztransaktionen deutlich reduziert haben. Vertragssicherheit, politische Stabilität und Integration haben das Vertrauen des Marktes in die Sicherheit von Finanzanlagen in vielerlei Hinsicht erhöht. Vor 1914 hatten Entwicklungsländer ungleich schwerwiegendere Konsequenzen zu fürchten, sobald sie ihren Schuldendienstverpflichtungen nicht nachkamen. Sie haben sich daher weit seltener dafür entschieden, den Zinsdienst zu unterbrechen und die freiwerdenden Mittel im Inland zu verwenden: In der Zeit nach 1980 betrug die durchschnittliche Schuldendienstbelastung von Ländern, die ihre Zinszahlungen ins Ausland aussetzten, etwa 23 Prozent der öffentlichen Einnahmen. Die politische Toleranzgrenze für den Schuldendienst lag in den letzten zwanzig Jahren also bei rund einem Viertel der Staatseinnahmen – zweifellos ein hoher Anteil. Aber das Mißtrauen der Investoren wird verständlich, wenn man bedenkt, daß die durchschnittliche Schuldendienstbelastung aller Länder zwischen 1900 und 1913 mit 21 Prozent eine ähnliche Größenordnung hatte. Dennoch lag die Wahrscheinlichkeit, daß sich ein zufällig gewähltes Entwicklungsland im Default befand, vor 1914 gerade einmal bei fünf, nach 1980 bei knapp zwanzig Prozent.

Nicht nur die Zahlungsbereitschaft hat abgenommen, sondern auch die ökonomischen Anreize, geliehenes Kapital von vornherein produktiv einzusetzen. Der Anreiz, Zahlungsprobleme erst gar nicht entstehen zu lassen, sinkt, wenn die Kosten der Nichterfüllung von Verträgen gering sind. Sobald die Anreizstruktur des Schuldners zweifelhaft ist, gewinnen für den Gläubiger Monitoring- und Kontrollmöglichkeiten an Bedeutung. Genaue Information wird wichtiger, verursacht aber zusätzliche Kosten. Dies hilft zu verstehen, wie Investoren im 19. Jahrhundert mit relativ wenig Informationen globale Anlageentscheidungen treffen konnten, während heute eine ganze Armada an internationalen Statistiken benötigt wird. Es erklärt auch, warum Bankkredite stark an Bedeutung gewonnen haben – und zudem oft niedriger verzinst sind als Anleihen, nämlich weil sie ein besseres Monitoring der Schuldner erlauben.[585] Schließlich läßt sich auf diese Weise ebenfalls verstehen, warum sich die Laufzeit von Anleihen und Krediten verringert hat: Die Kontrollmöglichkeiten der Gläubiger sind bei

[585] Siehe die Analyse von Vulliez (2003), "Emerging Sovereign Markets: Bank Loans Less Risky Than Bonds?".

kurzfristiger Verschuldung höher, weil die Kredite und Anleihen häufiger verlängert bzw. umgewälzt werden müssen.

Auch *ex post*, also nach dem Zahlungsausfall, waren Gläubiger vor 1914 deutlich besser gestellt. Wenn ein Land – mit oder ohne eigenes Verschulden – in eine finanzielle Krise geriet, konnten die Anleger darauf vertrauen, einen großen Teil ihres eingesetzten Kapitals zurückzuerhalten. In der ersten Globalisierung kam es bei Schuldenkrisen nur in Ausnahmefällen zu einer Reduktion des Nennwerts der Verschuldung. Wenn dies geschah, zog es unter Umständen die Aufsicht und Restrukturierung der Staatsfinanzen durch internationale Gläubigerkommissionen nach sich. Sicherheiten, die für die Bedienung der Anleihen gegeben wurden, waren durch internationales Recht und glaubwürdige Interventionsdrohungen besser geschützt als heute. In der Summe war der erwartete „loss given default" aus Sicht der Anleger um ein Vielfaches niedriger als heute. Der argentinische Arreglo Romero aus dem Jahr 1893 galt den Beobachtern im 19. Jahrhundert als schuldnerfreundlich, weil die Zinszahlungen für fünf Jahre ausgesetzt wurden. Am Anfang des 21. Jahrhunderts sieht das argentinische Umschuldungsabkommen einen Kapitalverlust für den Investor von über siebzig Prozent vor. Wenn der Hauptgedanke der vorliegenden Arbeit richtig ist, dann erklären solche Differenzen das geringe Marktvertrauen und die schwache Integration der weniger entwickelten Länder in den internationalen Kapitalmarkt der Gegenwart – und nicht marginale Differenzen in der Solvenz oder Liquidität der Entwicklungsländer.

Für mikroökonomische Theoretiker des Kreditmarktes sind solche historischen Einsichten wenig überraschend. Sie haben seit langem auf die Schwächen des internationalen Kapitalmarktes hingewiesen: Wenn Gläubiger an der Vertragserfüllung und an der Anreizstruktur des Schuldners zweifeln, haben sie zwar die Möglichkeit, den Zinssatz zu erhöhen, um eine Entschädigung für diese zusätzlichen Risiken zu erhalten. Aber hohe Zinsen beeinflussen ihrerseits die künftige Ausfallwahrscheinlichkeit. Höhere Zinsen und entsprechend häufigere Zahlungsausfälle sind ökonomisch sowohl für den Gläubiger als auch für den Schuldner ein suboptimales Ergebnis. Beide würden einen ökonomischen Vorteil aus institutionellen Regelungen ziehen, die die Aussichten auf Vertragsdurchsetzung verbessern würden. Andernfalls bleibt den Gläubigern nichts anderes übrig als die Menge der vergebenen Kredite zu rationieren. Die mitunter heftig kritisierte Konditionalität von IWF-Programmen und Weltbankkrediten ist kein gleichwertiger Ersatz für die öffentlichen Güter, die die Kreditvergabe vor 1914 sicherer gemacht haben. Denn auch die internationalen Gläubiger werden trotz aller Bemühungen immer mit den Anreizproblemen zu kämpfen haben, die sich ergeben, wenn politische Souveränität der Durchsetzung von Verträgen im Wege steht.[586]

[586] Siehe die Diskussion in Easterly (2001), *The Elusive Quest for Growth*, Kap. 6 und 7.

Damit der internationale Kapitalmarkt den Finanztransfer von Reich nach Arm bewerkstelligen kann, müssen globale öffentliche Güter die Risiken der internationalen Kreditvergabe reduzieren. Auch für die wirtschaftshistorische Forschung gilt es, diesen Aspekten der weltwirtschaftlichen Integration wieder größere Aufmerksamkeit zu schenken. Die Globalisierung im späten 19. Jahrhundert war kein voraussetzungsloses Produkt autonomer Marktkräfte. Außerökonomische Faktoren haben eine Schlüsselrolle gespielt, fehlen aber in den vielen Studien zur ersten Globalisierung. Bereits Adam Smith selbst hat argumentiert, daß es volkswirtschaftlich wichtige öffentliche Güter gebe, die nur durch den Staat bereitgestellt werden können: Recht und Ordnung sowie Frieden. In einer globalisierten Volkswirtschaft müßten diese Güter auch global zur Verfügung stehen, damit das Potential internationaler Arbeitsteilung ausgeschöpft werden kann. Die Institutionenökonomie zeigt, daß Märkte von Rahmenbedingungen abhängen, die sie nicht selbst schaffen können. Die womöglich interessantesten Aufschlüsse aus dem Globalisierungsvergleich würden auf der Strecke bleiben, wenn der institutionelle Rahmen, innerhalb dessen sich der Weltmarkt entfaltet hat, außer Acht gelassen würde.

## 3. Globalisierung und Souveränität: das Dilemma

Die Bedingungen, die den Erfolg der ersten Globalisierung ermöglicht haben, waren in vielerlei Hinsicht „exceptional“. Der Kapitaltransfer von Reich nach Arm hat vergleichsweise gut funktioniert, aber auf der Grundlage von politischen Rahmenbedingungen, die im Laufe des 20. Jahrhunderts abhanden gekommen sind. Zwischen den Zeilen dieser Arbeit ist bereits deutlich geworden, daß es einen latenten Zielkonflikt zwischen den institutionellen Erfordernissen globaler Marktintegration und den politischen wie ökonomischen Souveränitätsansprüchen von zweihundert Staaten zu geben scheint.

Der europäische Imperialismus – und seit dem späten 19. Jahrhundert auch der amerikanische – hat neben dem ökonomischen Liberalismus auch den politischen Liberalismus exportiert. Diese beiden Exportartikel waren im Rest der Welt so erfolgreich, daß sie im 20. Jahrhundert als untrennbar miteinander verbunden galten. Eine zentrale Grundannahme der Welt nach 1945 lautete, daß sozioökonomischer Fortschritt nur im Rahmen von politischer Selbstbestimmung denkbar und möglich ist. Die ökonomische Rückständigkeit der Dritten Welt wurde weithin als Konsequenz der verpaßten nationalen Entwicklungschancen und als Nachwirkung der Ausbeutung durch die

Kolonialmächte verstanden.[587] Mit der Dekolonialisierung, die in den 1950er Jahren an Dynamik gewann, wurde die bis heute herrschende Lehre zementiert, daß ökonomische und politische Souveränität zwei Seiten derselben Medaille seien. Im Artikel 16 der "Charter of Economic Rights and Duties of States" der Vereinten Nationen aus dem Jahr 1974 heißt es etwa:

"It is ... the duty of all states, individually and collectively, to eliminate colonialism … and domination, and the economic and social consequences thereof, as a prerequisite for development."[588]

Ein indischer Ökonom berechnete Anfang der 1960er Jahre mit fehlerfreier Arithmetik, daß die indische Wirtschaft, befreit vom kolonialen Diktat, innerhalb von gut dreißig Jahren den Lebensstandard der USA erreichen würde.[589] Diese Hoffnungen haben sich bekanntlich nicht erfüllt. Vielmehr war dort, wo europäische Siedler als Folge der Unabhängigkeit in großer Zahl die ehemaligen Kolonien verließen, das Gegenteil zu beobachten. Wie in Algerien dauerte es oft nur wenige Jahre, bis den Europäern die Algerier selbst außer Landes folgten, und zwar auf der Flucht vor der ökonomischen Stagnation in der Heimat und angelockt von der dynamischen Wirtschaftsentwicklung in Frankreich – wohlgemerkt nachdem Frankreich sein Kolonialreich aufgegeben hatte. In einigen Fällen trifft zweifellos zu, daß der europäische Kolonialismus der Wirtschaftsentwicklung der Kolonien stark geschadet hat. Ob aber die Geschichte des Kongo, die Joseph Conrad in „Heart of Darkness" eindrücklich beschrieben hat, repräsentativ ist für die Erfahrungen der Peripherie, mag man bezweifeln.

In den letzten Jahrzehnten sind durchaus berechtigte Zweifel an der Auffassung aufgekommen, daß Unabhängigkeit und Selbstbestimmung die Schlüssel zur ökonomischen Entwicklung sind. Das Versagen der neuen Staaten, Rechtssicherheit, Ordnung und finanzielle Stabilität herzustellen, ist in vielen Fällen offenkundig. Die ökonomischen Probleme des Sudan sind nicht in erster Linie auf die internationalen Handels- und Kapitalströme zurückzuführen, sondern auf das Versagen des sudanesischen Staates, Recht und Ordnung als Voraussetzungen für die Integration in den Weltmarkt zu schaffen. Viele andere Beispiele ließen sich finden. Doch damit tut sich ein neues Dilemma auf: In dem Maße, wie Armutsbekämpfung und Entwicklung in der Dritten Welt davon abhängig sind, daß diese Länder in die Weltwirtschaft integriert werden, muß man anerkennen, daß

---

[587] Siehe etwa die Diskussion in Landes (2002), *Wohlstand und Armut der Nationen*, Kap. 25.

[588] "Charta on Economic Rights and Duties of States" in Brownlie (1995), *Basic Documents in International Law*, Art. 16, 249.

[589] Diese Anekdote findet sich in Ibid., 444.

„Globalisierungspolitik“ nur dann erfolgversprechend ist, wenn die entsprechenden politischen Voraussetzungen gegeben sind. Das Ideal des global integrierten Marktes muß sich an der Wirklichkeit einer politisch zersplitterten Welt von fast zweihundert souveränen Staaten messen lassen. Diese institutionelle Zersplitterung ist gerade für die Kapitalmarktintegration ein denkbar schlechte Voraussetzung, weil sie erhebliche Transaktionskosten und Risiken mit sich bringt. Auch Martin Wolf hat unlängst in diesem Sinne argumentiert, daß die Vielzahl von Staaten das größte Hindernis dafür sei, daß ökonomische Globalisierung die Wohlfahrtseffekte auslösen kann, die sich viele von ihr versprechen:

„Let us step back, for a moment, and consider the biggest obstacle to a more even spread of global prosperity and the provision of essential global public good. That obstacle is neither global economic integration nor transnational companies, as the critics allege, but the multiplicity of independent sovereigns. It’s not just the failure of states but their existence that creates many of the problems we now confront. This is not an argument for world government…But it is a demand for recognition of the inevitable consequences of a world divided into many different stats of vastly different competence.”[590]

## 4. Grenzen der Globalisierung?

Auf dem Weg des wirtschaftshistorischen Vergleichs stößt man somit auf ein Problem, das Dani Rodrik als „Globalisierungstrilemma“ beschrieben hat: Das Ideal der Ökonomie, der global integrierte Markt, und der abgeleitete Entwurf einer „Globalisierungspolitik“ trifft im internationalen Rahmen auf viele faktische Hindernisse, die sich aus eben jener rechtlich-institutionellen Einteilung der Welt in annähernd zweihundert Nationalstaaten ergeben.[591] Staaten besitzen jeweils eigene Institutionen und Gesetze, die der „tiefen“ Marktintegration im Wege stehen. Zudem drücken sich in nationalen Regelungen politische Präferenzen etwa in bezug auf Umweltnormen oder Sozialstandards aus. Die Problematik ist auch im Bereich der Arbeitsmärkte bestens bekannt. Die Mobilität des Faktors Arbeit ist – im Widerspruch zur ökonomischen Theorie – die große Abwesende in der gegenwärtigen Globalisierung. Der wichtigste Grund ist, daß die Bürger der reichen Länder im Zuge des politisch betriebenen Ausbaus des Sozialstaates im 20. Jahrhundert finanzielle Rechte gegenüber ihren

[590] Wolf (2004), *Why Globalisation Works*, 313.

[591] Rodrik (2002), "Feasible Globalizations".

Mitbürger erworben haben. Sowohl die Transferzahler als auch die Transferempfänger haben ein erkennbares Interesse daran, den Kreis der Rechteinhaber klein zu halten. Politische Präferenzen und institutionelle Realitäten stehen auch hier der Marktintegration entgegen. In Rodriks Worten:

„The key point is that national borders, and the institutional boundaries that they define, impose a wide array of transaction costs. Institutional and jurisdictional discontinuities serve to segment markets in much the same way that transport costs or import taxes do."[592]

Diese Unterschiede im Sinne einer ganz dem Ökonomischen untergeordneten Globalisierungspolitik einzuebnen, könnte, so Rodrik, entweder das Ende des Nationalstaates oder das Ende der Demokratie bedeuten. Er leitet daraus ein neues Trilemma ab: Aus dem Menü von globaler Marktintegration, Nationalstaatlichkeit und Demokratie können nur zwei gleichzeitig ausgewählt werden. Wenn man diese institutionelle Hindernisse für die Marktintegration aufheben wolle, so habe man die Wahl, entweder nationale Regelungen an dem alleinigen Ziel der Kompatibilität mit der internationalen Markintegration auszurichten und damit die demokratische Selbstbestimmung der Länder auf ein Minimum zu reduzieren. Dies ist die Welt der „goldenen Zwangsjacke" von Thomas Friedman: „Once your country puts on the Golden Straitjacket, its political choices get reduced to Pepsi or Coke – to slight nuances of policy (…), but never any major deviation from the core golden rules."[593]

Oder man könnte die demokratische Willensbildung auf eine höhere Ebene verlagern, wie es in Ansätzen etwa die Europäische Union getan hat – mit dem Effekt, daß die Nationalstaatlichkeit von supranationalen Institutionen ausgehöhlt wird. Auf globaler Ebene werden eine Weltregierung und Weltparlament auf absehbare Zeit eine Utopie bleiben. Wenn sowohl die Demokratie als auch der Nationalstaat weiterhin gewünscht sind, dann, so Rodrik, bliebe nichts anderes übrig als einzusehen, daß die Ambitionen in bezug auf die ökonomische Integration letztlich reduziert werden müssen. Statt nach theoretischen „first-best" müsse nach praktikablen „second-best" Lösungen gesucht werden. Unter Umständen kann der fortgesetzte Versuch, trotz der institutionellen Hürden ökonomische „first-best" Lösungen durchzusetzen, zu einem extrem ungleichmäßigen weltwirtschaftlichen

[592] Ibid., 10/11. Siehe dazu auch seinen Beitrag: Rodrik (2001), "How Far Will International Economic Integration Go?"

[593] Friedman (1999), *The Lexus and the Olive Tree*, 87.

Integrationsmuster führen, das sogar kontraproduktiv im Sinne globaler Wohlfahrtseffekte sein kann.[594]

Gerade im Bereich der finanziellen Globalisierung ergibt sich daher ein Zielkonflikt zwischen zwei zentralen liberalen Vorstellungen: Die Voraussetzungen für erfolgreich Kapitalmarktintegration scheinen – zumindest in der politischen Realität der Gegenwart – mit dem politischen Credo der Selbstbestimmung nur schwer zu harmonisieren zu sein. Dem globalen Kapitalmarkt fehlen heute die öffentlichen Güter, die vor 1914 den Kapitalfluß von Reich nach Arm möglich gemacht haben. Wenn diese Analyse zutrifft, dann verhindern heutzutage die Schattenseiten der Souveränität der Entwicklungsländer, daß der Kapitalmarkt für die Armutsbekämpfung in der Dritten Welt eine größere Rolle spielen kann. Das Ergebnis ist eine ungleichmäßige Integration, eine globale Zweiklassengesellschaft, die politischen Widerstand erregt und die Globalisierung als solche gefährden kann. Denn es ist durchaus denkbar, daß sich aufgrund der ungleichen Chancen der Graben zwischen Reich und Arm durch die Globalisierung weiter vertieft, wenn nur die reichen Länder von der Mobilität des Kapitals und seiner effizienten Allokation profitieren. Wirtschaftliche Stagnation in den Entwicklungsländern würde aber langfristig nicht ohne Rückwirkung auf die reichen Länder bleiben.

Die Frage, welchen Stellenwert der Armutsbekämpfung eingeräumt werden soll, ist nur politisch zu beantworten. Wiegt das Recht auf Ernährung schwerer als das Recht auf politische Selbstbestimmung? Ist in den Worten von Lord Beveridge, dem Architekten des britischen Sozialstaates nach dem Zweiten Weltkrieg, „the freedom from want“ wichtiger als „the freedom to vote“? Wahrscheinlich wäre dann ein neuer Hegemon notwendig, dessen politische und militärische Dominanz sicherstellt, daß sich die ökonomischen Vorteile der Marktintegration auf alle erstrecken können: ein liberales Empire – falls das angesichts der Widersprüchlichkeit eines liberalen Empires überhaupt praktikabel ist. Die USA, das einzige Land, das dafür in Frage kommt, scheinen nicht bereit, die weltpolitische und weltwirtschaftliche Rolle zu spielen, die manche fordern.[595] Als größter Kapitalimporteur der Gegenwart tragen sie im Gegenteil in erheblichem Maße zu dem entwicklungsökonomisch fragwürdigen Muster der internationalen Kapitalflüsse bei.

---

[594] Der Kerngedanke herbei ist, daß in einer Welt, in der es eine Vielzahl von verschiedenen Verzerrungen („distortions“) gibt, „first-best-solutions“ nicht zwangsläufig die allgemeine Wohlfahrt erhöhen, wenn andere Bedingungen nicht erfüllt sind. Ein Beispiel ist die Liberalisierung des Kapitalverkehrs in einer Situation, in der der notwendige Aufsichtsrahmen fehlt. Kommt es aufgrund der vorschnellen Liberalisierung zu einer Finanzkrise, wäre das Land im Ergebnis schlechter gestellt als vorher.

[595] Ferguson (2004), *Colossus. The Price of America's Empire*.

Wird der globale Kapitalmarkt in absehbarer Zeit noch einmal eine ähnlich wichtige Rolle für die Entwicklungsfinanzierung spielen wie im 19. Jahrhundert? Der Tenor dieser Studie ist eher skeptisch. Die Rahmenbedingungen, die Investitionen in Entwicklungsländern in der ersten Globalisierung ermöglicht haben, fehlen in der Gegenwart und werden sich nicht leicht wiederherstellen lassen. Die Risikoeinschätzung des Marktes wird hoch bleiben, weil sie vor allem systemische Ursachen hat. Nur wenige Länder, und zwar bezeichnenderweise diejenigen, die sich politisch in den Westen integriert und dabei einen großen Teil ihrer Souveränität aufgegeben haben, haben in den letzten Jahren erhebliche Glaubwürdigkeitsgewinne im Markt verbuchen können: die mittel- und osteuropäischen EU-Beitrittsländer. Rechtliche und damit letztlich politisch abgesicherte Integration ist der Schlüssel zum Marktvertrauen.[596]

Andere Autoren haben trotz der – in historischer Perspektive – enttäuschenden Performance der gegenwärtigen Finanzglobalisierung den ökonomischen Optimismus nicht verloren.[597] Entwicklungsländer müßten nur die Voraussetzungen schaffen, um für Investoren wieder interessanter zu werden. Eine nachhaltige Reformpolitik sei nötig, ebenso wie der Aufbau solider Institutionen, die ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum ermöglichen und politische Stabilität garantieren. In anderen Worten müssen arme Länder „nur“ die ökonomische, politische und institutionelle Reife reicher Länder erreichen, damit auch sie Vorteile aus der finanziellen Globalisierung ziehen können. Diese Aussage ist letztlich wenig hilfreich, weil in der Regel erst ökonomischer Wohlstand ein solches Maß an Stabilität und Sicherheit schaffen kann, so daß diese Argumentation im Zirkelschluß mündet. Die entscheidende Frage muß vielmehr lauten, ob die finanzielle Globalisierung unter den gegebenen Umständen einen wesentlichen Beitrag zum ökonomischen Aufholprozeß der Entwicklungsländer leisten kann.

Die Geschichte der ersten Globalisierung legt hier Skepsis nahe. Damit der private Kapitalmarkt eine wichtige Rolle für den Finanztransfer von Reich nach Arm spielen kann, ist er auf Voraussetzungen angewiesen, die er selbst nicht herstellen kann. Weder ein internationales Zinsniveau, das so niedrig und stabil ist wie in der Goldstandard-Ära, noch weitreichende Einschnitte in die Souveränität der Entwicklungsländer, die die Risiken internationaler Kreditvergabe reduzieren, werden auf absehbare Zeit den Kapitalfluß von Reich nach Arm begünstigen.

---

[596] So auch die Argumentation in Wolf (2004), *Why Globalisation Works*, 315.

[597] Taylor (2004), "Global Finance: Past and Present", 31.

# ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

Im Mittelpunkt dieser Untersuchung stehen Kapitalflüsse zwischen Reich und Arm in zwei Zeitaltern der finanziellen Globalisierung sowie die wirtschaftspolitischen „Lehren“, die man aus dem wirtschaftshistorischen Vergleich ziehen kann. In der ökonomischen Theorie sind die Vorteile, die Entwicklungsländer aus der internationalen Finanzintegration ziehen können, eindeutig. Länder mit geringer Kapitalausstattung können sich am Weltmarkt Kapital leihen und somit ihre Investitionsquote erhöhen, ohne den Konsum zugunsten der Ersparnisbildung massiv einzuschränken. Große Hoffnungen verbanden sich daher in den 1990er Jahren mit den ökonomischen Chancen, die die finanzielle Globalisierung insbesondere armen Ländern bieten würde. Wiederkehrende Finanzkrisen haben mittlerweile die Risiken übereilter Kapitalverkehrsliberalisierung ins Bewußtsein gerufen. Aber auch grundsätzliche Zweifel an der Möglichkeit der Finanzintermediation zwischen Reich und Arm im globalen Kapitalmarkt sind verstärkt geäußert worden. Der wirtschaftshistorische Vergleich der beiden Perioden finanzieller Globalisierung zeigt, daß die entwicklungsökonomischen Chancen – unter den gegebenen Bedingungen – eher skeptisch eingeschätzt werden müssen. Die wichtigsten Ergebnisse der vorliegenden Studie lassen sich in zehn Punkten zusammenfassen:

(1) Der historische Vergleich zeigt, daß die finanzielle Globalisierung heute weiter vorangeschritten ist als am Anfang des 20. Jahrhunderts. Die Kapitalverflechtung der Weltwirtschaft hat nicht nur das Niveau von 1914 wieder erreicht, sondern geht in vielen Bereichen darüber hinaus. In Relation zur Wirtschaftsleistung der Welt ist das Volumen grenzüberschreitender Kapitalanlagen zwei- bis dreimal höher als vor dem Ersten Weltkrieg.

(2) Die Strukturen der Kapitalverflechtung der Weltwirtschaft haben sich allerdings grundlegend gewandelt. In der ersten finanziellen Globalisierung hat der internationale Finanzmarkt die Finanzintermediation zwischen Reich und Arm weitaus erfolgreicher bewerkstelligt als in der Gegenwart. Im Spiegel der historischen Erfahrung ist die heutige Globalisierung eine „Rich-Rich-Affair“, in deutlichem Gegensatz zum theoretischen Ideal. Die Geschichte der ersten Globalisierung lehrt insofern aber auch, daß privates Kapital unter gewissen Umständen einen erheblichen Beitrag zur Entwicklungsfinanzierung leisten kann.

(3) Die Abkoppelung armer Länder vom finanziellen Integrationsprozeß, den die reichen Nationen im Laufe des 20. Jahrhunderts erlebt haben, tritt besonders deutlich in einem Markt zutage, der das wichtigste Vehikel der Entwicklungsfinanzierung vor 1914 war: der Anleihemarkt. „Public overhead investment“, die Finanzierung großer Infrastrukturprojekte am internationalen Bondmarkt, machte den weitaus größten Teil der Kapitalexporte von Reich nach Arm in der ersten Globalisierung aus. Heute tritt die Marginalisierung der Entwicklungsländer in keinem Markt deutlicher zutage als am

Anleihemarkt, der aufgrund von Vertragsdurchsetzungs- und Anreizproblemen sowie Informationsasymmetrien in besonderer Weise von institutionellen Rahmenbedingungen abhängig ist.

(4) Das Volumen der Kapitalflüsse von Reich nach Arm wird maßgeblich vom Marktvertrauen in die Sicherheit der Finanzinvestitionen bestimmt. Im Gegensatz zu Gütermärkten müssen auf dem Kapitalmarkt die Zukunftserwartungen der Akteure *ex ante* stabilisiert sein, damit es in großem Umfang zu Kapitalflüssen kommt. Arme Volkswirtschaften können nur dann von der Finanzglobalisierung profitieren, wenn die Wahrnehmung von Investitionsrisiken seitens der Investoren hinreichend niedrig ist. Im historischen Vergleich zeigt sich, daß die Jahrzehnte des klassischen Goldstandards eine Zeit von auffallend niedriger Risikowahrnehmung waren. Das hohe Marktvertrauen war eine Schlüsselgröße für den massiven Kapitaltransfer zwischen Reich und Arm in der ersten Globalisierung.

