

Juvaria Jafri

Schattenbanken und der Ausbau eines inklusiven Finanzwesens im globalen Süden*

Keywords: inclusive finance, financialization, Pakistan, shadow banking, credit constraints

Schlagwörter: inklusives Finanzwesen, Finanzialisierung, Pakistan, Schattenbanken, Kreditbeschränkungen

Ein inklusives Finanzwesen bezieht sich auf jene Bankprodukte und Finanzdienstleistungen, die speziell auf die Bekämpfung von Armut ausgerichtet sind. In diesem Beitrag untersuche ich, wie inländische Kreditbeschränkungen und internationale Liquiditätsüberschüsse den Bedarf an einem inklusiven Finanzwesen erzeugen. Dafür zeige ich auf, dass inklusive Finanzmärkte auf Schattenbankennetzwerken und -praktiken basieren. Anhand des pakistanischen Bankensektors analysiere ich die Verbindungen zwischen inländischen Kreditbeschränkungen und überschüssiger Liquidität auf globalen Finanzmärkten, um zu erklären, warum der Bedarf an einem inklusiven Finanzwesen existiert und fortbesteht.

Die frühesten Vorläufer eines inklusiven Finanzwesens sind Mikrokredite, die zur Unterstützung von lokalen Unternehmer*innen in armen Ländern eingesetzt wurden (s. Yunus 2003). Später wurde eine breitere Palette von Produkten und Entwicklungspraktiken eingeführt, die unter dem allgemeineren Begriff „Mikrofinanzwesen“ diskutiert wird. Seit einigen Jahren wird der noch umfassendere Begriff der „finanziellen Inklusion“ bzw. des „inklusive Finanzwesens“ verwendet, um eine Reihe von Entwicklungsmaßnahmen zu beschreiben, die in Zeiten der Digitalisierung von Finanzdienstleistungen sowohl Mikrokredite als auch elektronische Zahlungen umfassen, aber nicht allein auf diese Dienste beschränkt sind.¹

* Die Autorin bedankt sich herzlich für die Unterstützung durch das *Global Partnership Network* (GPN) an der *Universität Kassel*, die das Verfassen dieses Artikels durch die *Wangari-Maathai*-Gastprofessur ermöglicht hat.

1 Obwohl der Begriff breiter angelegt ist, beziehe ich mich in diesem Artikel auf das Mikrofinanzwesen. Die Begriffe finanzielle Inklusion und inklusives Finanzwesen werden als Synonyme genutzt.

Es gibt eine umfangreiche Literatur darüber, warum finanzielle Inklusion eine wirksame Intervention zur Armutsbekämpfung in den Ländern des Globalen Südens ist (s. Banerjee & Duflo 2011; Collins u.a. 2009). Trotz dieser umfangreichen Literatur sowie der Kritik daran wurde bislang nur unzureichend untersucht, wie sich die Agenda eines inklusiven Finanzwesens aus strukturellen Merkmalen des globalen Finanzsystems ergibt.

Genauer gesagt gibt es grob zwei Perspektiven auf die neue Entwicklungsagenda: ein affirmatives und ein kritisches Lager. Das Lager der Befürworter*innen versucht, die Exklusivität des globalen Finanzwesens abzubauen, in dem Institutionen geschaffen und Anreize gesetzt werden, die den Zugang zu Finanzdienstleistungen für bisher ausgeschlossene Bevölkerungsgruppen verbessern. Das Lager der Kritiker*innen argumentiert hingegen, dass finanzielle Inklusion bestehende Ungleichheiten und diskriminierende Strukturen des gegenwärtigen Finanzsystems verstärkt. Doch obwohl die kritische Literatur sowohl die extraktiven Merkmale der neuen Entwicklungsagenda als auch ihre strukturelle Rolle bei der Reproduktion von Ungleichheiten untersucht, bleiben Analysen zur Frage, wie die strukturellen Dynamiken des globalen Geld- und Finanzsystems ungleichen Zugang zu Krediten schaffen und dominante Akteure davon profitieren, weitgehend unterbelichtet. Der Großteil der Forschung über den Zugang zu Finanzdienstleistungen betont, wie die Nachfrage nach einem inklusiven Finanzwesen durch Armut angetrieben wird. Meine These hingegen ist, dass der Anstoß vielmehr von (internationalen) Finanzinstitutionen ausgeht, die im erweiterten Zugang zu Finanzdienstleistungen renditeträchtige Instrumente entdeckt haben. Diese strukturelle Perspektive erklärt auch, warum finanzielle Inklusion eine beliebte Entwicklungsmaßnahme ist, obwohl Skepsis darüber herrscht, wie sie Armut reduzieren kann.

Der vorliegende Artikel ist wie folgt aufgebaut. Abschnitt 1 gibt einen Überblick über die Entwicklungsagenda finanzieller Inklusion und stellt fest, dass sie in erster Linie als Strategie der Armutsbekämpfung kritisiert wird, nicht aber als strukturelles Merkmal des globalen Finanzsystems. Abschnitt 2 erläutert, wie der strukturelle Charakter des inklusiven Finanzwesens als Ausdruck von Schattenbankennetzwerken und -praktiken verstanden werden kann. Abschnitt 3 baut darauf auf und zieht Verbindungen zwischen inklusivem Finanzwesen und globalen Währungshierarchien; insbesondere untersucht er, wie diese Verbindungen aus inländischen Finanzierungslücken entstehen. Abschnitt 4 erklärt, wie finanzielle Inklusion in Pakistan von einem Modell der marktbasierter Finanzierung dominiert wird. Die Abschnitte 5 und 6 verknüpfen dieses marktbasierter Modell der finanziellen Inklusion mit strukturellen Kreditbeschränkungen im Globalen Süden und stützen sich

dabei auf die Literatur zur untergeordneten Finanzialisierung (*subordinate financialization*). Abschnitt 7 diskutiert die politischen Implikationen der Analyse, bevor in Abschnitt 8 ein Fazit gezogen wird.

1. Finanzielle Inklusion: eine kurze Einführung

Was ist finanzielle Inklusion und wie ist sie mit Machtasymmetrien im globalen Finanzsystem verbunden? Zahlreiche wissenschaftliche Arbeiten beschreiben, wie finanzielle Inklusion als Entwicklungsstrategie, welche vor allem Haushalten mit geringen Einkommen Zugang zu Finanzdienstleistungen verspricht, Märkte für Schulden und Risiken schafft und erweitert und damit die Finanzialisierung im globalen Süden vorantreibt.² Diese Studien zeigen, wie auf der nationalen Ebene alltägliche Prozesse und Strukturen – einschließlich der Rolle von Finanzinstitutionen und Unternehmen – die Finanzialisierung vorantreiben und dabei bestehende Ungleichheiten weiter vertiefen. Mein Ziel ist es, in Anlehnung an Shaun French u.a. (2011) finanzielle Inklusion als Merkmal eines internationalen Finanzsystems zu untersuchen, das geografisch ungleiche Prozesse der Finanzialisierung vorantreibt. Ich zeige im Folgenden auf, dass finanzielle Inklusion kein „Fehler“ ist; sondern vielmehr Ausdruck eines globalen Finanzsystems, in dem einige Volkswirtschaften mit chronischen und strukturellen Kreditbeschränkungen konfrontiert sind, während andere von Finanzinstitutionen dominiert werden, die weltweit nach profitablen Investitionsmöglichkeiten suchen.

Im Rahmen der internationalen Entwicklungsstrategie befürworten die meisten multilateralen Organisationen, nationalen Geberorganisationen und globalen philanthropischen Stiftungen derzeit finanzielle Inklusion als Maßnahme zur Armutsbekämpfung.³ Dies ist so, obwohl es keinen akademischen Konsens darüber gibt, wie nützlich finanzielle Inklusion als Entwicklungsinstrument ist. Die vielleicht einflussreichste Kritik ist ein Artikel von Milford Bateman und Ha Joon Chang (2012) über das gescheiterte Versprechen des Mikrofinanzwesens. Darin wird auf die Ergebnisse des vom britischen Ministerium für internationale Entwicklung (*Department for International Development* – DFID) finanzierten „Duvendack-Berichts“ hingewiesen, der „keine guten Belege für die Behauptung findet, dass Mikrokredite eine positive Wirkung auf das Wohlergehen armer Menschen haben“ (Duvendack u.a. 2011: 75). Warum finanzielle Inklusion als Entwicklungsmaßnahme

2 Aitken 2010; Roy 2010; Mader 2015; Zulficar 2017.

3 Weitere Informationen zu den spezifischen öffentlichen und privaten Institutionen, die an der Finanzierung der Entwicklungsstrategie beteiligt sind, finden sich in den regelmäßigen Berichten der *Consultative Group for Assisting the Poor Funder Survey* (CGAP 2019).

weiterhin verbreitet ist, wird in einer umfangreichen Literatur untersucht, zu der auch Arbeiten der kritischen Geographie und der kritischen politischen Ökonomie gehören, etwa von Heloise Weber (2002), Ananya Roy (2010), Susanne Soederberg (2014) und Philip Mader (2015).

Dass Armut das Ergebnis eines begrenzten oder fehlenden Zugangs zu Finanzdienstleistungen ist, ist eine weitverbreitete Ansicht, die von internationalen Institutionen wie der Weltbank unterstützt wird (Collins u.a. 2009). In den vergangenen Jahren wird der Zugang zu Finanzdienstleistungen als Schlüssel zur Erreichung der nachhaltigen Entwicklungsziele beschrieben.⁴ Jüngst ist diese Sichtweise auch in die Literatur zu randomisierten Experimenten eingeflossen, die die Wahlmöglichkeiten und Entscheidungen von Verbraucher*innen und Produzent*innen von Mikrofinanzprodukten analysieren. Der Nobel-Gedächtnispreis für Wirtschaftswissenschaften 2019 wurde an Abhijit Banerjee, Esther Duflo und Michael Kremer vergeben für ihre Studien zu diesen Wahlmöglichkeiten und Entscheidungen, sowie zu der Frage, wie diese durch Anreize „verbessert“ werden könnten.

Im Gegensatz zu den oben genannten Studien geht es mir nicht um die Frage, ob finanzielle Inklusion ein nützliches Entwicklungsinstrument ist oder ob es Ungleichheiten reduziert oder reproduziert. Ich interessiere mich stattdessen dafür, was den Bedarf nach einem inklusiven Finanzwesen zu einem strukturellen (und nicht vorübergehenden) Merkmal des globalen Finanzsystems macht. Dieses Merkmal ist für die Beschränkung der inländischen Kreditvergabe in Ländern des globalen Südens verantwortlich. Zwar wird in diesem Beitrag vor allem das Beispiel Pakistan behandelt, aber die vorgebrachten Argumente sind auch für andere Länder des globalen Südens relevant, etwa viel größere Volkswirtschaften wie Indien oder Südafrika. Meine Analyse stützt sich sowohl auf die Literatur zur Währungshierarchie (Bortz & Kaltenbrunner 2018) als auch auf wirtschaftsgeografische Debatten zur räumlichen Organisation von Währungsbeziehungen (Cohen 1998) und in jüngerer Zeit zur Finanzialisierung des Raums (French u.a. 2011).

Der Ausgangspunkt für diese Analyse ist die Beobachtung, dass finanzielle Inklusion eine Form des Schattenbankenwesens ist, oder anders formuliert, dass finanzielle Inklusion von den Netzwerken und Praktiken des Schattenbankenwesens absorbiert wurde. Um dies zu erklären, konzentriere ich mich auf Mikrokredite, wobei ich anerkenne, dass eine Reihe von anderen Finanzprodukten, wie elektronischen Zahlungen oder Versicherungen, ebenfalls unter die Definition von finanzieller Inklusion fallen. Meine Analyse

4 Die Weltbank hat eine wesentliche Rolle bei der Durchsetzung von finanzieller Inklusion als dominante Entwicklungsstrategie beigetragen, insbesondere durch das ihr untergeordnete Politikinstitut *Consultative Group to Assist the Poor* (CGAP).

konzentriert sich jedoch auf die Kreditvergabepraktiken, da diese am repräsentativsten für das marktbasierende (disintermediäre) Finanzmodell sind, welches den Ausbau inklusiver Finanzmärkte dominiert und die Praktiken des Schattenbankenwesens widerspiegelt. Dennoch ist wichtig zu beachten, dass auch andere Formen der finanziellen Inklusion, wie digitale Finanzdienstleistungen, Verbindungen zu Schattenbankennetzwerken haben (Jafri 2019).

2. Inklusive Finanzmärkte als Schattenbankenwesen

Das Schattenbankenwesen bezieht sich auf Kreditvermittlungsaktivitäten, die von Unternehmen außerhalb des regulären Bankensystems durchgeführt werden. Gemeinhin wird es mit den globalen Finanzkrisen des letzten Jahrzehnts in Verbindungen gebracht. Diese Aktivitäten werden von jenen Institutionen im Finanzsystem durchgeführt, die keine klassischen Banken sind, etwa Investmentbanken, Pensionsfonds, Geldmarktfonds oder spezialisierte Investmentgesellschaften (Adrian & Ashcraft 2012). Im Zuge der globalen Finanzkrise von 2007-2009 gerieten Schattenbanken wegen ihrer Rolle in der Krise unter intensive Beobachtung, insbesondere wegen der mangelnden Regulierung, die sie zu einer zentralen Quelle systemischer Instabilität werden ließ. Infolgedessen gibt es eine umfangreiche Literatur, die sich mit den Perspektiven internationaler Gremien, insbesondere des *Financial Stability Board* (FSB), zur Regulierung von Schattenbanken befasst (ebd.). Daraus geht hervor, dass die Regulierung Schattenbanken den traditionellen Banken ähnlicher und damit weniger riskant machen kann.

Es ist jedoch nicht nur die Regulierung, die Schattenbanken von regulären Banken unterscheidet, sondern vielmehr die Art und Weise, wie das Bankgeschäft praktiziert wird. Schattenbanken sind ein alternativer Ansatz für das Bankenwesen, der oft unter dem Begriff „finanzielle Innovation“ diskutiert wird (Nesvetailova 2017). Im Zentrum dieser Innovation steht der Wandel von einer Geschäftspraxis, in der Banken Darlehen in der eigenen Bilanz behalten (*originate-to-hold* – OTH), zu einem Modell, in dem Finanzinstitutionen Forderungen aus unterschiedlichen Geschäftsbereichen an eine Zweckgesellschaft verkaufen und somit aus ihrer Bilanz streichen (*originate-to-distribute* – OTD; s. auch Jenny Simon in diesem Heft, S. 324ff). Das OTH-Modell bestimmte den Betrieb einer „typischen Bank“ in den 1950er und 1960er Jahren. Unter diesem Arrangement nahm die Bank Einlagen an und verbuchte sie als Verbindlichkeiten in der Bilanz, während Kredite als Vermögenswerte verbucht wurden. Das Geschäft der Bank war also Fristentransformation, und der Schwerpunkt lag auf dem Management der mit der Einlagen- und Kreditaufnahme verbundenen Beschränkungen

und Risiken. Die Rolle der Bank in einem OTD-Modell ist hingegen eine andere: Hier ist die Bank ein Finanzintermediär, der das Angebot und die Nachfrage nach Kapital verbindet. Dies geschieht durch die Vergabe von Krediten an Kund*innen und den anschließenden Verkauf dieser Kredite an andere Finanzinstitutionen. Diese beiden Modelle werden auch als konventionelles Bankgeschäft bzw. Schattenbankensystem bezeichnet.

Die Institutionen und Praktiken des Schattenbankensystems üben einen immensen Einfluss auf die Ausgestaltung eines inklusiven Finanzwesens im Globalen Süden aus: Die beiden wichtigsten Mechanismen, die das Schattenbankensystem in reichen Ländern vorantreiben, sind die gleichen wie in armen Ländern und stehen jeweils im Zusammenhang mit (1) Regulierungsvermeidung und -arbitrage und (2) der Nachfrage nach Rendite durch institutionelle Anleger (Nesvetailova 2017; Pozsar 2013). Diese Mechanismen ergeben sich aus sich veränderten Modellen des Bankwesens. Praktiken der sog. Disintermediation bedeuten, dass Kreditvergabe- und Kreditaufnahmeaktivitäten nicht mehr eng miteinander verbunden sind. Während in der Vergangenheit ein Modell vorherrschte, bei dem die Banken auf Einleger*innen angewiesen waren, um Mittel bereitzustellen, die an Kreditnehmende verliehen werden konnten, konzentrieren sich neuere Ansätze im Bankwesen mehr auf das „slicing and dicing“ von Krediten, d.h. ihre Aufgliederung und Bündelung (Chick & Dow 1988). Diese haben eine Abkehr vom filialorientierten Ansatz des Bankwesens forciert und es den Banken insbesondere auf den angloamerikanischen Finanzmärkten ermöglicht, geografische Beschränkungen zu überwinden. Die Materialisierung dieser Verschiebung auf internationaler Ebene ist ein Produkt der regulatorischen Veränderungen in den beiden globalen Finanzzentren New York und London, wie Gary Dymksi & Annina Kaltenbrunner (2016) und auch Dymksi (2005) erläutern.

In Ländern des Globalen Südens konnte sich das marktbasierende Finanzsystem der Disintermediation im Zuge der Förderung finanzieller Inklusion durchsetzen, weil Finanzmittel aus privaten Quellen leicht verfügbar sind. Dazu gehören Kanäle des (1) „privatisierten Keynesianismus“ (Bonizzi 2017) sowie (2) der „Finanz-Philanthropie-Entwicklungs-Komplex“ (Gabor & Brooks 2017). Der „privatisierte Keynesianismus“ bezieht sich auf eine politische Doktrin niedriger Zinssätze und der Aufblähung von Vermögenswerten. Bruno Bonizzi (2017) zeigt, wie dieses Regime Druck auf globale Finanzinstitutionen ausübt, nach profitablen Anlagefeldern in Entwicklungsländern zu suchen. Zusätzlich zu solchen Finanzinstitutionen beteiligen sich auch nationale und internationale Geberorganisationen und globale philanthropische Stiftungen an Investitionsmöglichkeiten in armen

Ländern.⁵ Dieser Finanz-Philanthropie-Entwicklungs-Nexus ist für Daniela Gabor & Sally Brooks (2017: 423) das Spiegelbild eines finanzgetriebenen Ansatzes zur Armutsbekämpfung, der auf Strategien basiert, die die Armen als „Erzeugende von Finanzvermögen“ konstituieren. Im Bereich der finanziellen Inklusion veranschaulichen zwei Arten von Institutionen, die eine zentrale Rolle für die Vergabe von Mikrokrediten spielen, diese Verflechtungen. Eine davon ist der Apex-Fonds und die andere das *Microfinance Investment Vehicle* (MIV). Ein Apex-Fonds ist eine Großhandelsorganisation, die Finanzmittel – Zuschüsse, Darlehen, Garantieren von Regierungen und Gebern – an mehrere Mikrofinanzinstitutionen in einem Land oder einer Region weiterleitet (CGAP 2002). Ein MIV ist ein privates Unternehmen, das Mikrofinanzinstitutionen und -märkte finanziert. Apex-Fonds sind offizielle, staatlich unterstützte Institutionen, aber oft als öffentlich-private Partnerschaften strukturiert, die von internationalen Finanzinstitutionen und Geberorganisationen wie der Weltbank und der deutschen Entwicklungsbank (*Kreditanstalt für Wiederaufbau* – KfW) bei der Finanzierung unterstützt werden. Einige MIVs sind als private Fondsmanager tätig und erhalten Fremd- und Eigenkapital aus einer Vielzahl von Quellen, darunter internationale Finanzinstitutionen und Pensionsfonds; häufiger sind MIVs als spezialisierte Investitionsvehikel strukturiert, darunter *Collateralized Debt Obligations* (CDOs), regulierte Fonds, strukturierte Finanzinstrumente und Private Equity Fonds (CGAP 2007). MIVs haben maßgeblich dazu beigetragen, dass sich finanzielle Inklusion von einer auf Philanthropie und öffentlicher Entwicklungsfinanzierung basierenden Strategie zu einer auf den globalen Kapitalmärkten basierenden Strategie entwickelt hat.

Im Zuge dieser Entwicklung hat sich das Mikrofinanzwesen als Teil von Schattenbankennetzwerken und -praktiken etabliert, welches vor allem auf der Nachfrage nach Rendite von institutionellen Anlegern basiert (Nesvetailova 2017; Pozsar 2013). Dieses Merkmal des globalen Finanzmarktes spiegelt zahlreiche Verschiebungen wider, die im Bank- und Finanzwesen über mehrere Jahrzehnte hinweg stattgefunden haben, einschließlich der Verschiebung vom OTH- zum OTD-Modell (Guttmann 2017; Toporowski 2017). Diese Verschiebungen prägen das Bank- und Finanzwesen sowohl in entwickelten kapitalistischen Volkswirtschaften als auch im globalen Süden. Tabelle 1 (S. 208) beschreibt, wie diese Verschiebung in „Wellen“ akademischer Debatten erfasst wurde.

5 Für weitere Beispiele von „privatisiertem Keynesianismus“ als Entwicklungsstrategie im Kontext des Schattenbankensystems, s. Jafri 2019 und Gabor 2021.

Tab. 1. Debatten über das Schattenbankenwesen

Wellen	Debatten	Schlussfolgerungen
Erste Welle: Finanzinnovationen als Schattenbankenwesen	Die Antwort auf die instabilen Tendenzen des Schattenbankenwesens sollte eine bessere Regulierung sein (Adrian & Shin 2009; Pozsar 2008) vs. Die instabilen Tendenzen des Schattenbankenwesens sind dem globalen Finanzkapitalismus inhärent und können nicht einfach durch Regulierung angegangen werden (Guttman 2017; Toporowski 2017).	Die rasante Ausbreitung des Schattenbankenwesens ist ein junges Phänomen, kann aber durch eine Reform des Finanzsystems, d.h. durch internationale und nationale Regulierung angegangen werden.
Zweite Welle: Die Ursprünge und Funktionsweise von Finanzinnovationen	Schattenbanken entstehen, weil die Regulierung erstickt (Tett 2009; Chick 2008) vs. Schattenbanken entstehen durch den politischen Einfluss „gieriger“ Finanziers (Pagliari 2013; Erturk & Solari 2007). Im Schattenbankensystem wird neues Geld geschaffen (Moe 2017) vs. Schattenbanken verteilen den Reichtum unter bestehenden Akteuren um (Guttman 2017; Kaurova 2017).	Das Schattenbankenwesen hat eine „angebotsseitige“ Erklärung, da es von Marktteilnehmenden verursacht wird, die Regulierungsarbitrage und Regulierungsvermeidung suchen.
Dritte Welle: Die strukturellen Probleme des Finanzwesens	Schattenbanken sind das Ergebnis der Finanzialisierung der Weltwirtschaft: eine einzige kohäsive Kraft mit homogenisierenden Tendenzen (Cerny 1991) vs. Schattenbanken sind das Ergebnis von Hierarchien und Fragmentierungen des internationalen Geld- und Finanzsystems (Palan & Wigan 2017).	Das Fortbestehen und die Expansion des Schattenbankensystems werden „nachfrageseitig“ erklärt, und zwar dadurch, dass das globale Finanzsystem die Grenzen des natürlichen Wachstums erreicht hat und Finanzinnovationen eingesetzt werden, um eine weitere Expansion zu ermöglichen.

Quelle: Basierend auf Nesvetailova (2017)

3. Inländische Finanzierungslücke

Warum gibt es in armen Ländern inländische Finanzierungslücken? Ein Grund ist, dass ihre Zentralbanken dazu neigen, die Zinssätze hoch zu halten, was wiederum die private Kreditaufnahme hemmt. Pablo G. Bortz & Annina Kaltenbrunner (2018) zeigen, dass dies geschieht, um die Wechselkurse zu stützen: Höhere Zinssätze führen jedoch zu einer übermäßigen Kreditaufnahme an den billigeren internationalen Kapitalmärkten. Dieses Muster schafft und verstärkt die Auslandsverschuldung und die Anfälligkeit für Schocks auf den internationalen Finanzmärkten. Mögliche Lösungen für dieses Problem sind Kapitalverkehrskontrollen und spezialisierte Finanzinstitutionen, die inländische Finanzierungslücken schließen können (ebd.). Ein Beispiel für solche spezialisierten Institutionen sind Entwicklungsbanken und Mikrofinanzinstitutionen, die versuchen, die negativen entwicklungspolitischen Auswirkungen inländischer Finanzierungslücken zu reduzieren.

Ein weiterer Grund für inländische Finanzierungslücken ist eine schwache Landeswährung. Eine schwache Währung neigt dazu, an Kaufkraft zu verlieren, insbesondere wenn die inländische Inflation hoch ist. Private

Haushalte reagieren darauf häufig durch Anlagen in „reale Vermögenswerte“ wie Vieh, unbebautes Land oder gebrauchte Kraftfahrzeuge, sowie in US-Dollar als Absicherung (Settle 2016). Das Kernproblem dabei ist, dass Banken in Entwicklungsländern in der Kreditvergabe eingeschränkt sind. Diese Beschränkung wird von Ewa Karwowski (2018) für südafrikanische Banken diskutiert, und Hansjörg Herr & Zeynep Nettekoven (2021) teilen dazu empirische Beobachtungen für verschiedene Regionen unter Berücksichtigung der globalen Währungshierarchie. Banken in Entwicklungsländern haben demnach Schwierigkeiten, Einlagen zu mobilisieren und sind in ihrer Fähigkeit eingeschränkt, Kredite zu vergeben, insbesondere an kleinere Unternehmen. Der Ausbau eines inklusiven Finanzwesens wird als politische Strategie dargestellt, um diesen Herausforderungen zu begegnen.

Ein dritter Grund für inländische Finanzierungslücken ist die für Finanzinstitute lukrative Praxis, in kurzfristige Staatsanleihen zu investieren.⁶ Die Rolle der Währungshierarchie ist hier weniger eindeutig, aber immer noch erheblich. Die Regierungen armer Länder nehmen zur Finanzierung ihrer öffentlichen Haushalte Kredite an Finanzmärkten auf. Für Länder, die hohe Auslandsschulden haben, zeigt sich hier das Problem, dass die Steuereinnahmen nicht ausreichen, um sowohl die Investitionsausgaben der öffentlichen Hand als auch die Kosten für den Schuldendienst zu bedienen. Durch die Kreditaufnahme im Inland reduzieren die Regierungen das Angebot an kreditfähigen Mitteln und verdrängen private Investitionen. Außerdem erzeugen sie durch die Erhöhung der Geldmenge Inflationsdruck (Beaugrand u.a. 2002), der wiederum eine restriktive Geldpolitik unterstützt.

Diese inländischen Finanzierungslücken stehen in engem Zusammenhang mit dem, was Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann & Ugo Panizza 1 (2003) als „Erbsünde“ bezeichnen: die Unfähigkeit armer Länder, ihre heimische Währung zur Kreditaufnahme im Ausland zu verwenden oder sich sogar im Inland langfristig zu verschulden. Die vereinfachte Version der sogenannten Erbsündenhypothese besagt, dass Entwicklungsländer nicht in der Lage sind, Kredite in ihrer eigenen Währung aufzunehmen, da ausländische Kreditgeber Schulden in inländischer oder „weicher“ Währung als (1) anfällig für Abwertung aufgrund von Inflation und (2) anfällig für Schuldenkrisen ansehen, weil Staaten den Realwert ihrer Schulden in Fremdwährung mindern können.

Daher nehmen arme Länder Kredite meist in ausländischen oder „harten“ Währungen auf. Darüber hinaus sind sie bestrebt, die Zinssätze hoch zu halten, um eine Erhöhung der Schulden und der Kosten für den Schuldendienst durch eine Währungsabwertung zu vermeiden. Diese könnte durch

6 Wie Jones (2020) aufzeigt, ist dies ein häufiger Grund für ausländische Banken, im Globalen Süden tätig zu werden.

Kapitalabflüsse ausgelöst werden, wenn die Zinssätze gesenkt werden. Da die Schuldenlast des Landes in Fremdwährung besteht, würde eine reale Abwertung dazu führen, dass die Kosten für den Schuldendienst zunehmen. Um die Wechselkurse aufrechtzuerhalten, greifen arme Länder zudem auf ihre Devisenreserven zurück, was aber nur bis zu einem bestimmten Punkt möglich ist, weil ansonsten die heimische Währung verfällt und dies zu Volatilität führt und das Preisniveau in die Höhe treibt. Deshalb halten Haushalte in Ländern des globalen Südens ihr Geld häufig nicht in Form von Bankeinlagen, sondern investieren stattdessen in „reale Vermögenswerte“ oder Fremdwährung, in der Regel US-Dollar. Darüber hinaus ist die Notwendigkeit, Devisenreserven zu akkumulieren, um die heimische Währung zu stabilisieren, eine Belastung für die Staatshaushalte, die bereits durch die Kosten des Schuldendienstes unter Druck sind. Haushaltsdefizite veranlassen Regierungen in armen Ländern dazu, sich durch die Ausgabe von kurzfristigen Staatsanleihen in großem Umfang bei inländischen Banken zu verschulden (Jones 2020). Die Emission von Schulden zur Haushaltsfinanzierung ist inflationär, weil sie die Geldmenge ausweitet. Außerdem verdrängt sie die Kreditaufnahme des Privatsektors, weil der Staat zum „dominanten Kreditnehmer“ des Bankensystems wird (Choudhary u.a. 2016). Genauer gesagt bezieht sich das Problem auf die mangelnde Tiefe der inländischen Schuldenmärkte, die den Staat dazu zwingt, sich bei Geschäftsbanken zu verschulden (s. auch Frauke Banse in diesem Heft, S. 251ff).⁷ Dies steht in Zusammenhang mit dem Phänomen der Überkapitalisierung, die Banken in den „Schatten“ treibt (Toporowski 2017), und dem der Prozyklicität der Finanzregulierung (Goodhart 2009). Wie Emily Jones (2020) zeigt, müssen sich Banken in Ländern des globalen Südens an internationalen Standards orientieren, etwa an Eigenkapitalanforderungen. Dieser Druck schränkt die Kreditaufnahme des Privatsektors ebenfalls ein, insbesondere für kleine Unternehmen und Menschen mit geringen und mittleren Einkommen. In diesem Zusammenhang ist wichtig zu betonen, dass die Regulierung – wie z.B. höhere Eigenkapitalanforderungen – restriktiver wird, wenn sich das Finanzsystem aufgrund von Praktiken wie der Marktbewertung (*mark-to-market*) kontrahiert.⁸ Vor diesem Hintergrund wenden sich Zentralbanken und Finanzinstitute dem Schattenbankenwesen zu, um sowohl die Nachfrage

7 Choudhary u.a. (2016) zeigen empirisch, dass diese Nachfrage zinsunelastisch ist. Darüber hinaus zeigt Gabors (2021) jüngste Arbeit über den „Wall Street Consensus“, wie die Ausweitung dieser inländischen Schuldenmärkte eine zentrale Entwicklungsstrategie der Weltbank ist.

8 Bei dieser Praxis wird ein Vermögenswert oder Bankkapital zum aktuellen Marktniveau bewertet. In Zeiten von Rezessionen erodieren die Verluste des Bankkapitals, während die risikobasierten Kapitalanforderungen höher werden. Wenn Banken Schwierigkeiten haben,

nach Krediten von kleinen Kreditnehmer*innen als auch die Nachfrage nach Rendite von großen Finanzinstitutionen zu befriedigen. Finanzielle Inklusion ist ein Beispiel dafür, und der Fall Pakistan veranschaulicht, wie diese aufgrund der strukturellen Merkmale des Banken- und Finanzwesens in einem Land im globalen Süden entsteht.

4. Finanzielle Inklusion und Kreditbeschränkungen in Pakistan

Vor den 1990er Jahren beschränkte sich finanzielle Inklusion in Pakistan auf Mikrokreditprogramme von ländlichen Wohlfahrtsverbänden und NGOs, vor allem in abgelegenen Regionen. Die Zentralbank (*State Bank of Pakistan* – SBP) engagierte sich in den 1990er Jahren aktiv in der Mikrokreditvergabe. Dies war ein Ergebnis der Finanzliberalisierungspolitik des Washington-Konsens (*Washington Consensus*) und der wachsenden Bedeutung von Mikrokrediten als Strategie zur Armutsbekämpfung. Das Engagement der Zentralbank führte zur Einführung der *Microfinance Institutions Ordinance* 2001 und aufsichtsrechtlichen Vorschriften für Mikrofinanzbanken, um die Gründung, Regulierung und Überwachung dieser Institutionen in Pakistan zu regeln (ADB 2008). Institutionen, die Kredite an Arme vergeben und auch Einlagen entgegennehmen, werden von der SBP reguliert, während Institutionen, die nur Kredite vergeben und keine Einlagen entgegennehmen dürfen, von der *Securities and Exchange Commission of Pakistan* (SECP) beaufsichtigt werden.

Liquiditätsengpässe sind für Kreditgeber im Bereich des Mikrofinanzwesens in Pakistan üblich (PMN 2020). Zwar können viele Institutionen, wie bereits erwähnt, Einlagen zur Kreditvergabe nutzen, doch werden diese in der Regel von Unternehmen und vermögenden Privatpersonen und nicht von privaten Haushalten platziert (ebd.). Aus diesem Grund wenden sich Mikrofinanzinstitutionen an inländische Kapitalmärkte, wenn entsprechend starke Bilanzen dies ermöglichen. Andere Finanzinstitute, die keine Einlagen entgegennehmen dürfen, sind auf Großkundenfinanzierung angewiesen, entweder von (1) inländischen Geschäftsbanken, (2) internationalen Kreditgebern oder (3) der nationalen Apex-Organisation. Diese drei Quellen sind nach Angaben des *Pakistan Microfinance Network* (PMN) jeweils für etwa ein Drittel der Finanzierung von Organisationen verantwortlich, die keine Einlagen entgegennehmen (ebd.).⁹ Geschäftsbanken sind oft zurück-

neues Kapital zu beschaffen, kann eine sinkende Kreditvergabeakapazität eine Kreditklemme verursachen.

9 Finanzinstitute, die Einlagen entgegennehmen, nutzen diese Quellen ebenfalls, allerdings in geringerem Umfang.

haltend bei der Kreditvergabe an kleinere Mikrofinanzorganisationen, und internationale Kreditgeber sind zwar leicht verfügbar, aber tendenziell teuer. Die nationale Apex-Organisation, bekannt als *Pakistan Microfinance Investment Company* (PMIC), unterstützt Mikrofinanzinstitute nicht nur durch die Bereitstellung von Geldmitteln, sondern auch durch Beratung darüber, wie sie Zugang zu marktbasierten Finanzmitteln erhalten können.

Der Hauptzweck der PMIC, einer kommerziellen Einrichtung des privaten Sektors, ist die Beschaffung von Mitteln bei Geschäftsbanken sowie auf den Kapitalmärkten, wobei Anleihen und andere Finanzierungsinstrumente eingesetzt werden. Mikrofinanzorganisationen können somit bei der PMIC Mittel in Form von verschiedenen Finanzierungsinstrumenten und Dienstleistungen beantragen, darunter vor- und nachrangige Schuldtitel, Garantien und Konsortialkredite (PMIC 2020). Die PMIC hilft auch bei der Beschaffung von Tier-2-Kapital, damit Mikrofinanzbanken die Eigenkapitalanforderungen erfüllen können.¹⁰ Dies ist eine Abkehr von der früheren Rolle der nationalen Apex-Organisation, die zuvor hauptsächlich darin bestand, Mittel von Organisationen wie dem DFID oder der KfW zu kanalisieren.

Während die PMIC in ihrer jetzigen Form eine zentrale Rolle bei der Förderung eines intermediären Bankenmodells spielt, ist es erwähnenswert, dass dieses Arrangement bis 2016 noch anders war. Der Vorgänger des PMIC war der von der Weltbank gesponserte *Pakistan Poverty Alleviation Fund* (PPAF). Dieser wurde im Jahr 2000 als Zweckgesellschaft gegründet, um Finanzmittel für breit angelegte Programme in den Bereichen kommunale Infrastruktur, Aufbau von Produktionskapazitäten und Mikrofinanzierung bereitzustellen. Als solcher fungierte er als Apex-Fonds des Landes. Das PPAF-Programm war eng mit einem Teil der IWF-Strategie aus den späten 1990er Jahren verknüpft, die im Rahmen der *Poverty Reduction Strategy Papers* (PRSPs) versprach, Armutsbekämpfung durch partizipative Ansätze anzugehen. Dazu gehörte, dass Länder etwa alle drei Jahre Fortschrittsberichte in Zusammenarbeit mit unterschiedlichen Interessengruppen und Partnern, wie der Weltbank oder dem IWF, vorlegen mussten (IWF 2004). Als schließlich die Zentralbank, unter Kontrolle des Finanzministeriums, Mikrofinanzen und finanzielle Inklusion zunehmend in ihre Strategie integrierte (NFIS 2015), wurde das Mikrokreditportfolio des PPAF auf eine neu gegründete privatwirtschaftliche Investmentgesellschaft verlagert, die PMIC, die von nun an als *Non-Bank Financial Company* (NBFC) reguliert

10 Das Tier-2-Kapital in Pakistan wird gemäß den Richtlinien von Basel III definiert und umfasst u.a. Neubewertungsrücklagen, hybride Kapitalinstrumente und nachrangige Schuldtitel. Im Gegensatz zu Tier-1-Kapital ist es nicht die primäre Finanzierungsquelle der Bank und tendenziell schwieriger genau zu berechnen.

Tab. 2. Akteure und Finanzierungsformen im pakistanischen Mikrofinanzsektor

Finanzierende Institutionen	Unterkategorie I	Unterkategorie II	Definitionen	Beispiel in Pakistan
Entwicklungsbanken	Bilateral	Keine	Im Besitz einer Regierung, um privates Kapital zur Finanzierung von Projekten mit Entwicklungszielen zu beschaffen	KfW (Deutschland), CDC Group (Großbritannien), PROPARGO (Frankreich)
	Multilateral	Keine	Im Besitz von zwei oder mehreren Regierungen zur Finanzierung von Entwicklungsprojekten durch privates Kapital	International Finance Group (IFC, Weltbank-Gruppe), Asiatische Entwicklungsbank (ADB)
Regierung	Entwicklungsprogramm	Keine	Staatliches oder anderes öffentliches Programm mit Entwicklungszielen	Prime Minister's Interest Free Loans Scheme (Pakistan)
	Regierungsbehörde	Keine	Verwaltung, Abteilung oder Agenturen einer öffentlichen Behörde	Luxemburgisches Ministerium für auswärtige und europäische Angelegenheiten (Luxemburg)
	Bi- oder multilaterale Entwicklungsagentur	Keine	Bi- oder multilaterale Hilfsorganisationen im Besitz von Regierungen	JICA (Japan), DFID (Großbritannien)
	Regulierungsbehörde	Keine	Inländische Zentralbank	SBP
Finanzinstitut (Inland und Ausland)	Geschäftsbank	Keine	Bank oder anderes beaufsichtigtes Finanzinstitut, bei dem private Unternehmen Mehrheitsaktionäre sind	United Bank Limited, HBL
	Öffentliche Bank	Keine	Bank oder anderes reguliertes Finanzinstitut, bei dem die Regierung Mehrheitsaktionär ist	National Bank of Pakistan, Bank of Punjab
	Mikrofinanzinvestitionsintermediär (MII)	Holdinggesellschaft	Bereitstellung von Finanzierung und technischer Hilfe für Mikrofinanzinstitute	FINCA International, Aga Khan Agency for Microfinance (AKAM)
		MIV	Mikrofinanzfonds, der als unabhängige Investmentgesellschaft geführt wird und einem oder mehreren Investoren offen steht	Dreisprung
		Andere MII	Verschiedene Investmentgesellschaften mit einer großen Mikrofinanzkomponente in der Anlagestrategie	Responsability, Triodos, Acumen
Andere	Private Gesellschaft	Keine	Eingetragene juristische Person mit Ausnahme von Regierungen und Finanzinstituten. Oft Technologieunternehmen auf der Suche nach Synergien	VEON GmbH
	Individuell	Keine	Eine Person oder mehrere Personen	United International Group (Pvt) Ltd.
	Stiftung	Keine	Gemeinnützige Körperschaft oder andere Non-Profit-Organisation	Bill & Melinda Gates Foundation, Aga Khan Foundation
	NGO	Keine	Nichtregierungsorganisation	National Rural Support Programme

Quelle: basierend auf MIX (2021).

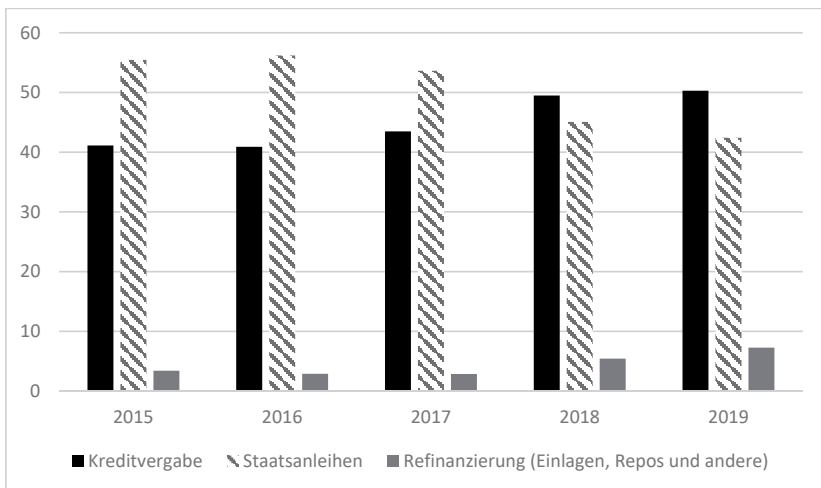
wurde. In dieser neuen Form konnte die PMIC als kommerzielles und gewinnorientiertes Unternehmen einfacher Mittel von lokalen Handels- und Kapitalmärkten, internationalen Fonds (z.B. *Microfinance Investment Vehicles* – MIVs) und privaten Investoren beschaffen. Das pakistanische Mikrofinanzwesen erhielt also zunehmende Investitionen von globalen Kapitalmärkten (s. Tab. 2, S. 213).

Für die Verantwortlichen in Pakistan, insbesondere für die SBP und das Finanzministerium, stand diese Politik der Ausweitung des Zugangs zu Finanzmärkten und -dienstleistungen unter Einbeziehung ausländischer Investitionen im Einklang mit der 2015 eingeführten *National Financial Inclusion Strategy* (NFIS 2015). Dieses Dokument führt die schwache und häufig rückläufige private Kreditaufnahme in Pakistan teilweise auf die Investitionen der Banken in Staatsanleihen zurück:

„Vor dem Hintergrund des langsamen Wirtschaftswachstums und der steigenden Staatsverschuldung haben die Banken stark in Staatsanleihen investiert, die nun 122 % der gesamten Bankkredite an den privaten Sektor ausmachen. Private Unternehmen erhalten nur 40 % der Bankkredite, und dieses Angebot ist zugunsten größerer Unternehmen verzerrt, wobei etwa 0,4 % der Kreditnehmer 65 % aller Bankkredite erhalten“ (NFIS 2015: 8).

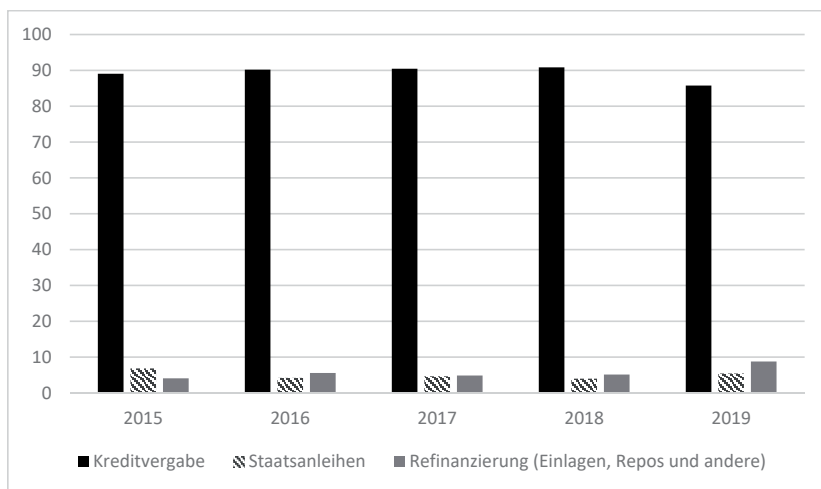
Um Haushaltsdefizite auszugleichen, nimmt die pakistanische Regierung regelmäßig Kredite vom Finanzsektor auf. Dies geschieht durch die Ausgabe

Abb. 1. Jährliche Zinserträge und Refinanzierungskosten von Geschäftsbanken (in Prozent), 2015-2019



Quelle: SBP (2020)

Abb. 2. Jährliche Zinserträge und Refinanzierungskosten von Mikrofinanzbanken (in Prozent), 2015-2019



Quelle: SBP (2020)

und Versteigerung von Wertpapieren in der Landeswährung (PKR) an Finanzinstitute, insbesondere an Geschäftsbanken, aber auch an andere Finanzinstitutionen, wie Mikrofinanzbanken. Staatspapiere sind eine attraktive und risikofreie Anlage, so dass Finanzinstitutionen das Geld lieber dem Staat leihen als dem (risikoreicheren) Privatsektor. Die Abbildungen 1 und 2 verdeutlichen die Unterschiede zwischen Geschäfts- und Mikrofinanzbanken hinsichtlich der jährlichen Zinserträge. Während Investitionen in Staatsanleihen einen wesentlichen Anteil der Zinserträge für Geschäftsbanken darstellen (Abb. 1, S. 214), basieren die von Mikrofinanzbanken in erster Linie auf Darlehen und Vorschüssen sowie zu einem geringen Anteil aus Einlagen bei anderen Banken und Investitionen in Staatsanleihen, unter anderem um die Eigenkapitalziele zu erfüllen (Abb. 2). Dabei ist wichtig zu betonen, dass Mikrofinanzbanken im Vergleich zu Geschäftsbanken wesentlich höhere Zinsen für die Kreditvergabe verlangen (s. Tab. 3, S. 216).¹¹

11 Zwischen 2016 und 2021 lag der von der pakistanischen Zentralbank festgelegte Leitzins zwischen 5,75 und 13,25 %. Mikrofinanzfachleute betonen jedoch, dass es irreführend ist, kausale Zusammenhänge zwischen dem Leitzins und ihren Kreditzinsen herzustellen, da es die Betriebskosten (und nicht die Finanzierungskosten) sind, die die Kreditkonditionen in erster Linie bestimmen. Dazu gehören beispielsweise Ausgaben für Personal, Betriebsmittel, Reisen, Abschreibungen von Anlagevermögen. Vor diesem Hintergrund wird argumentiert, dass Mikrokredite notwendigerweise mit höheren Zinssätzen verbunden sind, weil die durchschnittlichen Verwaltungskosten deutlich höher sind als für größere Kredite

Tab. 3. Zinssätze von Geschäfts- und Mikrofinanzbanken, 2017

	Geschäftsbanken	Mikrofinanzbanken
Kreditzinsen	20-30 %	7-22 %
Einlagezinsen	bis zu 13 %	bis zu 7,27 %

Quelle: eigene Darstellung, basierend auf Daten der SBP
und verschiedener Webseiten von Banken

5. Kreditbeschränkungen in Ländern des globalen Südens

Der Fall des pakistanischen Bankenwesens zeigt, dass finanzielle Inklusion von internationalen institutionellen Investoren getragen wird, aber auch, dass es eine Reaktion auf strukturelle Beschränkungen des Kreditwachstums ist, da Geschäftsbanken die Kreditvergabe an die Regierung bevorzugen. In diesem Zusammenhang ist es wichtig festzuhalten, dass diese strukturellen Beschränkungen in Ländern des globalen Südens aufgrund der Dominanz der *Loanable-Funds*-Theorie bestehen. Während diese Dominanz teilweise auf den Einfluss neoklassischer Annahmen auf politisches Denken zurückgeführt werden kann, ist es wichtig, sich daran zu erinnern, dass die strukturellen Kreditbeschränkungen auf einer internationalen Währungshierarchie basieren. Die Länder des globalen Südens sind in ihrer monetären Souveränität eingeschränkt, weil ihre Währungen in der globalen Währungshierarchie weit unten stehen. Einige Währungen haben mehr Liquidität als andere: Dies ist ein zentrales Thema in der aufkommenden Debatte zur „untergeordneten Finanzialisierung“ (*subordinate financialization*) (Bonizzi u.a. 2019). Diese Literatur baut auf dem keynesianischen Begriff von Liquidität auf und erlaubt es, Währungen nach ihrer Liquiditätsprämie zu ordnen (Bortz & Kaltenbrunner 2018). Wie bei anderen Vermögenswerten auch, ist der US-Dollar die dominierende und liquideste Währung im globalen Finanzsystem, weswegen in US-Dollar denominierte Anleihen zu niedrigen Zinssätzen angeboten werden (können). Es besteht also ein enger Zusammenhang zwischen der internationalen Währungshierarchie und dem wirtschaftlichen Wohlergehen eines Landes. Währungen, die in dieser Hierarchie niedrig stehen, sind darin eingeschränkt, wie viel Kredit ihr Bankensystem ausgeben kann. Dies wird in der jüngsten Arbeit von Herr & Nettekoven (2021) empirisch gezeigt. Aus heterodoxer Perspektive wird die Ausweitung von Krediten vor allem dadurch eingeschränkt, wie viel Banken zu leihen bereit sind. Letzteres wird durch die Kreditnachfrage und die Geldpolitik der Zentralbank bestimmt. In dem Bestreben, das

(Rosenberg u.a. 2013). Diese höheren Zinssätze haben Auswirkungen auf die Verschuldung von Haushalten, wie beispielsweise Zulfikar (2017) diskutiert.

Schattenbankensystem zu nutzen, um ausländische Portfolioinvestitionen anzuziehen und die Kreditvergabe zu fördern, vertreten die politischen Entscheidungsträger*innen jedoch eine eindeutige orthodoxe Sichtweise, bei der die Menge der in einer Periode ausgezahlten Kredite durch die Höhe der Ersparnisse oder Einlagen in derselben Periode begrenzt wird. Dies ist die Kernannahme der *Loanable-Funds*-Theorie, die die Zinssätze durch die Nachfrage nach Investitionen und das Angebot an Ersparnissen bestimmt sieht, wodurch der Bedarf an Einlagen in einem intermediären Bankensystem begründet wird. Diese Perspektive neigt daher dazu, die strukturellen und institutionellen Merkmale, die das Finanzsystem prägen, zu unterschätzen (Waeyenberge & Bargawi 2016).

Die heterodoxe Alternative zum *Loanable-Funds*-Ansatz kehrt den kausalen Zusammenhang zwischen Krediten und Einlagen um und verknüpft Investitionen mit endogener Geldschöpfung (von Geschäftsbanken). Während das *Loanable-Funds*-Modell voraussetzt, dass Banken Einlagen halten, um Kredite vergeben zu können, stellt der Ansatz des endogenen Geldes – oder der Finanzierung durch Geldschöpfung – fest, dass es Einlagen sind, die durch Kredite geschaffen werden (Jakab & Kumhoff 2015). So zeigt Vineet Kohli in einer Studie über die indische Geldpolitik, dass Versuche der politischen Entscheidungsträger*innen, die Verfügbarkeit von Krediten zu verbessern, „scheitern, wenn die Geldmenge endogen durch das Niveau der wirtschaftlichen Aktivität bestimmt wird“ (Kohli 2016: 87). Angesichts einer endogenen Geldschöpfung haben Versuche der Deregulierung und Liberalisierung des Finanzsystems durch Maßnahmen wie der Senkung von Mindestreservesätzen die unbeabsichtigte Folge, dass die Geschäftsbanken ihre Bestände an Staatsanleihen erhöhen. Dies geschieht, weil die Freisetzung von Reserven die Nachfrage nach Staatspapieren erhöht und die Zentralbank diese Nachfrage wahrscheinlich durch den Verkauf von Staatsanleihen befriedigt, anstatt den Druck auf Zinserträge zu erhöhen. Anstatt also mit einer stärkeren Kreditvergabe an den privaten Sektor auf niedrigere Mindestreserveanforderungen zu reagieren, neigen Banken dazu, die frei gewordenen Reserven für Investitionen in Staatsanleihen zu verwenden, die die Zentralbank bereit ist zu verkaufen, um die Gewinne von Geschäftsbanken zu stabilisieren.

Eine wichtige Folge dieser Perspektive ist, dass die Kreditaufnahme nicht wegen der hohen Mindestreserveanforderungen eingeschränkt ist, sondern weil es an Nachfrage nach Krediten von kreditwürdigen Schuldner*innen mangelt (Kohli 2016).¹² Diese Darstellung steht in Einklang mit der Vor-

12 Dabei werden größere Kreditnehmer*innen eher als kreditwürdig wahrgenommen als Kreditnehmer*innen von kleinen Summen (s. z.B. Chen u.a. 2017; Kohli 2016).

stellung von der Regierung als „dominantem Kreditnehmer“ in Pakistan (Choudhary u.a. 2016). Typischerweise wird dies als Folge der Finanzierung von Haushaltsdefiziten gesehen und als Verdrängung von privaten Investitionen dargestellt.¹³ Selbst unter dieser Voraussetzung ist finanzielle Inklusion eine Form der Finanzinnovation und eine Antwort auf die Zurückhaltung der Geschäftsbanken bei der Kreditvergabe an kleine Kreditnehmer*innen, weil andere politische Maßnahmen nicht in der Lage sind, die Kreditnachfrage zu adressieren.

Ein endogener Geldansatz lenkt die Aufmerksamkeit auf die strukturellen und institutionellen Merkmale, die die beiden zuvor identifizierten Funktionen des Bankenwesens behindern: (1) Geldschöpfung für das Funktionieren der Wirtschaft und (2) Kreditvergabe an produktive Unternehmen zur Unterstützung der wirtschaftlichen Aktivität. Auch wenn eine gründliche Diskussion dieser Hindernisse den Rahmen dieses Papiers sprengen würde, ist ein Verweis auf Karwowskis (2018) Beobachtungen zu Investitionsmustern in der finanzialisierten südafrikanischen Wirtschaft hier relevant: Ungeachtet des Arguments, das Banken durch Kreditvergabe Einlagen schaffen, müssen die Spielräume von Finanzinstitutionen im Kontext von Zeit und Raum betrachtet werden, etwa durch die Stellung der nationalen Ökonomie in der Weltwirtschaft. Wie Victoria Chick und Sheila Dow in ihrer Darstellung der Stadien des Bankenwesens feststellen, können Banken Geld durch Kreditvergabe schaffen, wenn die Kreditvergabe nicht von Einlagen abhängt: Dies geschieht dann, wenn die Zentralbank die volle Verantwortung für die Finanzstabilität übernimmt (Chick & Dow 1988).¹⁴

Für aufstrebende kapitalistische Volkswirtschaften, einschließlich Pakistan, aber auch zum Beispiel für Indien und Südafrika, ist dies nicht der Fall, da Zentralbanken aufgrund der mit einer Niedrigzinspolitik verbundenen Inflations- und Währungsabwertungsrisiken eine Expansion der Geldpolitik nur teilweise zulassen können. Für Pakistan hat dies zwei Auswirkungen. Erstens hat der Inflationsdruck zu einer straffen Geldpolitik geführt, mit dem Ziel, die Inflation zu kontrollieren. Zweitens sind inländische Finanzierungslücken entstanden, die eine Begründung für Maßnahmen wie der nationalen Strategie für finanzielle Inklusion liefern (NFIS 2015).

13 Andere Argumente für die Zurückhaltung von Banken bei der Kreditvergabe beziehen sich auf wenig ausgebildete Schuldenmärkte in Entwicklungsländern – genauer gesagt auf das Fehlen inländischer Schuldenmärkte (Weltbank 2017). Für eine Kritik s. Gabor (2021) und Frauke Banse in diesem Heft, S. 251ff.

14 Chick & Dow (1988) schreiben dazu: „In der vierten Stufe übernimmt eine zentrale Währungsbehörde die Funktion des Kreditgebers der letzten Instanz. Der Bestand an Bankreserven reagiert nun auf die Nachfrage der Banken. Banken, die die Kreditvergabe ausweiten, können dies nun tun, ohne Gefahr zu laufen, dass ihnen die Reserven ausgehen“.

Die Perspektive endogener Geldschöpfung kann Asymmetrien der Geldschöpfung aufzeigen, in der Geschäftsbanken Geld über die Kreditvergabe „privat schaffen“ (Soederberg 2014). Die Zentralbanken der Entwicklungsländer sind typischerweise mit strukturellen Hindernissen für das Kreditwachstum konfrontiert. Je nach der inländischen Beziehung zwischen Kreditexpansion und dem Wechselkurs, der durch die Nachfrage und das Angebot von Devisen bestimmt wird, sind diese strukturellen Hindernisse unterschiedlich ausgeprägt.¹⁵ Sebastien Dullien fasst diese Dynamiken folgendermaßen zusammen:

„Der Prozess der inländischen kreditfinanzierten Investitionsausweitung beeinflusst beide Faktoren: Erstens wird die Importnachfrage stimuliert, weil die erhöhten Investitionen auch die inländischen Einkommen erhöhen, je nachdem, in welchem Umfang Investitions- und Konsumgüter importiert werden. In einem Land, das zu Beginn nur über eine sehr geringe inländische Fertigungsindustrie verfügt, könnte die erhöhte Investitionsnachfrage zu einem recht starken Anstieg der Importe führen, während in einer gut diversifizierten Volkswirtschaft nur ein geringer Anstieg der Importe zu verzeichnen wäre. Zweitens könnten die Haushalte bei einem Anstieg des Gesamteinkommens und der Gesamtersparnis ihre Nachfrage nach ausländischen Vermögenswerten und damit wiederum die Nachfrage nach ausländischer Währung erhöhen, was wiederum den Wechselkurs unter Abwertungsdruck setzt“ (Dullien 2009: 17).

Im Gegensatz zu Ländern des globalen Südens haben Finanzinstitutionen in reichen kapitalistischen Ländern andere Spielräume bezüglich der Geldschöpfung: (1) Banken können durch Kreditvergabe neues Geld schaffen und sind dabei vor allem durch Erwartungen an die Rentabilität und Solvenz eingeschränkt (Jakab & Kumhoff 2015); (2) Zentralbanken können sekundär Geld schaffen, indem sie – auch durch quantitative Lockerungsmaßnahmen – Vermögenswerte aus dem Schattenbankensektor aufkaufen (McLeay u.a. 2014). Infolge der Asymmetrien sind Länder im globalen Süden – und die Institutionen in ihnen – anfällig dafür, sich als Empfänger von Krediten, die in reichen Ländern geschaffen wurden, zu verschulden: „Seit den 1990er Jahren ist die Schaffung und Vergabe von Kreditgeld an Arbeiter*innen mit niedrigen Einkommen im Austausch für hohe Zinsen sowie Provisionen und Gebühren eine dominante Strategie der Kapitalisten, um die Spannungen der Überakkumulation abzufangen“ (Soederberg 2014: 27). Die Integration des inklusiven Finanzwesens in globale Schattenbanknetzwerke ist ein

15 Importe und Investitionsentscheidungen (einschließlich Spekulation) bestimmen hier die Nachfrage, wobei das Angebot in erster Linie durch Exporte und Überweisungen bestimmt wird. Weitere Einzelheiten zu den Determinanten von Devisennachfrage und –angebot finden sich unter https://unctad.org/en/Docs/osgdp20091_en.pdf

Ergebnis dieser Asymmetrien, insbesondere bei der Geldschöpfung, wo die Abhängigkeit des pakistanischen Staates vom internationalen Finanzsystem zur Deckung von Haushaltsdefiziten die Banken in ihrer Fähigkeit zur Kreditausweitung einschränkt.

6. Untergeordnete Finanzialisierung durch inklusive Finanzmärkte

Das Wachstum des Schattenbankenwesens in Pakistan, in der Form einer inklusiven Finanzindustrie, veranschaulicht das Wesen der Finanzialisierung im globalen Süden. Insbesondere die Netzwerke und Praktiken des Schattenbankenwesens lenken die Aufmerksamkeit darauf, wie Finanzialisierung über den Aufbau von Währungsreserven sowie eine Fehlinterpretation von Kreditbeschränkungen durch die *Loanable-Funds*-Theorie vermittelt wird. Länder, die Schulden in ausländischer Währung halten, müssen Reserven in Fremdwährungen ansammeln. Dies belastet die Haushaltsmittel und zwingt die Regierung, Kredite bei inländischen Banken aufzunehmen, was wiederum zu einer Verdrängung von Krediten aus dem Privatsektor führt und Inflationsdruck erzeugt. Als Reaktion darauf werden die Zinssätze hochgehalten, was wiederum die Kreditaufnahme weiter einschränkt. Diese Finanzierungslücken schaffen einen Bedarf an finanzieller Inklusion bzw. inklusiven Finanzmärkten.

Jüngste Debatten über endogene Geldschöpfung, insbesondere die *Modern-Money*-Theorie (MMT), haben aus der Perspektive einer souveränen Geldpolitik die Aufmerksamkeit auf diese Ungleichheit gelenkt. Monetäre Souveränität ist vorstellbar als ein Spektrum, in dem einigen Ländern eine größere Vielfalt an politischen Optionen zur Verfügung stehen als anderen (Bonizzi u.a. 2019).¹⁶ Der Fokus dieser Einschränkungen liegt auf der Außenhandelsbilanz, aber auch Inflationsdruck, der sich aus der Währungshierarchie ergibt, ist ein zentrales Hindernis für die geldpolitische Souveränität von Ländern im globalen Süden. Für den MMT-Wissenschaftler Fadhel Kaboub (2017) können solche Finanzierungslücken auf Defizite in der Produktionskapazität in Entwicklungsländern zurückgeführt werden. Konkret gibt es Defizite bei (1) der Nahrungsmittelproduktion und (2) der Energieproduktion. Infolgedessen müssen die Zentralbanken Devisenreserven halten, um

16 Katherina Pistor (2017) stellt fest, dass die einzigen Länder, die monetär souverän sind und die volle Kontrolle über ihre Geldpolitik haben, die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich, Kanada, Japan, die Schweiz, Australien und die Volksrepublik China sind. Dies ist eine bemerkenswert kurze Liste. Alle anderen Länder haben ihre geldpolitische Souveränität aufgegeben, entweder weil sie keine eigene Währung herausgeben oder weil sie Schulden in einer Fremdwährung halten.

Lebensmittel und Energie aus dem Ausland zu einem stabilen Wechselkurs zu bezahlen. Wenn die Währungsreserven nicht groß genug sind, importiert das Land Inflation und die heimische Währung wertet ab.

Kreditengpässe oder inländische Finanzierungslücken im globalen Süden sind also auch mit der Realwirtschaft verbunden. Wie in Abschnitt 4 gezeigt, neigen Haushalte dazu, Bargeld zu meiden, wenn die heimische Währung aufgrund von Inflation an Wert zu verlieren droht, und ziehen es vor, ihr Vermögen in anderen Formen zu halten, darunter in Grund und Boden, Vieh und US-Dollar – diese werden dann zur Ursache von Spekulation (s. Settle 2016). Diese Tendenz wird in der Literatur zur untergeordneten Finanzialisierung im Zusammenhang damit erwähnt, wie die Gesamtnachfrage in finanzierten Volkswirtschaften durch zwei Hauptkanäle aufrechterhalten wird: Vermögenspreisinflation und zunehmende Verschuldung (Bonizzi u.a. 2019). Obwohl im Rahmen dieses Artikels eine weiterführende Diskussion über die Bedeutung der Realwirtschaft ausbleiben muss, ist es sinnvoll darauf hinzuweisen, dass der angebotsgetriebene Inflationsdruck – der über Lebens- und Energiepreise übertragen wird – ebenfalls zu inländischen Finanzierungslücken beiträgt und damit auch einen Bedarf an inklusiven Finanzwesen schafft.

7. Die politische Bedeutung von untergeordneter Finanzialisierung

Die am Beispiel Pakistans hervorgehobenen strukturellen Dynamiken liegen der asymmetrischen Macht zugrunde, die das internationale Währungs- und Finanzsystem auf Entwicklungsländer ausübt. Die politischen Auswirkungen der untergeordneten Finanzialisierung bestehen darin, dass einige Länder strukturell daran gehindert werden, eine kreditfinanzierte Entwicklungsstrategie zu verfolgen. Darüber hinaus erfordern Strategien wie finanzielle Inklusion, dass einheimische Finanzinstitutionen Verbindungen mit dem globalen Schattenbankensystem knüpfen. Diese Muster spiegeln sowohl alte als auch neue Abhängigkeiten wider (s. auch Anil Shah in diesem Heft, S. 179ff). Diesen Abhängigkeiten kann nur durch eine systemische Veränderung des Verhältnisses zwischen Schuldner- und Gläubigerländern entgegengewirkt werden. Ein solches Bestreben würde darauf abzielen, Bedingungen zu schaffen, unter denen Entwicklungsländer ihr heimisches Finanzsystem und ihre Zentralbank nutzen können, um die Kreditschöpfung für Investitionen oder Entwicklungsausgaben zu erhöhen. Damit dies möglich ist, ist es für Länder des globalen Südens notwendig, den Inflationsdruck so weit wie möglich zu kontrollieren. Importierte Inflation – zum Beispiel

durch Lebensmittel- oder Treibstoffkosten – entzieht sich weitgehend der Kontrolle der politischen Entscheidungsträger*innen. Aber Maßnahmen zur Stärkung der Selbstversorgung mit Energie, auch durch grüne Technologien, und der Lebensmittelproduktion können dazu beitragen, den Inflationsdruck zu dämpfen (s. auch Carsten Elsner u.a. in diesem Heft, S. 275ff). Ein stabileres Preisniveau erleichtert der Zentralbank nicht nur eine lockere Geldpolitik. Niedrige Inflation ist auch ein gutes Zeichen für die Stabilität einer Währung. Dies ist wichtig, weil die Politik Teil einer umfassenden Strategie sein muss, um der Kapital- und Vermögensakkumulation in Fremdwährung entgegenzuwirken. Solche Praktiken schwächen das Vertrauen in die heimische Währung und festigen die internationale Währungshierarchie weiter.

8. Schlussfolgerung

In diesem Beitrag habe ich gezeigt, wie der Ruf nach einem inklusiven Finanzwesen eine Reaktion auf inländische Kreditbeschränkungen ist, die als strukturelles Merkmal von Ökonomien des globalen Südens zu verstehen sind. Diese Kreditbeschränkungen werden als inländische Finanzierungslücken interpretiert. Finanzielle Inklusion ist die Antwort auf diese Lücke, wobei heimische Finanzinstitutionen zunehmend in das Schattenbankensystem integriert werden. Während diese Entwicklungsagenda als Maßnahme zur Armutsbekämpfung gilt, so ist sie gleichzeitig Teil des Schattenbankensystems, insbesondere weil sie es internationalen institutionellen Anlegern ermöglicht, Rendite auf den Finanzmärkten des globalen Südens zu erzielen.

Dies spiegelt sich empirisch im pakistanischen Bankensektor wider. Hier wird die Kreditvergabe durch hohe Zinssätze eingeschränkt, die dazu beitragen, den Wert der Landeswährung zu erhalten. Darüber hinaus mindert der Inflationsdruck die Sparneigung privater Haushalte, die Mobilisierung von Einlagen und damit die Kreditvergabe. Weiterhin zwingen Haushaltsdefizite die Regierung, die inländische Kreditaufnahme zu verdrängen, da die Banken dem Staat statt dem Privatsektor Kredite gewähren. Wie in offiziellen Positionspapieren zum Ausdruck kommt, ist finanzielle Inklusion in Pakistan der strategische Versuch, eine Kreditaufnahme anzukurbeln, die durch strukturelle Beschränkungen der Kreditschöpfung unterdrückt wird. Darüber hinaus ist das Mikrofinanzwesen in Pakistan Teil des globalen Schattenbankensystems, in welchem internationale Vermögensverwalter in Entwicklungsländern nach Rendite suchen. Diese Beispiele und Beobachtungen lenken die Aufmerksamkeit auf die spezifische Natur der Finanzialisierung im globalen Süden, die sich aus (1) der räumlichen Organisation

der globalen Geld- und Finanzflüsse und (2) dem ungleichen Zugang zu Finanzmitteln ergibt.

Übersetzung aus dem Englischen: Anil Shah

Literatur

- ADB – Asian Development Bank (2008): Pakistan: Microfinance Sector Development Program. <https://www.adb.org/sites/default/files/project-document/67389/29229-02-pak-pcr.pdf>, letzter Aufruf: 9.8.2021.
- Aitken, Rob (2010): „Ambiguous Incorporations: Microfinance and Global Governmentality“. In: *Global Networks*, Bd. 10, Nr. 2, S. 223-243 (<https://doi.org/10.1111/j.1471-0374.2010.00283.x>).
- Adrian, Tobias, & Adam B. Ashcraft (2012): *Shadow Banking: A Review of the Literature*. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Nr. 580, https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr580.pdf, letzter Aufruf: 22.6.2021.
- Adrian, Tobias, & Hyun Song Shin (2009): „The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation“. In: *Banque de France Financial Stability Review* Nr. 13, S. 1-10 (<https://doi.org/10.2139/ssrn.1441324>).
- Banerjee, Abhijit V., & Esther Duflo (2011): *Poor Economics: A Radical Rethinking of the Way to Fight Global Poverty*. London.
- Bateman, Milford, & Ha-Joon Chang (2012): „Microfinance and the Illusion of Development: From Hubris to Nemesis in Thirty Years“. In: *World Economic Review*, Nr. 1, S. 13-36.
- Beaugrand, Philippe; Boileau Loko & Montfort Mlachila (2002): *The Choice Between External and Domestic Debt in Financing Budget Deficits the Case of Central and West African Countries*. IMF Working Paper, Nr. 02/79, <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/The-Choice-Between-External-and-Domestic-Debt-in-Financing-Budget-Deficits-The-Case-of-15796>, letzter Aufruf: 22.6.2021 (<https://doi.org/10.5089/9781451850215.001>).
- Bonizzi, Bruno (2017): „International Financialisation, Developing Countries and the Contradictions of Privatised Keynesianism“. In: *Economic and Political Studies*, Bd. 5, Nr. 1, S. 21-40 (<https://doi.org/10.1080/20954816.2016.1274517>).
- Bonizzi, Bruno; Annina Kaltenbrunner & Jo Michell (2019): „Monetary Sovereignty is a Spectrum: Modern Monetary Theory and Developing Countries.“ In: *Real-World Economic Review*, Nr. 89, S. 46-61.
- Bortz, Pablo G., & Annina Kaltenbrunner (2018): „The International Dimension of Financialization in Developing and Emerging Economies“. In: *Development and Change*, Bd. 49, Nr. 2, S. 375-393 (<https://doi.org/10.1111/dech.12371>).
- CGAP – Consultative Group to Assist the Poor (2002): *Apex Institutions in Microfinance*. <https://www.cgap.org/research/publication/apex-institutions-microfinance>, letzter Aufruf: 23.4.2021.
- CGAP – Consultative Group to Assist the Poor (2007): *Microfinance Investment Vehicles*. <https://www.cgap.org/research/publication/microfinance-investment-vehicles>, letzter Aufruf: 23.4.2021.
- CGAP – Consultative Group to Assist the Poor (2019): *CGAP Funder Survey 2019*. https://www.cgap.org/sites/default/files/publications/2021_02_Focus_Note_2019_Funder_Survey.pdf, letzter Aufruf: 23.4.2021.

- Cerny, Philip G. (1991): „The Limits of Deregulation: Transnational Interpenetration and Policy Change“. In: *European Journal of Political Research*, Bd. 19, Nr. 2-3, S. 173-196 (<https://doi.org/10.1111/j.1475-6765.1991.tb01185.x>).
- Chen, Juanyi; Amber Y. Chang & Garry D. Bruton (2017): „Microfinance: Where are We Today and Where should the Research Go in the Future?“ In: *International Small Business Journal*, Bd. 35, Nr. 7, S. 793-802 (<https://doi.org/10.1177/0266242617717380>).
- Chick, Victoria (2008): „Could the Crisis at Northern Rock have been Predicted? An Evolutionary Approach“. In: *Contributions to Political Economy*, Bd. 27, Nr. 1, S. 115-124 (<https://doi.org/10.1093/cpe/bzn007>).
- Chick, Victoria, & Sheila Dow (1988): *A Post-Keynesian Perspective on the Relation between Banking and Regional Development*. London.
- Choudhary, M. Ali; Sajawal Khan; Farooq Pasha & Muhammad Rehman (2016): „The Dominant Borrower Syndrome“. In: *Applied Economics*, Bd. 48, Nr. 49, S. 4773-4782 (<https://doi.org/10.1080/00036846.2016.1164824>).
- Cohen, Benjamin J. (1998): *The Geography of Money*. Ithaca, US-NY.
- Collins, Daryl; Jonathan Morduch; Stuart Rutherford & Orlanda Ruthven (2009): *Portfolios of the Poor: How the World's Poor Live on \$2 a Day*. Princeton, US-NJ.
- Dullien, Sebastien (2009): *Central Banking, Financial Institutions and Credit Creation in Developing Countries*. https://unctad.org/en/Docs/osgdp20091_en.pdf, Letzter Aufruf: 14.1.2021.
- Duvendack, Maren; Richard Palmer-Jones; James G. Copestake; Lee Hooper; Yoon Loke & