

Wie globalisiert sind Finanzmärkte wirklich?



Universität Zürich
Institut für Empirische Wirtschaftsforschung

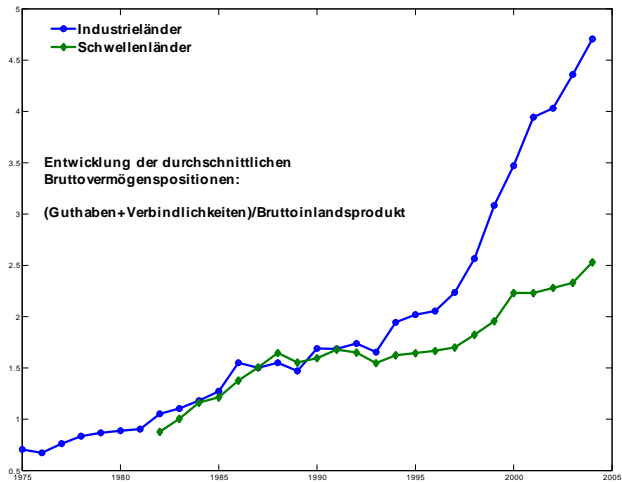
Vorlesung von Prof. Dr. Mathias Hoffmann im Themenabend
VWL



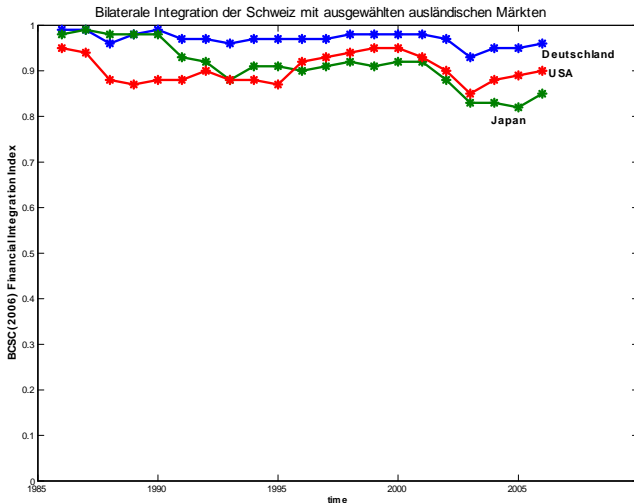
10. April 2007

- ▶ Wie globalisiert sind Finanzmärkte? Finanzielle Indikatoren
 - ▶ Finanzmarktpreise
 - ▶ Internationalisierung von Länderportfolios
- ▶ Wie finanziell globalisiert sind wir wirklich?
 - ▶ Wichtige *makroökonomische* Indikatoren...
 - ▶ ...in historischer Perspektive

Finanzielle Globalisierung (I): Wachstum internationaler Bruttovermögenspositionen



Finanzielle Globalisierung (II): Finanzmarktpreise



1: vollständige Integration, -1 keine Integration

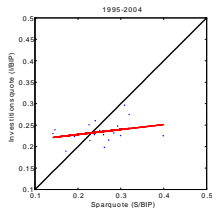
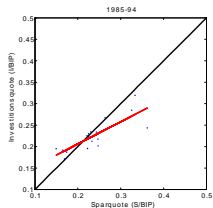
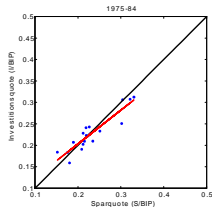
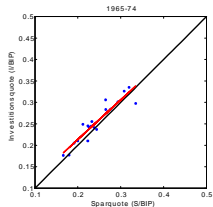
- ▶ Keine Frage, Finanzmärkte sind (zunehmend) global integriert.
- ▶ Aber: welche Auswirkungen hat das?
- ▶ Insbesondere: hat es die Auswirkungen, die wir als Ökonomen erwarten würden?
- ▶ Hier: Zwei makroökonomische Interpretationen in historischer Perspektive.

Die Feldstein-Horioka Beobachtung

- ▶ Haben Länder mit hohen Spar- auch hohe Investitionsquoten?
- ▶ In einer Welt mit wohlintegrierten Kapitalmärkten würden wir das nicht erwarten:
 - ▶ Grundsätzlich sollte Kapital dorthin fließen, wo es die höchsten (riskobereinigten) Renditen einbringt.
 - ▶ Ausländer können heimische Investitionen finanzieren, selbst wenn zu Hause wenig gespart wird.
 - ▶ Umgekehrt kann ein Land Kapital exportieren wenn es mehr spart als investiert.
- ▶ Nur in einer geschlossenen Volkswirtschaft gilt:
Ersparnis=Investition
- ▶ In der offenen Volkswirtschaft wird der Unterschied zwischen Investition und Ersparnis durch den Saldo der Ertragsbilanz gemessen.

- ▶ Idee von Feldstein und Horioka (EJ 1980): Interpretiere die Korrelation zwischen Ersparnis- und Investitionsquoten als Mass für Kapitalmobilität!
- ▶ Hohe positive Korrelation=geringe Kapitalmobilität
- ▶ Insignifikante Korrelation=hohe Kapitalmobilität
- ▶ Für einer Gruppe hochentwickelter, offener Volkswirtschaften zeigten FH, dass die Korrelation zwischen Ersparnis- und Investitionsquote bei nahe 1 liegt.
- ▶ Ein Paradox: selbst in den am höchsten entwickelten Volkswirtschaften scheint die (längerfristige) Kapitalmobilität gering!?

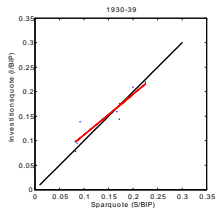
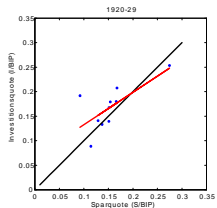
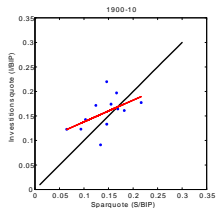
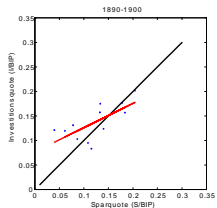
Entwicklung der Feldstein-Horioka Korrelation in jüngerer Zeit...



Die FH-Korrelation in industrialisierten Volkswirtschaften

und in historischer Perspektive

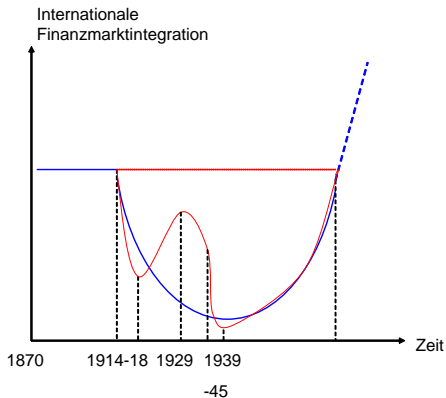
...



FH-Korrelation vor 1914 und in der Zwischenkriegszeit

Die zweite Globalisierung

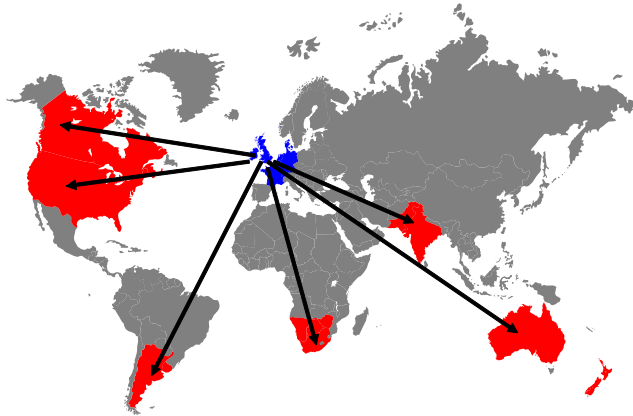
U-Hypothese nach Obstfeld-Taylor (2004)



- ▶ Der FH-Indikator bestätigt die Obstfeld-Taylor U-Hypothese
- ▶ Erst in der jüngsten Zeit hat die internationale Kapitalmobilität wieder das Niveau der 1. Globalisierungsphase erreicht.
- ▶ Dennoch bleibt die FH-Korrelation hoch.
- ▶ Und all das gilt hauptsächlich für Industrieländer!
- ▶ **Capital does not seem to flow to poor Countries (Robert Lucas)!**

Internationale Kapitalflüsse in der ersten Globalisierung

1870-1913

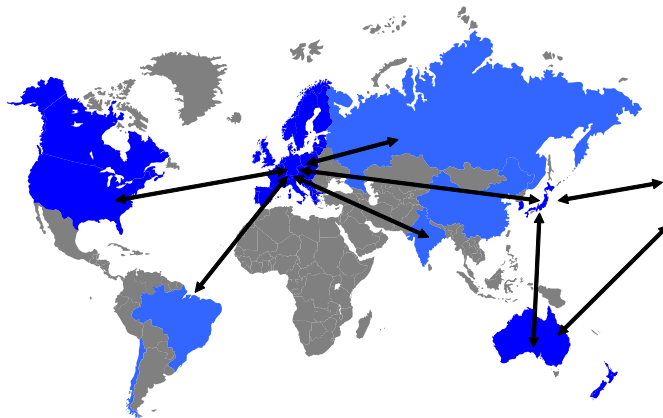


Kapital fließt...

- ▶ ... von Nord nach Süd (von reich zu arm)
- ▶ ... hauptsächlich in eine Richtung: grosse Nettokapitalströme

Internationale Kapitalflüsse heute

1990-2004



- ▶ ... von Nord nach Nord (von reich zu reich)
- ▶ ... in beide Richtungen: kleine Netto-, grosse Bruttoströme

Was erklärt diese Muster? Eine Interpretation (I)

Nettokapitalflüsse...

- ▶ ...sind durch unterschiedliche Wachstums- und Renditeerwartungen motiviert
- ▶ ... stellen letztlich eine Netto-Kreditbeziehung dar,...
- ▶ ... sind als Entwicklungskapitalflüsse interpretierbar (*Development Finance*, Obstfeld (WWA 2004))
- ▶ ... die Ursprungs- und Zielland *KONSUMGLÄTTUNG* über die *Zeit* erlauben

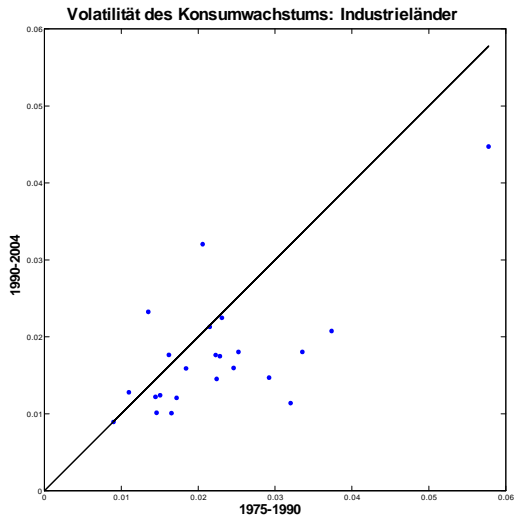
Was erklärt diese Muster? Eine Interpretation (II)

Bruttokapitalströme ...

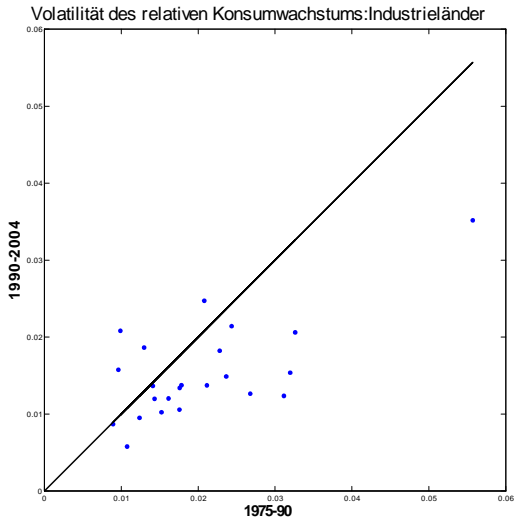
- ▶ ... sind (bei kleinen Nettoströmen) ein gegenseitiger *Austausch* von Ansprüchen auf einen Anteil an der heimischen Wertschöpfung
- ▶ ... führen somit zu internationalen Portfolioverflechtungen und
- ▶ ... dienen letztlich der Risikodiversifikation (*Diversification Finance*)
- ▶ ... und ermöglichen damit *KONSUMVERSICHERUNG*.

Internationale Konsummuster

- ▶ Finanzmärkte dienen also u.a. der Risikostreuung.
- ▶ Welches Risikos? Aus makroökonomischer Sicht: letztlich Konsumrisiko
- ▶ Keine allgemein empirisch validierte Theorie des privaten Konsums.
- ▶ Aber: recht robuste und einfache Vorhersagen der Theorie(n) im Hinblick auf Konsumrisikoteilung:
 - ▶ Geringere Konsumvolatilität
 - ▶ Geringere Korrelation zwischen Konsumanteil und Produktionsanteil am Welt-BIP



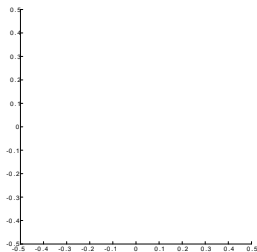
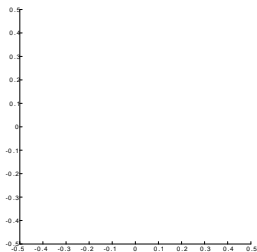
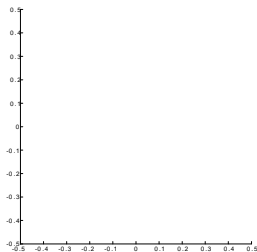
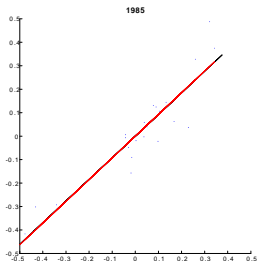
Geringere absolute...



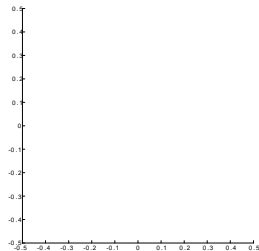
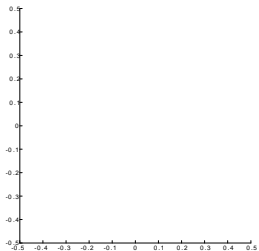
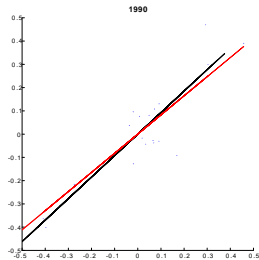
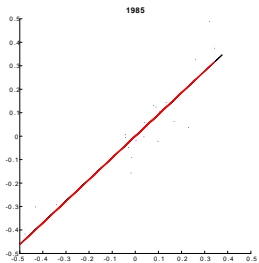
...und relative Konsumvariabilität in den meisten Industrieländern

Korrelation zwischen Konsumanteil und Produktionsanteil

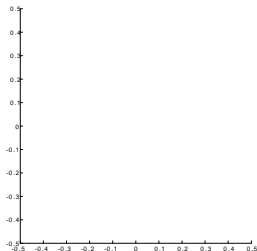
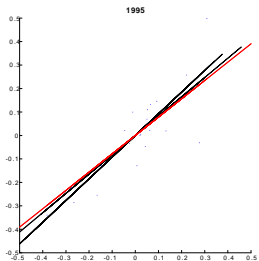
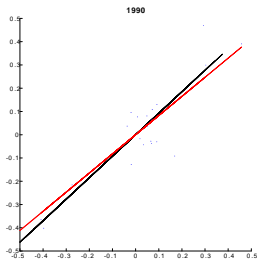
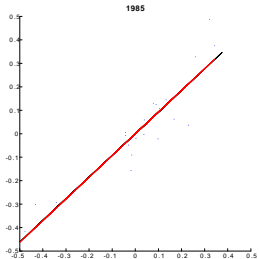
Artis und Hoffmann (CEPR-DP 5691, IEW-DP 316)



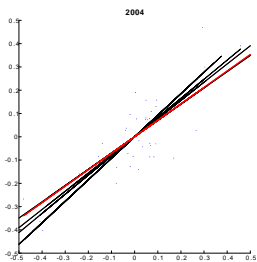
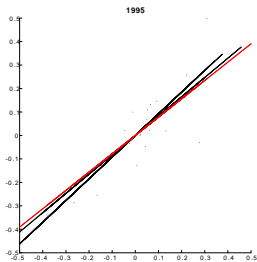
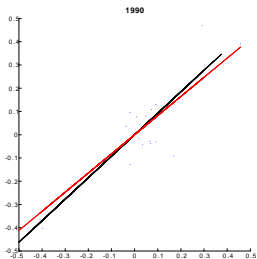
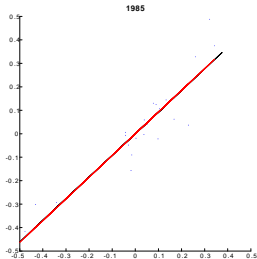
Konsumanteil und Produktionsanteil (II)

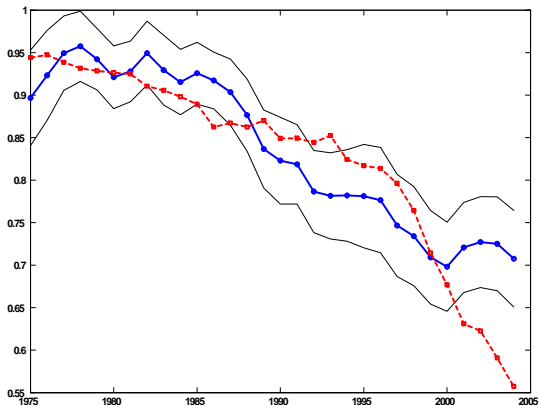


Konsumanteil und Produktionsanteil (III)



Konsumanteil und Produktionsanteil (IV)

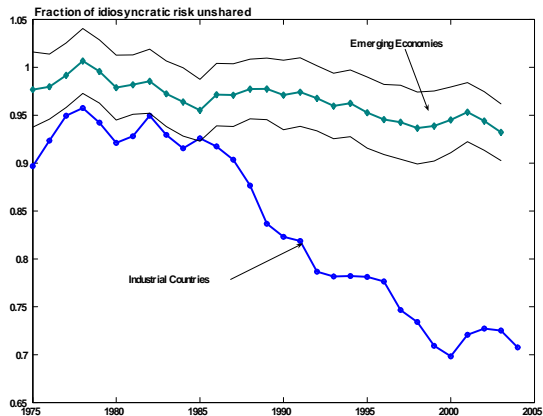




- ▶ Für Industrieländer:
Schwankungen im
relativen Konsum
zunehmend unabhängig
vom relativen BIP
- ▶ Anstieg der
internationalen
Konsumrisikoteilung
und der internationalen
Portfoliverflechtungen
gehen Hand in Hand

Zusammenhang zwischen Konsum- und Produktionsanteil

Aber nicht alle profitieren gleichmässig:



- ▶ Schwellenländer erzielen kaum internationale Konsumrisikoteilung
- ▶ und hier (bislang) nur recht schwacher Zusammenhang zwischen makroökonomischen und finanziellen Indikatoren der Globalisierung.

Grad der internationalen Konsumrisikoteilung

	Industrieländer	Schwellenländer
Hohe Bruttoverflechtungen	0.49 (14.75)	0.87 (28.01)
Niedrige Bruttoverflechtungen	0.79 (12.75)	0.79 (29.87)

Wie globalisiert sind Finanzmärkte wirklich?

- ▶ Finanzielle Indikatoren: fast vollständig (Finanzmarktpreise) oder doch zumindest weit mehr als noch vor 20 Jahren (Portfoliobestände)
- ▶ Auch makroökonomische Indikatoren (MI) reagieren zunehmend auf die Globalisierung. Wichtig: MI zeigen, dass die tatsächlichen ökonomischen Auswirkungen der Finanzmarktglobalisierung in weiten Teilen mit der Theorie übereinstimmen.
- ▶ Aber:
 - ▶ Reaktion verzögert und ausgehend von einem geringen Niveau.
 - ▶ Deutliche Unterschiede über Ländergruppen hinweg.

Wo führt uns die Globalisierung hin?

- ▶ Etablierte Wirtschafts- und Währungsunionen als Maßstab
- ▶ Regionale Integrationsprozesse als natürliches Laboratorium.
- ▶ Wie bedeutend sind intra- vs. internationale Friktionen in Kapitalmärkten?
- ▶ Hypothese: die Entwicklung des *heimischen* Finanzsystems zentral für den aus der finanziellen Globalisierung erzielbaren ökonomischen Nutzen!