(5) Das vergleichsweise hohe Vertrauen in die finanzielle Stabilität der Peripherie vor 1914 hatte sowohl ökonomische als auch politisch-institutionelle Ursachen. Das niedrige Zinsniveau im Zentrum hat die massiven Kapitalflüsse von Reich nach Arm begünstigt. Durch die Goldbindung der Währungen in den wichtigsten Industrieländern sind die Inflationserwartungen und damit die langfristigen Marktzinsen auf ein historisch niedriges Niveau gefallen. In der Folge ergaben sich geringe Finanzierungskonditionen und eine günstige Verschuldungsdynamik für die Kreditnehmer.

(6) Globale öffentliche Güter wie Vertragssicherheit, der Schutz von Gläubigerrechten und politische Stabilität haben – als Nebenprodukte des europäischen Imperialismus und der informellen politischen Hegemonie Europas – die institutionellen Risiken der internationalen Kreditvergabe in der Zeit vor 1914 entscheidend reduziert. Die politische Integration der Welt unter dem Dach von formellen und informellen Imperien hat einen stabilen Rahmen für den internationalen Kapitalhandel geschaffen und viele der endemischen Vertrags- und Anreizprobleme der internationalen Kreditvergabe reduziert.

(7) Die „exceptional circumstances“, die die massive Entwicklungsfinanzierung im späten 19. Jahrhundert ermöglicht haben, sind im Laufe des 20. Jahrhunderts durch zwei Prozesse beseitigt worden: Durch das Aufkommen der Konjunktursteuerung und die Abkehr vom Goldstandard in den Industrieländern ist das internationale Zinsniveau erheblich angestiegen, was die realen Kosten der Kapitalaufnahme für die Entwicklungsländer in die Höhe getrieben hat. Geldpolitische Grundsatzentscheidungen im Zentrum haben starke Rückwirkungen auf die Finanzierungskonditionen der Peripherie. Gleichzeitig hat der Zuwachs an politischer und ökonomischer Souveränität der Entwicklungsländer und die Zersplitterung der Weltwirtschaft in fast zweihundert Nationalökonomien den institutionellen Rahmen für globale Marktintegration geschwächt.

(8) In historischer Perspektive ist die gegenwärtige Globalisierung von einem entwicklungsökonomisch ungünstigen Gleichgewicht gekennzeichnet: Entwicklungsländer müssen auf die Kapitalaufnahme relativ hohe Zinsen zahlen, was zu hohen Schuldendienstbelastungen bei

vergleichsweise niedrigen Kapitaltransfers führt. Vor 1914 lagen die Dinge anders. Periphere Volkswirtschaften konnten im Ausland große Mengen Kapital aufnehmen und im Inland investieren, während die Schuldendienstbelastung nicht höher lag als heute. Sowohl die Risikoprämien als auch das internationale Zinsniveau müßten deutlich fallen, damit sich diese für Kapitaltransfers von Reich nach Arm ungünstige Konstellation wieder auflöst.

(9) Die historische Analyse legt eine Reihe von politökonomischen Zielkonflikten nahe. Der Finanzmarkt ist in besonderem Maße von einem außerökonomischen Ordnungsrahmen abhängig, der die Kosten grenzüberschreitender Transaktionen senkt. Es gibt insofern einen Zielkonflikt zwischen den institutionellen Erfordernissen globaler Marktintegration und den politischen wie ökonomischen Souveränitätsansprüchen von zweihundert Nationen. Eine „tiefe“ Integration der Entwicklungsländer in den internationalen Kapitalmarkt ist nur dann zu erreichen, wenn globale öffentliche Güter Investitionsrisiken soweit reduzieren, daß produktive Investitionen möglich werden. Kapitalverkehrsliberalisierung allein ist keine hinreichende Bedingung für den Erfolg der finanziellen Globalisierung.

(10) Die Globalisierung im späten 19. Jahrhundert war kein voraussetzungsloses Produkt autonomer Marktkräfte. Die positiven entwicklungsökonomischen Effekte der finanziellen Globalisierung, die sich im ausgehenden 19. Jahrhundert gezeigt haben, werden sich wohl nur dann wieder einstellen, wenn die finanzielle Integration von rechtlicher und politischer Integration begleitet wird. Ohne entsprechende Rahmenbedingungen ist es zweifelhaft, daß sich die Hoffnungen, die – in Analogie zum späten 19. Jahrhundert – in den privaten Kapitalmarkt als Motor der Entwicklungsfinanzierung gesetzt werden, erfüllen werden.

# DATENANHANG

Der Datenanhang beschreibt die Quellen, die für die Datensammlung herangezogen wurden. Am Ende des Anhangs befinden sich Tabellen mit unveröffentlichten historischen Daten zu Anleiherenditen, Staatsverschuldung und Schuldendienstverpflichtungen für über dreißig Entwicklungsländer und britische Kolonien. Die historische Datenbank, die für diese Studie aufgebaut wurde, umfaßt jährliche Daten für die Zeit von 1880 bis 1914. Der Großteil der Daten stammt aus Primärquellen, die in Bibliotheken in Berlin (Staatsbibliothek), London (British Library, London School of Economics) und New York City (New York University) ausgewertet wurden. Herzlicher Dank gebührt Wolfgang Hielscher von der Staatsbibliothek Berlin, der die Arbeit mit einer großen Anzahl von statistischen Publikationen erleichterte. Nitin Malla ist für seine Research Assistance in New York ebenso zu danken. Die folgenden historischen Publikationen wurden für diese Studie systematisch ausgewertet (Abkürzungen in Klammern):

*The Statesmen's Yearbook (Yearbook);*

*Fenn's Compendium/Fenn on the Funds (Fenn);*

*Investor's Monthly Manual (IMM);*

*London Stock Exchange Weekly Intelligence (LSE);*

*The Annual General Reports of the Council of the Corporation of Foreign Bondholders (Annual Reports);*

*Statistical Abstracts for the Several Colonial and Other Possessions of the United Kingdom (Abstracts);*

*Otto Hübner's Geographisch-Statistische Tabellen aller Länder der Erde, hrsg. von Franz von Juraschek (Hübner).*

Trish Kelly, Peabody College, Vanderbilt University in Nashville, Tennessee, hat unpublizierte Daten zur Verfügung gestellt, die sie aus den Jahresberichten der *Corporation of Foreign Bondholders* gewonnen hat: siehe Kelly (1998). Weitere Daten stammen aus Sekundärquellen, etwa den drei Bänden von Mitchell, *Historical Statistics,* und den beiden Standardwerken von Maddison, *Monitoring the World Economy*, und Maddison, *The World Economy*, sowie aus den historischen Wechselkursreihen von Schneider und Denzel (Hrsg.), *Währungen der Welt*. Einige Indikatoren finden sich in Arthur Banks, *Cross-National Time Series Database,* die eine umfangreiche, aber leider sehr knapp dokumentierte Quelle ist. Prof. Banks hat schriftlich bestätigt, daß alle Indikatoren für die Jahre 1880-1913, die in dieser Studie verwendet wurden, ursprünglich aus dem *Yearbook* stammen. Prof. Banks und seine Mitarbeiter haben dabei die ursprünglichen Daten in britischen Pfund in US-Dollar konvertiert, und war zu einem Umrechnungskurs von eins zu fünf. Im Rahmen dieser Studie wurden die Angaben mit dem gleichen Konversionsfaktor wieder in die (ursprüngliche) Währungseinheit, britische Pfund, umgewandelt. Die Begründung der Auswahl und

Berechnung der ökonomischen Indikatoren sowie weitere Erläuterungen finden sich im Text. Die „Rohdaten“ wurden aus den unten beschriebenen Quellen gewonnen. Falls mehr als eine Quelle genannt ist, mußten mehrere Quellen benutzt werden, um verläßliche Zeitreihen zu rekonstruieren. Für eine Reihe von Zeitreihen konnte auf die Datensätze aus den zitierten Arbeiten von Michael Bordo, Michael Clemens, Niall Ferguson, Chris Meissner, Maurice Obstfeld, Hugh Rockoff, Nathan Sussman, Alan Taylor und Jeffrey Williamson zurückgegriffen werden. Herzlicher Dank gebührt diesen Forschern für ihre Unterstützung. Trotz dieser Gemeinschaftsanstrengung verblieben einige Lücken in der Datensammlung.

Die Unterteilung des Datenanhangs folgt den drei inhaltlichen Teilen der Untersuchung. Innerhalb der jeweiligen Teile sind die Quellenangaben wiederum in die beiden Vergleichsperioden 1880-1914 und 1990-2003 unterteilt, um die Orientierung zu erleichtern.

## 1. Datenanhang zu Teil I

*1880-1914*

Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen: Großbritannien, Deutschland, Frankreich, Belgien, Niederlande, Schweiz, Österreich-Ungarn, Belgien, Dänemark, Finnland, Niederlande, Norwegen, Schweden, Spanien, Italien, Australien, Neuseeland, USA, Kanada: Mitchell, *Historical Statistics*.

Japan und Korea: Japan: Bordo und Jonung (1996) sowie Mitchell, *Historical Statistics*.

China: Chang (1962), 324;

Indien, Ägypten, Portugal, Südafrika, Brasilien, Chile, Argentinien, Uruguay: Obstfeld und Taylor (2003b);

Rußland: Gregory (1982).

Reales Bruttoinlandsprodukt und Bevölkerungszahlen: Alle Angaben stammen aus Maddison, *Monitoring the World Economy*, und Maddison, *The World Economy*.

Bruttoinlandsprodukt pro Kopf (in kaufkraftbereinigten internationalen US-Dollar von 1990): Alle Angaben stammen von Maddison, *Monitoring the World Economy*, und Maddison, *The World Economy*. Diese Zeitreihen wurden von Michael Clemens und Jeffrey Williamson ergänzt und erweitert. Einzelheiten werden im Anhang zu ihrer Studie erläutert: Clemens und Williamson (2004). Clemens und Williamson haben diese Daten freundlicherweise zur Verfügung gestellt.

Leistungsbilanzsalden (entwickelte Länder): Daten für die USA, Frankreich, Deutschland, Großbritannien, Kanada, Australien, Italien, Dänemark, Norwegen, Schweden aus Mitchell, *Historical Statistics*.

Preisdeflator Großbritannien und USA: Verwendet wurde der britische Konsumentenpreisindex aus Obstfeld und Taylor (2003b). Der US-BIP-Deflator wurde berechnet mittels der realen BIP-Reihen aus Maddison, *World Economy*, und den nominalen Reihen aus Mitchell, *Historical Statistics*.
Wechselkurse: Siehe Datenanhang zu Teil III.

*1990-2003*
Internationale Investitionsbestände und Kapitalflüsse: Detaillierte Erläuterungen finden sich im Text. Die Hauptquellen waren die Direktinvestitionsstatistiken der United Nations Conference on Aid and Development (2003), und die Zahlen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Bank for International Settlements (2004a)) für internationale Kredite der Geschäftsbanken. Portfolioinvestitionen (Anleihen und Aktien) der 33 Industrieländer wurden aus den Bestands- und Flußgrößen der International Financial Statistics (*IFS*) gewonnen (International Monetary Fund (2004)). Für 105 Entwicklungsländer wurden Daten zum Bestand an Portfolioinvestitionen in Schuldtiteln aus der Global Development Finance (*GDF*) Datenbank (World Bank (2003a)), während Flußgrößen aus den *IFS* stammen. Aktieninvestitionen in diesen Ländern wurden dem Coordinated Portfolio Investment Survey (*CPIS*) entnommen: International Monetary Fund (2003b).
Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen: World Development Indicators (*WDI*) der Weltbank (World Bank (2003b)).
Bruttoinlandsprodukt zu konstanten Preisen: Alle Angaben stammen von Maddison, *Monitoring the World Economy*, und Maddison, *The World Economy*. Sie wurden ergänzt um Daten aus den *WDI*, und – falls nötig – mit dem US-BIP-Deflator deflationiert (ebenfalls aus den *WDI*).
Leistungsbilanzen: *IFS*.
Bevölkerung: *WDI*.
Bruttoinlandsprodukt pro Kopf (in kaufkraftbereinigten „internationalen" US-Dollar von 1990): Die Angaben stammen von Maddison, *Monitoring the World Economy*, und Maddison, *The World Economy*, ergänzt um Daten aus den *WDI*.

## 2. Datenanhang zu Teil II

*1880-1914*
Risikoprämien: Siehe Tabelle im Anhang zu Teil III.
Kapitalfluß: Alle Daten aus Stone (1999).
Öffentliche Verschuldung, Schuldendienst, öffentliche Einnahmen: Siehe Teil III.

Exporte und Importe: Außenhandelsdaten wurden aus den Bänden von Mitchell, *Historical Statistics*, übertragen. Folgende Ausnahmen sind zu berichten:

Transvaal, New South Wales, Queensland, South Australien, Tasmanien, Victoria, Western Australien: *Yearbook*;

Türkei: Mitchell, Historical Statistics, und Yearbook;

China, Siam: Yearbook und Banks, Cross-National Time Series;

Liberia: Annual Reports;

Guatemala, Peru: *Annual Reports*;

Persien, Equador, Nicaragua, Salvador: Banks, *Cross-National Time Series*.

Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen: Siehe Teil I.

Terms of Trade und Primärgüterexporte: Clemens und Williamson (2004).

BIP-Wachstum: Maddison, *Monitoring the World Economy*, und Maddison, *The World Economy*; zusätzliche Daten aus Clemens und Williamson (2004).

Langfristige Marktzinsen für Großbritannien (Rendite des Consol), USA, Deutschland, Frankreich: Obstfeld und Taylor (2003b).

Konsumentenpreisentwicklung in Großbritannien und USA: Obstfeld und Taylor (2003b).

*1990-2003*

Kapitalflüsse: Anleiheflüsse und Bankkredite an Entwicklungsländer („Net flows on debt"): *GDF*.

Öffentliche Verschuldung und Schuldendienst, öffentliche Einnahmen, BIP-Niveau (zu Marktpreisen), BIP-Wachstum, Exporte, Exportpreise, Terms of Trade, Primärgüterexporte: *WDI* und *GDF*.

Konsumentenpreisindex und Rendite auf 10jährige Staatsanleihen der USA: *IFS*.

# 3. Datenanhang zu Teil III

Anleihepreise und Renditen:

| Britisches Empire | Quelle | Anleihe |
|---|---|---|
| Ceylon | IMM | 4%s of 1880 |
| Hong Kong | IMM | 4% debentures (1890-93), 3.5%s (1894-1913) |
| Indien | IMM | 4%s (1880-84), 3.5% (1885-1913) |
| Straits Settlements | IMM | 4.5% of 1877 (1880-90), 3.5% (1907-13) |
| Kanada | IMM | 5%s (1880-84), 3.5% (1884-89), 3% loan 1938 (1890-1913) |
| Britisch Guyana | IMM | 4% (1889-1913) |
| Jamaika | IMM | 4.5% of 1879 (1880-89), 4% (1890-1913) |
| New South Wales | IMM | 4% bonds |
| Neuseeland | IMM | 5%s (1880-85), 4% (1886-94), 3%s (1895-1913) |
| Queensland | IMM | 4%s |
| South Australia | IMM | 4% '74 |
| Tasmanien | IMM | 4% of 1878-83 |
| Victoria | IMM | 4.5% of 1879 (1880-95), 4%s (1896-1913) |
| Western Australia | IMM | 4.5% of 1879 (1880-90), W. Austr. 4% 1881 (1891-1913) |
| Goldküste/Ghana | IMM | 3% (1902-13) |
| Mauritius | IMM | 4.5% of 1876 (1880-89), 4%s (1890-13) |
| Nigeria (Lagos) | IMM | 3.5% (1904-13) |
| Sierra Leone | IMM | 4% conv. bonds (1904-13) |
| Kap-Provinz | IMM | 4.5% of 1873 (1880-89), 4% Cons. (1890-1913) |
| Natal | IMM | 4.5% of 1876 (1880-89), 4%s (1890-1913) |
| Oranje (ab 1900) | IMM | 6% bonds of 1884 (1885-94) |
| Transvaal (ab 1900) | IMM | 5% scrip. (1892-99), 3% loan (1903-13) |
| Ägypten (ab 1882) | IMM | 4% unified debt |

| Unabhängige Länder | | |
|---|---|---|
| | Quelle | Anleihe |
| Österreich | IMM | 4% gold rentes |
| Belgien | IMM | 3% of 1874 (1880-97) |
| Dänemark | IMM | 4% of 1861 (1880-84), 3% gold loan of 1894 (1895-1913) |
| Ungarn | IMM | 4% gold rentes |
| Italien | IMM | 5% Marem. railw. 1862 |
| Norwegen | IMM | 4% of 1880 (1880-89), 3%s of 1888 (1890-1913) |
| Schweden | IMM | 4% (1880-89), 3%s (1891-99), 3.5% of 1879 (1900-13) |
| Bulgarien | IMM | 6% of 1880 (1890-1902), 6% gold loan (1902-13) |
| Griechenland | IMM | 5% independence (1880-84), 5% of 1884 (1885-99), 5% of 1881 (1900-13) |
| Montenegro | LSE | 5% loan (1910-13) |
| Portugal | IMM | 3% of 1853 (1880-99), 3% ser. (1900-13) |
| Rumänien | IMM | 8% loan (1880-89) |
| Rußland | IMM | 4% Nicolas Railway 1867 |
| Serbien | IMM | 4% unified (1898-1913) |
| Spanien | IMM | 3% ext. (1880-82), 4% ext. (1883-1913) |
| Türkei | IMM | 4.25% of 1871 (1880-84), 5% priority (1885-89), 5% customs (1889-99), 4% of 1891 (1900-13) |
| Liberia | IMM | 5% ext. (1902-13) |
| China | IMM | 8% of 1874 (1880-84), 6% (1885-94), 6% gold loan (1895-99), 4.5% gold bonds (1900-13) |
| Japan | IMM | 7% of 1873 (1880-96), 4% Sterling loan (1899-1913); zusätzliche Daten für die Jahre 1896-1898 von Nathan Sussman. |
| Persien | IMM | 5% loan (1911-13) |
| Siam | LSE | 4.5% Sterling loan (1905-13) |
| Deutschland | | Quelle: Obstfeld und Taylor (2003b) |
| Frankreich | | Quelle: Obstfeld und Taylor (2003b) |
| USA | | Quelle: Calomiris' "gold equivalent yields" finden sich in Obstfeld und Taylor (2003b). |
| Argentinien | IMM | 6% of 1867 (1880-88), 5% of 1886 (1889-1913) |
| Brasilien | IMM | 4.5% gold loan (1880-1909), 5%s (1910-13) |

| | | |
|---|---|---|
| Chile | IMM | 5% of 1873 (1880-86), 4.5% of 1886 (1887-1913) |
| Kolumbien | IMM | 4.75% of 1873 (1880-96), 3% ext. (1897-99), 3%s ext. (1900-13) |
| Equador | LSE | 1% new cons. (1880-90), 1% new ext. (1891-93), 4.5% new ext. (1894-96), 1% ext. (1897-99), 4% salt bonds (1911-13) |
| Guatemala | IMM | 6% Sterling (1880-88), 4%s (1889-1913) |
| Mexiko | IMM | 3% of 1851 (1880-87), 6% (1888-99), 5% cons. Ext. (1900-1913) |
| Nicaragua | IMM | 6% bonds (1887-99), 4% (1900-10), 6% Sterling loan (1911-13) |
| Peru | IMM | 5% cons. (1880-89), 5.5% loan (1911-13) |
| Salvador | LSE | 6% bonds (1891-99), 6% Sterling (1908-1913) |
| Uruguay | IMM | 6% 1871 (1880-83), 5% unified 1883 (1884-92), 3.5% (1893-1913) |
| Venezuela | IMM | 3% new cons. (1882-1905), 3% diplomatic debt (1906-13) |

Rendite des britischen Consol: siehe Teil II.

Öffentliche Verschuldung: Die Daten wurden überwiegend aus dem Yearbook gewonnen, außer für folgende Länder:

Neuseeland und Uruguay: *Fenn* und die *Annual Reports*;

Belgien, Dänemark, Norwegen, Schweden, USA: Obstfeld und Taylor (2003b);

Argentinien und Chile: *Yearbook*, *Annual Reports*, und Obstfeld und Taylor (2003b);

Brasilien: *Yearbook*, *Annual Reports* und Levy (1995);

Ägypten, Portugal, Kolumbien, Guatemala, Peru, Venezuela: *Yearbook* und *Annual Reports*;

Mexiko: *Yearbook*, *Annual Reports*, und Siller (1995)

Equador, Nicaragua, Salvador: *Annual Reports*;

Japan: *Yearbook* und *Hübner*;

Liberia: *Annual Reports*;

Griechenland, Türkei: *Yearbook* und *Annual Reports*;

China: *Yearbook* und *IMM*;

Öffentlicher Schuldendienst: Der überwiegende Teil der Schuldendienstzahlen findet sich im *Yearbook*. Folgende Ausnahmen sind zu nennen:

Brasilien: Levy (1995); Kelly (1998)

Ägypten, Türkei, Griechenland: *Yearbook* und *Annual Reports*;

Argentinien, Österreich, Dänemark, Indien, Italien, Nigeria, Portugal, Rumänien, USA: *Yearbook* und *IMM*;

Britisch Guyana, Goldküste, Hong Kong, Straits Settlements, Jamaika, Mauritius, Sierra Leone: Die jährlichen Schuldendienstzahlungen wurden rekonstruiert auf der Grundlage der Informationen über ausstehende Bonds im *IMM*;

Chile, Kolumbien, Equador, Mexiko, Neuseeland, Nicaragua, Peru, Salvador, Uruguay: zusätzliche Daten von Kelly (1998).

Öffentliche Einnahmen und Ausgaben: Haushaltsdaten stammen aus den Bänden von Mitchell, *Historical Statistics*, mit folgenden Ausnahmen:

Oranje, Transvaal, China, Siam: *Yearbook*;

Portugal, Rumänien, Serbien, Kolumbien, Uruguay: Mitchell, *Historical Statistics*, und Banks, *Cross-National Time Series*;

Montenegro, Liberia, Türkei, Persien, Equador, Nicaragua, Peru, Salvador: Banks, *Cross-National Time Series*.

Wechselkurse: Falls nötig, wurden Jahresdurchschnittswechselkurse verwendet, um Daten in lokaler Währung in Britische Pfund zu konvertieren. Besondere Aufmerksamkeit mußte den Unterschieden zwischen Papier- und Goldwechselkursen geschenkt werden. Alle Wechselkursdaten stammen aus den verschiedenen Bänden von Schneider und Denzel, *Währungen der Welt*, bis auf folgende Zeitreihen:

Österreich-Ungarn, Belgien, Dänemark, Norwegen, Schweden, Griechenland, Portugal, Spanien, Japan, United States: Obstfeld und Taylor (2003b);

Kolumbien, Peru, Guatemala: Denzel (1997);

Venezuela: Kelly (1998);

Bulgarien, Rumänien, Serbien: *Hübner*. Die Goldparitäten stammen aus Sédillot (1955).

Terms of Trade und Primärgüterexporte, Zollniveau: Clemens und Williamson (2004).

Historisches Bruttoinlandsprodukt, reales BIP-Wachstum, Exporte und Importe: siehe Teil I und II.

BIP pro Kopf und BIP zu konstanten Preisen: siehe Teil I.

Zahlungsunfähigkeit („default") und vorherige Zahlungsunfähigkeit („previous default"): Alle Informationen stammen aus den Übersichtstabellen in den *Annual Reports*. Diese Angaben wurden abgeglichen mit Beim und Calomiris (2001), Suter (1990) sowie Mitchener und Weidenmier (2004b). Nach dem Vorliegen der Zahlungsunfähigkeit wurden die betroffenen Länder für zehn Jahre als „previous defaulters" klassifiziert.

Goldstandard: Die Schwierigkeiten bei der Klassifikation von Goldstandardländern werden in Kap. 8 eingehend behandelt. Zugrunde liegt der *de facto* und *de iure* Standard auf der Grundlage der Goldstandard-Matrix von Meissner (2002). Für Serbien und Salvador fanden sich widersprüchliche Informationen, wobei der genaueren Quelle der Vorzug gegeben wurde (siehe unten). Die Ergebnisse der Regressionen ändern sich nicht, wenn die Klassifikation dieser beiden Länder verändert wird. Britische Kolonien ohne eigene Währungen (also in einer Währungsunion mit Großbritannien) wurden als dem Goldstandard zugehörig betrachtet. Die westafrikanischen Kolonien mit offiziellen Parallelwährungen zum britischen Pfund wurden erst nach der Einrichtung des Colonial Sterling Exchange Standard und des West African Currency Board im Jahr 1912 als Goldstandardländer

behandelt. Details hierzu finden sich in Fieldhouse (1999), 111. Die empirischen Ergebnisse der Kap. 7 und 8 sind auch dann robust, wenn man diese Kolonien durchweg als Goldstandardländer betrachtet, was man angesichts der dominierenden Rolle des britischen Pfundes im Außenhandel rechtfertigen könnte. Für die Mehrzahl der Volkswirtschaften stammen die Daten von Meissner, mußten aber folgendermaßen ergänzt werden:

Indien, Ceylon, Mauritius: auf dem Goldstandard von 1897-1913 nach Schneider (1992);

Straits Settlements: auf dem Goldstandard nach 1906 gemäß Schneider (1992);

Britisch Guyana: der koloniale Golddollar war laut dem *Yearbook* an das britische Pfund gebunden;

Bulgarien: auf dem Goldstandard von 1909-1911 nach Avramov (1999);

Serbien: auf dem Goldstandard laut *Hübner* und Sédillot (1955);

Montenegro: nicht auf dem Goldstandard während der gesamten Periode nach Sédillot (1955);

Liberia: nicht auf dem Goldstandard während der gesamten Periode gemäß verschiedenen Ausgaben des *Yearbook*;

Siam: auf dem Goldstandard von 1908-1913 nach Schneider (1992), auch in Sédillot (1955);

Kolumbien: auf dem Goldstandard von 1880-1885 nach Denzel (1997);

Peru: auf dem Goldstandard von 1902-1913 laut Denzel (1997);

Salvador: auf dem Goldstandard von 1897-1912 laut Sédillot (1955).

Eisenbahnnetz: Die Länge des Eisenbahnnetzes findet sich in Banks, *Cross-National Time Series* sowie in Mitchell, *Historical Statistics*. Daten für New South Wales, Queensland, Victoria, South Australia, Western Australia, Tasmanien, Straits Settlements und für den ungarischen Teil Österreich-Ungarns kommen aus dem *Yearbook*. Lücken wurden mittels linearer Interpolation geschlossen.

Landfläche in historischen Grenzen: *Yearbook*.

Bevölkerung: Bevölkerungsdaten für die unabhängigen Länder stammen aus Mitchell, *Historical Statistics*, sowie Arthur Banks, *Cross-National Time Series*. Volkszählungsdaten für die australischen Territorien, die Kap-Kolonie, Ceylon, Ägypten, die Goldküste, Mauritius, Natal, den Oranje-Freistaat, die Straits Settlements, Britisch Guyana, Jamaika, Neuseeland, Transvaal und Ungarn finden sich im *Yearbook* und den *Abstracts*. Lücken wurden mittels linearer Interpolation geschlossen.

Schiffsentfernung und effektive Entfernung: Die Schiffsentfernung von London (vor Eröffnung des Panamakanals) zum wichtigsten Hafen eines Landes wurde aus zwei Quellen entnommen: Philip (1914) und Couper (1983). Die effektive Entfernung, die Schiffsentfernung bereinigt um Unterschiede in den Transportkosten, findet sich – mit weiteren Erläuterungen zur Berechnung – in Clemens und Williamson (2004).

Handel mit Goldstandardländern: Die entsprechenden Daten (Anteil des Handels mit Goldstandardländern am gesamten Außenhandel) wurden von Christopher M. Meissner zur Verfügung gestellt. Siehe auch: López-Cordóva und Meissner (2003).

Regionale Dummies und Länderklassifizierung: Die regionalen Dummies für Afrika, Asien, Lateinamerika und die europäische „Peripherie“ folgen der üblichen geographischen Klassifizierung. Zentralamerika und die Karibik wurden zu Lateinamerika gezählt. Griechenland, Spanien, Portugal, Rußland, Bulgarien, Serbien, Rumänien, Montenegro und die Türkei gehören in dieser Klassifikation zur europäischen Peripherie. Alle Länder dieser regionalen Gruppen wurden in den Regressionen in Kap. 7 als Entwicklungsländer behandelt. Zu den verschiedenen Subsamples in Kap. 8 siehe die Erläuterungen im Text.

Internationale und lokale politische Konflikte: Die Daten wurden der „Correlates of War Database“ entnommen. Siehe Sarkees (2000). Die letzte Version und eine Beschreibung findet sich im Internet unter: http://cow2.la.psu.edu.

Kapitalflüsse: Anleiheemissionen von kolonialen und unabhängigen Regierungen an der Londoner Börse zwischen 1880 und 1913 stammen von Stone (1999). In digitaler Version wurden diese Daten von Michael Clemens und Jeffrey Williamson zur Verfügung gestellt. Die Regressionen in Kap. 7 beruhen auf Kapitalflußdaten für dreißig Volkswirtschaften: Argentinien, Österreich-Ungarn, Brasilien, Kanada, Ceylon, Chile, China, Kolumbien, Deutschland, Dänemark, Ägypten, Spanien, Frankreich, Griechenland, Indien, Italien, Japan, Mexiko, Norwegen, Neuseeland, Portugal, Peru, Südafrika, Rußland, Serbien, Siam, Schweden, Uruguay, Türkei, USA.

# BIBLIOGRAPHIE

Ausgewertete historische Primärquellen

**Corporation of Foreign Bondholders** (1880-1914), Annual General Report of the Council of the Corporation of Foreign Bondholders. London: Council of the Corporation.

**Investors Monthly Manual** (1880-1914). London.

**London Stock Exchange** (1900-1913), *The Stock Exchange Weekly Official Intelligence: an official financial gazette of information concerning all classes of securities.* London.

**The Statesman's Yearbook** (1880-1914)**.** Statistical and Historical Annual of the States of the World. London: Macmillan.

**Nash, Robert Lucas und Charles Fenn** (1883), *Fenn's Compendium*. London: Effingham Wilson.

**Nash, Robert Lucas** (1889), *Fenn's Compendium. Fourteenth edition*. London: Effingham Wilson.

**Fenn, Charles** (1893), *Fenn's Compendium*. London: E. Wilson.

**van Oss, S.F.** (1898), *Fenn on the Funds*. London: Effigham.

**Her Majesty's Statistical Office (1880-1914)**, *Statistical Abstract for the Several Colonial and Other Possessions of the United Kingdom (Statistical Abstract for the British Empire)*. London: Statistical Office.

**Her Majesty's Statistical Office (1880-1914)**, *Statistical Abstracts for the Principal and Other Foreign Countries.* London: Statistical Office.

**von Brachelli, Hugo Franz** (1884), *Die Staaten Europa's. Vergleichende Statistik*. Brünn: Friedrich Irrgang.

**von Brachelli, Hugo Franz** (1887), Statistische Skizzen der europäischen und amerikanischen Staaten nebst den auswärtigen Beziehungen der ersteren. Leipzig: Hinrichs'sche Buchhandlung.

**von Juraschek, Franz** (1880-1914), Otto Hübner's Geographisch-Statistische Tabellen aller Länder der Erde. Frankfurt: Heinrich Keller.

**von Juraschek, Franz** (1907), *Die Staaten Europas. Statistische Darstellung*. Leipzig: Friedrich Irrgang.

**Office National des valeurs mobilières** (1914), *Annuaire 1913-1914*. Paris: Office National des valeurs mobilières.

*Literatur*

**Aizenman, Joshua** (1989), "Investment, Openness, and Country Risk," in: Jacob A. Frenkel, Michael P. Dooley and Peter Wickham (Hrsg.), *Analytical Issues in Debt*. Washington, DC: International Monetary Fund, S. 83-101.

**Alfaro, Laura, Sebnem Kalemli-Ozcan, und Vadym Volossovych** (2003), "Why doesn't Capital Flow From Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation." *Manuscript, University of Houston*.

**Altman, Edward, Andrea Resti, und Andrea Sironi** (2003), "Default Recovery Rates in Credit Risk Modelling: A Review of the Literature and Empirical Evidence." *Manuscript, Stern School of Business, New York University*.

**Andritzky, Jochen R.** (2003), "Implied Default Probabilities and Default Recovery Ratios: An Analysis of Argentine Eurobonds 2000-2002." *Manuscript, University of St. Gallen*.

**Anjaria, Shailendra J.** (1998), "The Capital Truth. What Works for Commodities Should Work for Cash." *Foreign Affairs*, 77: 4, S. 142-143.

**Avramov, Roumen** (Hrsg.) (1999), *120 Years Bulgarian National Bank (1879-1999)*. Sofia: Bulgarian National Bank.

**Bairoch, Paul** (1997a), *Victoires et Déboires (2)*. Paris: Gallimard.

**Bairoch, Paul** (1997b), *Victoires et Déboires (3)*. Paris: Gallimard.

**Bairoch, Paul und Bouda Etemad** (1985), *Structure par produits des exportations du Tiers-Monde*. Genève: Librairie Droz.

**Bairoch, Paul und Richard Kozul-Wright** (1996), "Globalization Myths." *WIDER Discussion Paper (United Nations University)*, No. 113.

**Baldwin, Richard E. und Philippe Martin** (1999), "Two Waves of Globalization: Superficial Similarities, Fundamental Differences." *NBER Working Paper*, No. 6904: January.

**Bank for International Settlements** (2004a), *Consolidated International Banking Statistics*. Elektronische Ressource: www.bis.org/statistics/histstats8.htm (Januar 2004).

**Bank for International Settlements** (2004b), "Statistical Annex." *BIS Quarterly Review*, September.

**Bank of Japan** (2001), "Japan's International Investment Position at Year-End 2000." *Bank of Japan Quarterly Bulletin*, August.

**Banque de France** (2003), "Le stock des investissement directs francais à l'étranger au 31 décembre 2001." *Bulletin de la Banque de France*, 115: Juillet 2003.

**Barro, Robert J., Gregory Mankiw, und Xavier Sala-i-Martin** (1995), "Capital Mobility in Neoclassical Models of Growth." *American Economic Review*, 85, S. 103-115.

**Barth, Boris** (1995), Die deutsche Hochfinanz und die Imperialismen. Banken und Außenpolitik vor 1914. Stuttgart: Franz Steiner.

**Bartram, Söhnke und Gunter Dufey** (2001), "International Portfolio Investment." *Manuscript, University of Michigan Business School, Ann Arbor*.

**Bayoumi, Tamin** (1990), "Saving-Investment Correlations: Immobile Capital, Government Policy or Endogenous Behaviour." *IMF Staff Papers*, 37: June, S. 360-387.

**Bayoumi, Tamin, Barry Eichengreen, und Mark P. Taylor** (Hrsg.) (1996), *Modern Perspectives on the Gold Standard*. Cambridge: Cambridge University Press.

**Beck, Nathaniel und Jonathan N. Katz** (1995a), "Nuisance vs. Substance: Specifying and Estimating Time-Series Cross-Section Models." *Political Analysis*, 6, S. 1-36.

**Beck, Nathaniel und Jonathan N. Katz** (1995b), "What to Do (and Not to Do) With Time-Series Cross-Section Data." *American Political Science Review*, 89: 3, S. 634-647.

**Beck, Roland** (2003), *Determinants of Emerging Market Bond Spreads*. Frankfurt: Fritz Knapp.

**Behrends, Sylke** (2001), *Neue Politische Ökonomie*. München: Vahlen.

**Beim, David O. und Charles W. Calomiris** (2001), *Emerging Financial Markets*. Singapore: McGraw-Hill.

**Berg, Andrew und Jeffrey Sachs** (1988), "The Debt Crisis." *Journal of Development Economics*, 29, S. 271-306.

**Bhagwati, Jagdish** (1998), "The Capital Myth." *Foreign Affairs*, 77: 3, S. 7-12.

**Blattman, Christopher, Jason Hwang, und Jeffrey Williamson** (2003), "The Terms of Trade and Economic Growth in the Periphery 1870-1983." *NBER Working Paper*, 9940: August.

**Bloomfield, Arthur I.** (1963), "Short-Term Capital Movements Under the Pre-1914 Gold Standard." *Princeton Studies in International Finance*, 11.

**Bloomfield, Arthur I.** (1968), "Patterns of Fluctuation in International Investment Before 1914." *Princeton Studies in International Finance*, 21.

**Bordo, Michael** (1982), *The Classical Gold Standard: Some Lessons for Today*. St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis.

**Bordo, Michael** (2002), "Monetary Standards." *Manuscript, Rutgers University*.

**Bordo, Michael und William G. Dewald** (2001), "Bond Market Inflation Expectations in Industrial Countries: Historical Comparisons." *NBER Working Paper*, No. 8582: November.

**Bordo, Michael und Barry Eichengreen** (1998), "The Rise and Fall of a Barbarous Relic: The Role of Gold in the International Monetary System." *NBER Working Paper*, No. 6436: March.

**Bordo, Michael, Barry Eichengreen, und Douglas Irwin** (1999), "Is Globalization Really Different Than Globalization a Hundred Years Ago?" *NBER Working Paper*, No. 7195: June.

**Bordo, Michael und Marc Flandreau** (2001), "Core, Periphery, Exchange Rate Regimes, and Globalization." *Paper presented at the NBER conference "Globalization in Historical Perspective", May 2001*.

**Bordo, Michael und Lars Jonung** (1996), "Monetary Regimes, Inflation and Monetary Reform," in: Daniel Vaz and Kumaraswamy Velupillai (Hrsg.), *Inflation, Institutions and Information. Essay in Honour of Axel Leijonhufvud*. London: Macmillan, S. 154-244.

**Bordo, Michael und Finn E. Kydland** (1992), "The Gold Standard as a Rule." *Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper No. 9205*.

**Bordo, Michael und Finn E. Kydland** (1996), "The Gold Standard as a Commitment Mechanism," in: Tamin Bayoumi, Barry Eichengreen and Mark P. Taylor (Hrsg.), *Modern Perspectives on the Gold Standard*. Cambridge: Cambridge University Press, S. 55-100.

**Bordo, Michael, Christopher M. Meissner, und Angela Redish** (2003), "How 'Original Sin' Was Overcome." *NBER Working Paper*, No. 9841: July.

**Bordo, Michael und Hugh Rockoff** (1996), "The Gold Standard as a 'Good Housekeeping Seal of Approval'." *Journal of Economic History*, 56: 2, S. 389-428.

**Bordo, Michael und Anna Schwartz** (1996), "The Operation of the Specie Standard," in: Jorge Braga de Macedo, Barry Eichengreen and Jaime Reis (Hrsg.), *Currency Convertibility. The Gold Standard and Beyond*. London: Routledge, S. 11-83.

**Bordo, Michael, Alan M. Taylor, und Jeffrey Williamson** (Hrsg.) (2003), *Globalization in Historical Perspective*. Chicago: University of Chicago Press.

**Brennan, M.J.** (1987), "Capital Asset Pricing Model," in: John Eatwell, Murray Milgate and Peter Newman (Hrsg.), *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*. London: Macmillan, S. 917-920.

**Brownlie, Ian** (1995), *Basic Documents in International Law*. Oxford: Clarendon Press.

**Bulow, Jeremy und Kenneth Rogoff** (1988), "Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?" *NBER Working Paper*, No. 2623: June.

**Bureau of Economic Analysis** (2003), *U.S. Direct Investment Position Abroad*. Elektronische Ressource: www.bea.gov.

**Cain, P.J. und A.G. Hopkins** (1994), *British Imperialism*. London: Longman.

**Cairncross, Alec** (1992 [1953]), *Home and Foreign Investment 1870-1913*. Brookfield, Vermont: Gregg Revivals.

**Cameron, Rondo** (1961), *France and the Eonomic Development of Europe 1800-1914*. Princeton: Princeton University Press.

**Cameron, Rondo** (1992), *Geschichte der Weltwirtschaft*. Stuttgart: Klett und Cotta.

**Cantor, Richard und Frank Packer** (1996), "Determinants and Impacts of Sovereign Credit Ratings." *Economic Policy Review (Federal Reserve Bank of New York)*, October, S. 37-53.

**Catao, Luis und Sandeep Kapur** (2004), "Missing Link: Volatility and the Debt Intolerance Paradox." *IMF Working Paper*, 04/51.

**Catao, Luis und Solomos Solomou** (2003), "Exchange Rates in the Periphery and International Adjustment Under the Gold Standard." *IMF Working Paper*, 03/41.

**Chang, Chung-li** (1962), *The Income of the Chinese Gentry*. Seattle: University of Washington Press.

**Clemens, Michael A.** (2001), "Do Rich Countries Invest Less In Poor Countries Than the Poor Countries Themselves?" *Manuscript, Harvard University*.

**Clemens, Michael A. und Jeffrey Williamson** (2000), "Where Did British Foreign Capital Go? Fundamentals, Failures and the Lucas Paradoxon." *NBER Working Paper*, No. 8028: December.

**Clemens, Michael A. und Jeffrey Williamson** (2004), "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom." *Economic Journal*, 114: 2, S. 304-337.

**Cohen, Daniel** (1991), *Private Lending to Sovereign States: A Theoretical Autopsy*. Cambridge, MA: MIT Press.

**Cohen, Daniel** (2000), "The HIPC Initiative: True and False Promises." *OECD Development Centre Technical Papers*, No. 166.

**Cohen, Daniel und Jeffrey Sachs** (1982), "LDC Borrowing With Default Risk." *NBER Working Paper*, No. 925: July.

**Cohen, Daniel und Marcelo Soto** (2003), "Why Are Poor Countries Poor?" *Working Paper, American University in Paris*, No. 2: August.

**Corley, T.A.B.** (1994), "Britain's Overseas Investments in 1914 Revisited." *Business History*, 36: 1, S. 71-88.

**Corley, T.A.B.** (1998), "The Free-Standing Company, in Theory and Practice," in: Mira Wilikins and Harm Schröter (Hrsg.), *The Free-Standing Company in the World Economy 1830-1996*. Oxford: Oxford University Press, S. 129-147.

**Couper, Alistair** (Hrsg.) (1983), *The Times Atlas of the Oceans*. London: Times Books.

**Crafts, Nicholas** (2000), "Globalization and Growth in the Twentieth Century." *IMF Working Paper*, 00/44.

**Davis, Lance und Robert Huttenback** (1986), *Mammon and the Pursuit of Empire. The Political Economy of British Imperialism*. Cambridge: Cambridge University Press.

**DeLong, Bradford J. und Barry Eichengreen** (2001), "Between Meltdown and Moral Hazard: The International Monetary and Financial Policies of the Clinton Administration." *NBER Working Paper*, No. 8443: August.

**Denzel, Markus** (1997), "Finanzplätze, Wechselkurse und Währungsverhältnisse in Lateinamerika (1808-1914)," in: Jürgen Schneider (Hrsg.), *Währungen der Welt (VII)*. Stuttgart: Steiner, S. 1-106.

**Deutsche Bundesbank** (2003), "Kapitalverflechtung mit dem Ausland." *Statistische Sonderveröffentlichung*, 10: Juni 2003.

**Dornbusch, Rüdiger** (1989), "Debt Problems and the World Macroeconomy," in: Jeffrey Sachs (Hrsg.), *Developing Country Debt and the World Economy*. Chicago: The University of Chicago Press, S. 299-311.

**Douglas, Ian R.** (1997), "Globalisation and the End of the State." *New Political Economy*, 2: 1, S. 165-177.

**Drazen, Allan und Paul R. Masson** (1994), "Credibility of Policies versus Credibility of Policy Makers." *Quarterly Journal of Economics*, 109: 3, S. 735-754.

**Dunning, John** (1970), *Studies in International Investment*. London: Allen and Unwin.

**Durbin, Erik und David Tat-Chee Ng** (1999), "Uncovering Country Risk in Emerging Market Bond Prices." *Board of Governors of the Federal Reserve System: International Finance Discussion Papers*, 639.

**Durbin, Erik und David Tat-Chee Ng** (2002), "The Sovereign Ceiling and Emerging Market Coporate Bond Spreads." *Manuscript, Olin School of Business, Washington University, St. Louis*.

**Easterly, William** (2001), *The Elusive Quest for Growth*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

**Eaton, Jonathan und Mark Gersovitz** (1981), "Debt With Potential Repudiation." *Review of Economic Studies*, 48, S. 289-309.

**Eaton, Jonathan, Mark Gersovitz, und Joseph E. Stiglitz** (1986), "The Pure Theory of Country Risk." *NBER Working Paper*, No. 1894: December.

**Eaton, Jonathan und Lance Taylor** (1986), "Developing Country Finance and Debt." *Journal of Development Economics*, 22, S. 209-265.

**Eatwell, John** (1997), "International Financial Liberalization: The Impact on World Development." *United Nations Office of Development Studies Discussion Paper*, 12.

**Edelstein, Michael** (1982), *Overseas Investment in the Age of High Imperialism*. New York: Columbia University Press.

**Edelstein, Michael** (1994a), "Foreign Investment and Accumulation, 1860-1914," in: Roderick and McCloskey Floud, Donald (Hrsg.), *The Economic History of Britain Since 1700*. Cambridge: Cambridge University Press, S. 173-196.

**Edelstein, Michael** (1994b), "Imperialism: Cost and Benefit," in: Roderick Floud and Donald McCloskey (Hrsg.), *The Economic History of Britain, Vol.2*. Cambridge: Cambridge Universiy Press, S. 197-216.

**Edison, Hali, Ross Levine, Luca Ricci, und Torsten Slok** (2002), "International Financial Integration and Economic Growth." *IMF Working Paper*, 02/145.

**Edwards, Sebastian** (1986), "LDC Foreign Borrowing and Default Risk." *American Economic Review*.

**Edwards, Sebastian** (Hrsg.) (2000), *Capital Flows and the Emerging Economies*. Chicago: The University of Chicago Press.

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

**Eichengreen, Barry** (1989), "The U.S. Capital Market and Foreign Lending, 1920-1955," in: Jeffrey Sachs (Hrsg.), *Developing Country Debt and the World Economy*. Chicago: The University of Chicago Press, S. 237-248.

**Eichengreen, Barry** (1990), "Trends and Cycles in Foreign Lending," in: Horst Siebert (Hrsg.), *Capital Flows in the World Economy*. Tübingen: Mohr, S. 3-28.

**Eichengreen, Barry** (1991), "Historical Research on International Lending and Debt." *Journal of Economic Perspectives*, 5: 2, S. 149-169.

**Eichengreen, Barry** (1992), *Golden Fetters; the Gold Standard and the Great Depression 1919-1939*. New York: Oxford University Press.

**Eichengreen, Barry** (2000a), "Taming Capital Flows." *World Development*, 28: 6, S. 1105-1116.

**Eichengreen, Barry** (2000b), *Vom Goldstandard zum Euro*. Berlin: Wagenbach.

**Eichengreen, Barry** (2002), "International Financial Crisis: Is the Problem Growing?" *Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte (Festschrift Carl-Ludwig Holtfrerich)*: 1, S. 89-126.

**Eichengreen, Barry** (2003), "A Century of Capital Flows," in: Barry Eichengreen (Hrsg.), *Capital Flows and Crises*. Cambridge, MA: MIT Press, S. 13-46.

**Eichengreen, Barry und Marc Flandreau** (1994), "The Geography of the Gold Standard," in: Jorge Braga de Macedo, Barry Eichengreen and Jaime Reis (Hrsg.), *Currency Convertibility. The Gold Standard and Beyond*. London: Routledge, S. 113-143.

**Eichengreen, Barry und Ricardo Hausmann** (1999), "Exchange Rates and Financial Fragility." *NBER Working Paper*, No. 7418: November.

**Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann, und Ugo Panizza** (2003), "Currency Mismatches, Debt Intolerance, and Original Sin." *NBER Working Paper*, No. 10036: October.

**Eichengreen, Barry und David Leblang** (2002), "Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahatir Right?" *Manuscript, University of California at Berkeley*.

**Eichengreen, Barry und Peter H. Lindert** (1989), *The International Debt Crisis in Historical Perspective*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

**Eichengreen, Barry und Ian Mclean** (1994), "The Supply of Gold under the Pre-1914 Gold Standard." *Economic History Review*, 47, S. 288-309.

**Eichengreen, Barry und Ashoka Mody** (1998a), "Interest Rates in the North and Capital Flows to the South: Is There a Missing Link?" *International Finance*, 1: 1, S. 35-57.

**Eichengreen, Barry und Ashoka Mody** (1998b), "What Explains Changing Spreads on Emerging Market Debt: Fundamentals or Market Sentiment?" *NBER Working Paper*, No. 6408: February.

**Eichengreen, Barry und Richard Portes** (1986), "Debt and Default in the 1930s: Causes and Consequences." *European Economic Review*, 30, S. 599-640.

**European Central Bank** (2003), *Euro Area Statistics*: Elektronische Ressource: www.ecb.int.

**Evans, Peter** (1997), "The Eclipse of the State?" *World Politics*, 50: October, S. 62-87.

**Fama, E.F. und K.R. French** (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns." *Journal of Finance*, 47, S. 627-654.

**Faust, Michael, Inge Kaul, Katell Le Goulven, Grace Ryu, und Mirjam Schnupf** (2001), "Global Public Goods: Taking the Concept Forward." *United Nations Office of Development Studies Discussion Paper*, 17.

**Feinstein, Charles** (1990), "Britain's Overseas Investments in 1913." *Economic History Review*, 17: 2, S. 288-295.

**Feis, Herbert** (1965 [1930]), *Europe, The World's Banker 1870-1914*. New York: Norton.

**Feldstein, Martin S. und Charles Y. Horioka** (1980), "Domestic Saving and International Capital Flows." *Economic Journal*, 90, S. 314-329.

**Ferguson, Niall** (2001), *The Cash Nexus*. London: Penguin Press.

**Ferguson, Niall** (2002), *Die Geschichte der Rothschilds. Propheten des Geldes*. Stuttgart: Deutsche Verlags-Anstalt.

**Ferguson, Niall** (2003a), "The City of London and British Imperialism: New Light on an Old Question." *Manuscript, Oxford University*.

**Ferguson, Niall** (2003b), *Empire. How Britain Made the Modern World*. London: Allen Lane.

**Ferguson, Niall** (2003c), "Globalization With Gunboats." *Manuscript, New York University*.

**Ferguson, Niall** (2003d), "Political Risk and the International Bond Market between the 1848 Revolution and the Outbreak of the First World War." *Manuscript, Oxford University*.

**Ferguson, Niall** (2003e), *Politik ohne Macht*. München: Deutscher Taschenbuch Verlag.

**Ferguson, Niall** (2004), *Colossus. The Price of America's Empire*. London: Penguin.

**Ferguson, Niall und Moritz Schularick** (2004), "The 'Empire Effect'. The Determinants of Country Risk in the First Age of Globalization." *Development Research Institute Working Paper, Stern School of Business (New York University)*, No. 7.

**Ferroni, Marco A. und Ashoka Mody** (Hrsg.) (2002), *International Public Goods: Incentives, Measurement, and Financing*. Washington, D.C.: World Bank.

**Fieldhouse, David K.** (1973), *Economics and Empire 1830-1914*. London: Weidenfeld & Nicolson.

**Fieldhouse, David K.** (1999), *The West and the Third World*. Oxford: Blackwell.

**Fiess, Norbert** (2003), "Capital Flows, Country Risk, and Contagion." *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 2943.

**Fischer, Wolfram** (1979), *Die Weltwirtschaft im 20. Jahrhundert*. Göttingen: Vandenhoeck&Rupprecht.

**Fischer, Wolfram** (1998), *Expansion, Integration, Globalisierung. Studien zur Geschichte der Weltwirtschaft.* Göttingen: Vandenhoeck&Ruprecht.

**Fisher, Irving** (Hrsg.) (1997 (1930)), *The Theory of Interest*. London: Pickering & Chatto.

**Fishlow, Albert** (1985), "Lessons From the Past: Capital Markets during the 19th Century and the Interwar period." *International Organization*, 39: 3, S. 383-439.

**Fishlow, Albert** (1989), "Conditionality and Willingness to Pay: Parallels from the 1890s," in: Barry Eichengreen and Peter H. Lindert (Hrsg.), *The International Debt Crisis in Historical Perspective*. Cambridge, MA: MIT Press, S. 86-105.

**Flandreau, Marc** (1998), "Caveat Emptor. Coping With Sovereign Risk Without the Multilaterals." *Centre for Economic Policy Research Discussion Paper 2004*.

**Flandreau, Marc** (Hrsg.) (2003), *Money Doctors*. London: Routledge.

**Flandreau, Marc, Jacques Le Cacheux, und Frédéric Zumer** (1998), "Stability Without a Pact? Lessons from the European Gold Standard, 1880-1914." *Economic Policy*, 26, S. 115-162.

**Flandreau, Marc und Nathan Sussman** (2004), "Old Sins: Exchange Rate Clauses and European Foreign Lending in the 19th Century." *Centre for Economic Policy Research Discussion Paper 4248*, February.

**Flandreau, Marc und Frédéric Zumer** (2004), *The Making of Global Finance 1880-1913*. Paris: OECD.

**Freixas, Xavier und Jean-Charles Rochet** (1997), *Microeconomics of Banking*. Cambridge, MA: MIT Press.

**Friedman, Thomas L.** (1999), *The Lexus and the Olive Tree*. New York: Farrar, Straus and Giroux.

**Gallagher, John und Robert Robinson** (1953), "The Imperialism of Free Trade." *Economic History Review*, 6: 1, S. 1-15.

**García-Iglesias, Concepción** (1999), "Interest Rate Risk and Monetary Union in the European Periphery: Lessons from the Gold Standard, 1880-1914." *Working Paper HEC, European University Institute*, 99/5.

**Gelos, Gaston, Ratna Sahay, und Guido Sandleris** (2003), "Sovereign Borrowing by Developing Countries: What Determines Market Access?" *Manuscript, International Monetary Fund*.

**Gertler, Mark und Kenneth Rogoff** (1990), "North-South Lending and Endogenous Capital Market Inefficiencies." *Journal of Monetary Economics*, 26: 2, S. 245-266.

**Gilpin, Robert** (2001), *Global Political Economy*. Princeton: Princeton University Press.

**Girault, René** (1973), *Emprunts Russes et Investissements Francais en Russie 1887-1914*. Paris: Armand Colin.

**Goetzmann, William N. und Andrey Ukhov** (2001), "China and World Financial Markets 1870-1930." *Working Paper, Financial Institutions Center, Wharton Business School*, 01-30.

**Goldsmith, Raymond W.** (1985), *Comparative National Balance Sheets*. Chicago: University of Chicago Press.

**Gourinchas, Pierre-Olivier und Olivier Jeanne** (2004), "The Elusive Gains from International Financial Integration." *IMF Working Paper*, 04/74: May.

**Gregory, Paul R.** (1982), *Russian National Income, 1885-1913*. Cambridge: Cambridge University Press.

**Griffith-Jones, Stefanie und J. Leape** (2002), "Capital Flows to Developing Countries: Does the Emperor Have Clothes?" *Manuscript, University of Sussex*.

**Habermas, Jürgen** (1998), "Jenseits des Nationalstaates?," in: Ulrich Beck (Hrsg.), *Politik der Globalisierung*. Frankfurt: Suhrkamp, S. 67-84.

**Hadass, Yael S. und Jeffrey Williamson** (2002), "Terms of Trade Shocks and Economic Performance: Prebisch and Singer Revisited." *Manuscript, Harvard University*, February.

**Hallwood, C. Paul und Ronald MacDonald** (1994), *International Money and Finance*. Oxford: Blackwell.

**Harms, Philipp** (1999), "International Investment, Political Risk, and Growth," Bamberg: Difo-Druck.

**Hausmann, J.A. und W.E. Taylor** (1981), "Panel Data and Unobserved Individual Effects." *Econometrica*, 49: 6, S. 319-339.

**Hawkins, John** (2002), "International Bank Lending. Water Flowing Uphill?" *United Nations University WIDER Discussion Paper*, No. 2002/42.

**Hermalin, Benjamin E. und Andrew K. Rose** (1999), "Risks to Lenders and Borrowers In International Capital Markets." *NBER Working Paper*, No. 6886: January.

**Hilferding, Rudolf** (1955 [1910]), *Das Finanzkapital*. Berlin: Dietz.

**Hobsbawm, Eric** (1987), *The Age of Empire*. New York: Vintage Books.

**Hobson, C.K.** (1914), *Export of Capital*. London: Constable and Company.

**Hobson, John Atkinson** (1902), *Imperialism. A Study*. London: Nisbet.

**Holtfrerich, Carl-Ludwig** (1989), "Evolution of World Trade," in: Carl-Ludwig Holtfrerich (Hrsg.), *Interactions in the World Economy*. New York: Harvester Wheatsheaf, S. 1-30.

**Imlah, Albert H.** (1958), *Economic Elements in the Pax Britannica*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

**International Monetary Fund** (1993), *Balance of Payments Manual*. Washington, DC: International Monetary Fund.

**International Monetary Fund** (1999), *Coordinated Portfolio Investment Survey: Results of the 1997 Survey*. Washington: IMF.

**International Monetary Fund** (2002), *International Investment Positions. A Guide to Data Sources.* Washington: IMF.

**International Monetary Fund** (2003a), *Access to International Capital for First-Time Sovereign Issuers*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

**International Monetary Fund** (2003b), *Portfolio Investment: Coordinated Portfolio Invesment Survey Data Results.* Elektronische Ressource: www.imf.org/external/np/sta/pi.

**International Monetary Fund** (2003c), *World Economic Outlook (2003)*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

**International Monetary Fund** (2004), *International Financial Statistics.* Elektronische Ressource, Zugang über die Research Time Series Database (ReTIS 3.2) der Deutschen Bank Research.

**J.P. Morgan Emerging Markets Research** (1995), *Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+)*. London: J.P. Morgan.

**Jones, Matthew und Maurice Obstfeld** (1997), "Saving, Investment, and Gold: a Reassessment of Historical Current Account Data." *NBER Working Paper*, No. 6103: July.

**Kamin, Steven B.** (2004), "Identifying the Role of Moral Hazard in International Financial Markets." *International Finance*, 7: 1, S. 25-59.

**Kamin, Steven B. und Karsten von Kleist** (1999), "The Evolution and Determinants of Emerging Market Credit Spreads in the 1990's." *Board of Governors of the Federal Reserve System: International Finance Discussion Papers No.653*.

**Kaminsky, Graciela und Sergio Schmukler** (2002), "Short Run Pain, Long Run Gain: The Effects of Financial Globalization." *Manuscript, World Bank.*

**Kaul, Inge** (Hrsg.) (1999), *Global Public Goods: International Cooperation in the 21st Century*. New York: Oxford University Press.

**Kaul, Inge** (Hrsg.) (2003), *Providing Global Public Goods: Managing Globalization*. New York: Oxford University Press.

**Kelly, Trish** (1998), "Ability and Willingness to Pay in the Age of the Pax Britannica 1890-1914." *Explorations in Economic History*, 35, S. 31-58.

**Keynes, John Maynard** (1920), *The Economic Consequences of the Peace*. New York: Harcourt, Brace and Howe.

**Keynes, John Maynard** (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.

**Kindleberger, Charles P.** (1978), *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises.* New York: Basic Books.

**Kindleberger, Charles P.** (1981), "Dominance and Leadership in the International Economy: Exploitation, Public Goods, and Free Rides." *International Studies Quarterly*, 25: 2, S. 242-254.

**Kindleberger, Charles P.** (1984), *A Financial History of Western Europe*. London: Allen&Unwin.

**Kletzer, Kenneth M.** (1984), "Asymmetries of Information And LDC Borrowing With Sovereign Risk." *Economic Journal*, 94: 2, S. 287-307.

**Krasner, Stephen** (1999), *Sovereignty: Organized Hypocrisy*. Princeton: Princeton University Press.

**Krugman, Paul R.** (1998), "Heresy Time." Manuscript, Massachusetts Institute of Technology.

**Kumar, Manhoman und Avinash Persaud** (2001), "Pure Contagion and Investors' Changing Risk Appetite: Analytical Issues and Empirical Evidence." *IMF Working Paper*, 01/134.

**La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, und Robert W. Vishny** (1998), "Law and Finance." *Journal of Political Economy*, 106: 6, S. 1113-1155.

**Laidler, David** (1991), The Golden Age of the Quantity Theory. The Development of Neoclassical Monetary Economics 1870-1914. New York: Harvester.

**Lal, Deepak** (2001), "Globalization, Imperialism, and Regulation." *Cambridge Review of International Affairs*, XIV: 1, S. 107-121.

**Lal, Deepak** (2003), "In Defence of Empires." *Economic Affairs*, 23: 4, S. 14-19.

**Landes, David** (1961), "Some Thoughts on the Nature of Economic Imperialism." *Economic Journal*, 64, S. 496-512.

**Landes, David** (2002), *Wohlstand und Armut der Nationen*. Berlin: BTV.

**Lane, Philip und Gian Maria Milesi-Ferretti** (1999), "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries." *IMF Working Paper*, 99/115.

**Lane, Philip und Gian Maria Milesi-Ferretti** (2003), "International Financial Integration." *IMF Working Paper*, 03/86.

**Lee, Suk Hun** (1993), "Are the Credit Ratings Assigned by Bankers Based on the Willingness of LDC Borrowers to Repay?" *Journal of Development Economics*, 40: 2, S. 349-359.

**Lenin, Vladimir Iljitsch** (1946 [1917]), *Der Imperialismus als höchstes Stadium des Kapitalismus*. Berlin: Dietz.

**Levy, Maria Barbara** (1995), "The Brazilian Public Debt - Domestic and Foreign, 1824-1913," in: Reinhard Liehr (Hrsg.), *The Public Debt in Latin America in Historical Perspective*. Frankfurt: Vervuert, S. 209-254.

**Lévy-Leboyer, Maurice und Francois Bourgignon** (1985), *The French Economy in the Nineteeth Century*. Cambridge: Cambridge University Press.

**Lewis, Karen K.** (1999), "Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption." *Journal of Economic Literature*, 37: June, S. 571-608.

**Lindert, Peter H. und Peter Morton** (1989), "How Sovereign Debt Has Worked," in: Jeffrey Sachs (Hrsg.), *Developing Country Debt and the World Economy*. Chicago: University of Chicago Press, S. 225-235.

**Lipsey, Robert** (1997), "The Role of Foreign Investment in International Capital Flows." *Paper presented at the NBER conference on International Capital Flows, 1997.*

**Lipson, Charles** (1985), *Standing Guard*. Berkeley: University of California Press.

**López-Cordóva, J. Ernesto und Christopher M. Meissner** (2003), "Exchange-Rate Regimes and International Trade: Evidence from the Classical Gold Standard Era." *American Economic Review*, 93: 1, S. 344-353.

**Lucas, Robert** (1990), "Why Doesn't Capital Flow From Rich to Poor Countries?" *American Economic Review*, 80, S. 93-96.

**Macdonald, James** (2003), *A Free Nation Deep in Debt*. New York: Farrar, Straus and Giroux.

**Machina, Mark J. und Mark Rothschild** (1987), "Risk," in: John Eatwell, Murray Milgate and Peter Newman (Hrsg.), *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*. London: Macmillan, S. 201-205.

**Maddison, Angus** (1989), *The World Economy in the 20th Century*. Paris: OECD.

**Maddison, Angus** (1995), *Monitoring the World Economy*, 1820-1990. Paris: OECD.

**Maddison, Angus** (2001), *The World Economy. A Millenial Perspective*. Paris: OECD.

**Manzocchi, Stefano** (1999), *Foreign Capital in Developing Economies*. London: Macmillan.

**Manzocchi, Stefano und Philippe Martin** (1997), "Modèle de croissance neoclassique et flux des capitaux." *Economie Internationale*, 72, S. 7-24.

**Marichal, Carlos** (1989), *A Century of Debt Crises in Latin America*. Princeton: Princeton University Press.

**Markowitz, H.** (1952), "Portfolio Selection." *Journal of Finance*, 7: 1, S. 77-91.

**Marseille, Jacques** (1984), *Empire colonial et capitalisme francais*. Paris: Albin Michel.

**Mata, Eugénia und Nuno Valério** (1996), "Monetary Stability, Fiscal Discipline and Economic Performance - The Experience of Portugal Since 1854," in: Jorge Braga de Macedo, Barry Eichengreen and Jaime Reis (Hrsg.), *Currency Convertibility. The Gold Standard and Beyond*. London: Routlegde, S. 204-227.

**Mauro, Paolo, Nathan Sussman, und Yishay Yafeh** (2000), "Emerging Market Spreads: Then Versus Now." *IMF Working Paper*, 00/190.

**Mauro, Paolo und Yishay Yafeh** (2003), "The Corporation of Foreign Bondholders." *IMF Working Paper*, 03/117.

**McKinnon, Ronald I.** (1996), *The Rules of the Game*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.

**Meissner, Christopher M.** (2002), "A New World Order: Explaining the Emergence of the Classical Gold Standard." *NBER Working Paper*, No. 9233: September.

**Merrick, John J.** (1999), "Crises Dynamics of Implied Default Recovery Ratios: Evidence from Russia and Argentina." *Manuscript, Stern School of Business, New York University.*

**Milanovic, Branko** (2003), "The Two Faces of Globalization." *Manuscript, World Bank Development Research Group*.

**Mishkin, Frederic** (1998), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Reading, MA: Addison-Wesley.

**Mitchell, B.R.** (1992), *International Historical Statistics: Europe 1750-1988.* New York: Stockton Press.

**Mitchell, B.R.** (1993), *International Historical Statistics: The Americas 1750-1988.* New York: Stockton Press.

**Mitchell, B.R.** (1995), *International Historical Statistics: Africa, Asia & Oceania.* New York: Stockton Press.

**Mitchener, Kris James und Marc Weidenmier** (2004a), "Empire, Public Goods, and the Roosevelt Corollary." *Manuscript, University of Santa Clara (CA).*

**Mitchener, Kris James und Marc Weidenmier** (2004b), "How Are Sovereign Debtors Punished? Evidence From the Gold Standard Era." *Manuscript, Santa Clara University*.

**Moggridge, Donald** (1992), *Maynard Keynes. An Economist's Biography*. London: Routledge.

**Moody's Investor Service** (2000), *Historical Default Rates of Corporate Bond Issuers*. New York: Moody's Investor Service.

**Moody's Investor Service Global Credit Research** (2001), *Revised Country Ceiling Policy*. New York: Moody's Investor Service.

**Morissey, O., D. te Velde, und A. Hewitt** (2002), "Defining International Public Goods," in: Marco A. Ferroni and Ashoka Mody (Hrsg.), *International Public Goods: Incentives, Measurement, and Financing*. Washington, D.C.: World Bank, S. 31-46.

**Mosley, Layna** (2003), "Golden Straitjacket or Golden Opportunity? Sovereign Borrowing in the 19th and early 20th Centuries." *Manuscript, University of Notre Dame*.

**National Bureau of Economic Research** (2004), *Macrohistory Database*. Elektronische Ressource: www.nber.org/databases/macrohistory/contents.

**North, Douglass** (1990), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press.

**Nurkse, Ragnar** (1954), "International Investment To-Day in the Light of Nineteenth-Century Experience." *Economic Journal*, 64, S. 744-758.

**Oaxaca, Ronald L.** (1973), "Male-Female Wage Differentials in Urban Labor Markets." *International Economic Review*, 14, S. 693-709.

**Oaxaca, Ronald L. und Iris Geisler** (2003), "Fixed Effect Models with Time Invariant Variables: A Theoretical Note." *Economic Letters*, 80: 3, S. 373-377.

**Obstfeld, Maurice** (1995), "International Capital Mobility in the 1990s," in: Peter Kenen (Hrsg.), *Understanding Interdependence*. Princeton: Princeton University Press, S. 201-261.

**Obstfeld, Maurice** (1998), "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?" *NBER Working Paper*, No. 6559: May.

**Obstfeld, Maurice und Kenneth Rogoff** (1996), *Foundations of International Macroeconomics*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

**Obstfeld, Maurice, Jay C. Shambaugh, und Alan M. Taylor** (2004), "The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility." *NBER Working Paper*, No. 10396: March.

**Obstfeld, Maurice und Alan M. Taylor** (1997), "The Great Depression as a Watershed. International Capital Mobility over the Long-Run." *NBER Working Paper*, No. 5960: May.

**Obstfeld, Maurice und Alan M. Taylor** (2003a), "Globalization and Capital Markets," in: Michael D. Bordo, Alan M. Taylor and Jeffrey Williamson (Hrsg.), *Globalization in Historical Perspective*. Chicago: National Bureau of Economic Research, S. 121-187.

**Obstfeld, Maurice und Alan M. Taylor** (2003b), "Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 vs. 1925-1931." *Economic Journal*, 113, S. 241-275.

**Obstfeld, Maurice und Alan M. Taylor** (2004), *Global Capital Markets: Integration, Crisis, Growth*. Cambridge: Cambridge University Press.

**Office for National Statistics (United Kingdom)** (2003), *Foreign Direct Investment First Release*. Elektronische Ressource: www.statistics.gov.uk.

**Olson, Mancur** (1992), *Die Logik des kollektiven Handelns. Kollektivgüter und die Theorie der Gruppen.* Tübingen: Mohr.

**O'Rourke, Kevin** (2001), "Globalization and Inequality: Historical Trends." *Manuscript, Trinity College Dublin*.

**O'Rourke, Kevin und Jeffrey Williamson** (2000), *Globalization and History*. Cambridge, MA: MIT Press.

**Paish, Sir George** (1909), "Great Britain's Capital Investments in Other Lands." *Journal of the Royal Statisitical Society*, 72, S. 465-480.

**Paish, Sir George** (1911), "Great Britain's Capital Investments in Individual Colonies and Foreign Countries." *Journal of the Royal Statisitical Society*, 74: 2, S. 167-187.

**Paish, Sir George** (1914), "Export of Capital and the Cost of Living." *Statist, Supplement*, 14/1914.

**Patillo, Catherine, Hélène Poirson, und Luca Ricci** (2002), "External Debt and Growth." *IMF Working Paper*, 02/69.

**Philip, Gerge** (Hrsg.) (1914), *Philip's Mercantile Marine Atlas*. London: Geographical Institute.

**Platt, Desmond C.M.** (1968), *Finance, Trade, and Politics in British Foreign Policy 1815-1914.* Oxford: Clarendon.

**Platt, Desmond C.M.** (1986), *Britains's Overseas Investment on the Eve of the First World War.* London: Macmillan.

**Plümper, Thomas und Vera Troeger** (2004), "The Estimation of Time-Invariant Variables in Panel Analyses With Unit Fixed Effects." *Manuscript, Universität Konstanz.*

**Pohl, Hans** (1989), *Aufbruch der Weltwirtschaft. Geschichte der Weltwirtschaft von der Mitte des 19. Jahrhunderts bis zum Ersten Weltkrieg.* Stuttgart: Steiner.

**Polanyi, Karl** (1978 [1944]), *The Great Transformation*. Frankfurt: Suhrkamp.

**Pollard, Sidney** (1985), "Capital Exports, 1870-1914: Harmful or Beneficial." *Economic History Review*, 38, S. 489-514.

**Prasad, Eswar, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, und M. Ayhan Kose** (2003), *Effects of Financial Globalization on Developing Countries*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

**Reinhard, Wolfgang** (2000), *Geschichte der Staatsgewalt*. München: Beck.

**Reinhart, Carmen R. und Vincent R. Reinhart** (2003), "Twin Fallacies About Exchange Rate Policy in Emerging Markets." *NBER Working Paper*, No. 9670: April.

**Reinhart, Carmen R. und Kenneth Rogoff** (2004), "Serial Default and the 'Paradox' of Rich to Poor Capital Flows." *NBER Working Paper*, No. 10296: February.

**Reinhart, Carmen R., Kenneth Rogoff, und Miguel Savastano** (2003), "Debt Intolerance." *NBER Working Paper*, No. 9908: August.

**Reisen, Helmut und Julia von Maltzan** (1998), "Sovereign Credit Ratings, Emerging Market Risk and Financial Volatility." *HWWA-Diskussionspapier*, 55.

**Rippy, J. Fred** (1959), *British Investments in Latin America, 1822-1949*. Minneapolis: University of Minneapolis Press.

**Rodrik, Dani** (Hrsg.) (1998), *Who Needs Capital-Account Convertibility?* Princeton: Princeton University Press.

**Rodrik, Dani** (2001), "How Far Will International Economic Integration Go?" *Journal of Economic Perspectives*, 14: 1, S. 177-186.

**Rodrik, Dani** (2002), "Feasible Globalizations." *Manuscript, Harvard University*.

**Romer, Paul M.** (1989), "Capital Accumulation in the Theory of Long-Run Growth," in: Robert J. Barro (Hrsg.), *Modern Business Cycle Theory*. Oxford: Basil Blackwell, S. 51-127.

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

**Roubini, Nouriel** (2001), "Debt Sustainability: How to Assess Whether a Country Is Insolvent." *Manuscript, Stern School of Business, New York University*.

**Roubini, Nouriel und Brad Setser** (2004), *Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*. Washington, D.C.: Institute for International Economics.

**Royal Institute of International Affairs** (1937), *The Problem of International Investment*. London: Royal Institute of International Affairs (Chatham House).

**Sachs, Jeffrey** (1983), "Theoretical Issues in International Borrowing." *NBER Working Paper*, No. 1189: August.

**Sachs, Jeffrey** (Hrsg.) (1989a), *Developing Country Debt and the World Economy*. Chicago: University of Chicago Press.

**Sachs, Jeffrey** (1989b), "Introduction," in: Jeffrey Sachs (Hrsg.), *Developing Country Debt and the World Economy*. Chicago: University of Chicago Press, S. 1-33.

**Sachs, Jeffrey und Andrew Warner** (1995), "Economic Reform and the Process of Economic Integration." *Brookings Papers on Economic Activity*, 1995: 1, S. 1-118.

**Sarkees, Merdith Reid** (2000), "The Correlates of War Data on War: An Update to 1995." *Conflict Management and Peace Science*, 18: 1, S. 123-144.

**Schneider, Jürgen** (1992), *Währungen der Welt IV. Asiatische und australische Wechselkurse im 19. Jahrhundert.* Stuttgart: Steiner.

**Schneider, Jürgen und Markus Denzel** (Hrsg.) (1991-1997), *Währungen der Welt (I-VIII)*. Stuttgart: Steiner.

**Schumpeter, Joseph** (1954), *History of Economic Analysis*.

**Sédillot, René** (1955), *Toutes les monnaies du monde*. Paris: Sirey.

**Sen, Amartya** (2000), *Ökonomie für den Menschen*. München: Hanser.

**Shleifer, Andrei** (2003), "Will the Sovereign Debt Market Survive?" *Manuscript, Harvard University*.

**Siller, Javier Pérez** (1995), "Deuda y consolidacion del poder en México, 1867-1896," in: Reinhard Liehr (Hrsg.), *The Public Debt in Latin America in Historical Perspective*. Frankfurt: Vervuert, S. 293-336.

**Singh, Manmohan** (2003), "Are Credit Default Swaps High in Emerging Markets? An Alternative Methodology for Proxying Recovery Value." *IMF Working Paper*, 03/242.

**Smith, Adam** (1937 [1776]), *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations.* New York: Modern Library.

**Standard & Poor's** (1998), *Sovereign Credit Ratings: A Primer*. New York: Standard & Poor's.

**Stiglitz, Joseph E.** (2000), "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability." *World Development*, 28: 6, S. 1075-1086.

**Stiglitz, Joseph E.** (2002), *Globalization and Its Discontents*. New York: Norton.

**Stiglitz, Joseph E. und Andrew Weiss** (1981), "Credit Rationing in Markets With Imperfect Information." *American Economic Review*, 71: 3, S. 393-410.

**Stone, Irving** (1999), *The Global Export of Capital from Great Britain 1865-1914*. London: Macmillan.

**Sussman, Nathan und Yishay Yafeh** (2001), "Institutions, Reforms, and Country Risk. Lessons From Japanese Government Debt in the Meiji Era." *Journal of Economic History*, 60, S. 442-467.

**Suter, Christian** (1990), *Schuldenzyklen in der Dritten Welt*. Frankfurt: Anton Hain.

**Svedberg, Peter** (1978), "The Portfolio-Direct Composition of Private Foreign Investment in 1914 Revisited." *Economic Journal*, 88: 4, S. 763-777.

**Sy, Amadou** (2001), "Emerging Market Bond Spreads and Sovereign Credit Ratings." *IMF Working Paper*, 01/165.

**Sy, Amadou** (2003), "Rating the Rating Agencies: Anticipating Currency Crises or Debt Crises." *IMF Working Paper*, 03/122.

**Taylor, Alan M.** (1996), "International Capital Mobility in History: the Savings-Investment Relationship." *NBER Working Paper*, No. 5743: September.

**Taylor, Alan M.** (2002a), "A Century of Current Account Dynamics." *NBER Working Paper*, No. 8927: May.

**Taylor, Alan M.** (2002b), "Globalization, Trade, and Development: Some Lessons From History." *NBER Working Paper*, No. 9326: November.

**Taylor, Alan M.** (2004), "Global Finance: Past and Present." *Finance and Development*, March 2004, S. 28-31.

**Taylor, Alan M. und Jeffrey Williamson** (1994), "Capital Flows to the New World as an Intergenerational Transfer." *Journal of Political Economy*, 102: 2, S. 348-371.

**Taylor, Mark P. und Lucio Sarno** (1997), "Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants." *World Bank Economic Review*, 11: 3, S. 451-470.

**Thomas, Brinley** (1970), "The Historical Record of International Capital Movements to 1913," in: John H. Adler and Paul W. Kuznets (Hrsg.), *Capital Movements and Economic Development*. New York: St. Martin's Press, S. 3-32.

**Tobin, James** (1958), "Liquidity Preference as a Behaviour Towards Risk." *Review of Economic Studies*, 25, S. 65-86.

**Tobin, James** (1999), "Financial Re-Globalization." *Policy Options*: June/August.

**Tobin, James** (2000), "Financial Globalization." *World Development*, 28: 6, S. 1101-1104.

**Tomz, Michael** (2001), "How Do Reputations Form? New and Seasoned Borrowers in International Capital Markets." *Manuscript, Stanford University*, August.

**Twomey, Michael J.** (2000), *A Century of Foreign Investment in the Third World.* London: Routledge.

**United Nations** (1949), *International Capital Movements during the Inter-War Period.* New York: United Nations.

**United Nations** (2000), *United Nations Millenium Declaration.* New York: United Nations.

**United Nations** (2002), *Report of the International Conference on Financing for Development.* Monterrey: United Nations.

**United Nations Conference on Aid and Development** (2003), *World Investment Directory*. Elektronische Ressource: www.unctad.org.

**United Nations Conference on Aid and Development (UNCTAD)** (2000), *The Least Developed Countries 2000 Report*. Geneva: UNCTAD.

**van Oss, S.F.** (1895), *A Decade of Finance 1885-1895*. London: Mathieson & sons.

**Viner, Jacob** (1928), "Political Aspects of International Finance." *Journal of Business of the University of Chicago*, 1, S. 141-173; 324-363.

**Viner, Jacob** (1993 [1929]), "International Finance and Balance of Power Diplomacy," in: Joseph M. Grieco (Hrsg.), *The International System and the International Political Economy II*. Aldershot: Edward Elgar, S. 32-76.

**Vulliez, Emmanuelle** (2003), "Emerging Sovereign Markets: Bank Loans Less Risky Than Bonds?" *Conjoncture (BNP Paribas)*: May, S. 15-27.

**Wagner, Adolph** (1892), Grundlegung der politischen Ökonomie: Erster Theil. Leipzig: Winter.

**Waltershausen, August Sartorius von** (1913), *Begriff und Entwicklungsmöglichkeit der heutigen Weltwirtschaft*. Straßburg: Heitz.

**Wilkins, Mira** (1988), "The Free-Standing Company: an Important Type of British Foreign Direct Investment." *Economic History Review*, 16: 2, S. 259-282.

**Wilkins, Mira** (1989), *The History of Foreign Investment in the United States to 1914*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

**Wilkins, Mira und Harm Schröter** (Hrsg.) (1998), *The Free-Standing Company in the World Economy 1830-1996*. Oxford: Oxford University Press.

**Williamson, Jeffrey** (1997), "Globalization, Convergence and History." *Journal of Economic History*, 56, S. 1-30.

**Williamson, John** (1987), "International Capital Flows," in: John Eatwell, Murray Milgate and Peter Newman (Hrsg.), *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*. London: Macmillan, S. 894-897.

**Williamson, John** (1989), "What Washington Means By Policy Reform," in: John Williamson (Hrsg.), *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* Washington, D.C.: Institute for International Economics, S. 5-20.

**Winkler, Max** (1933), *Foreign Bonds. An Autopsy*. Philadelphia: Swain.

**Wolf, Martin** (2004), *Why Globalisation Works*. New Haven: Yale University Press.

**Woodruff, William** (1966), *The Impact of Western Man*. London: Macmillan.

**Wooldridge, Jeffrey M.** (2002), *Econometric Analysis of Cross-section and Panel Data*. Cambridge (MA): MIT Press.

**World Bank** (1997), *Private Capital Flows to Developing Countries*. Oxford: Oxford University Press.

**World Bank** (2003a), *Global Development Finance*. Washington: World Bank.

**World Bank** (2003b), *World Development Indicators*. Washington: World Bank.

**Wyplosz, Charles** (1998), "International Capital Market Failures." *Manuscript, Graduate Institute of International Studies in Geneva*.

**Zoli, Edda** (2004), "Credit Rationing in Emerging Economies' Access to Global Financial Markets." *IMF Working Paper*, 04/70.

# CURRICULUM VITAE

Moritz Schularick

geboren: 26. Juni 1975 in Berlin
Staatsangehörigkeit: deutsch

**Ausbildung**

| | |
|---|---|
| 1985-1994 | **Goethe-Gymnasium, Berlin-Wilmersdorf** |
| | Abitur |
| 1996-2000 | **Stipendiat der Friedrich-Ebert-Stiftung** |
| 1997-98 | **Université de Paris** |
| | Maîtrise, "mention très bien" |
| 1998-99 | **London School of Economics, London** |
| | M.Sc. (with distinction) |
| 1995-2000 | **Humboldt Universität Berlin** |
| | M.A. (Geschichte, Note: sehr gut) |
| 2002-2004 | **John-F.-Kennedy-Institut, Freie Universität Berlin** |
| | Doktorand und Gastdozent am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften |

**Berufliche Tätigkeit**

| | |
|---|---|
| 1999-2000 | **Deutsche Bank AG, Frankfurt/London** |
| | Analyst |
| 2000-2004 | **Deutsche Bank Research, Frankfurt** |
| | Referent in der volkswirtschaftlichen Länderanalyse/Emerging Markets |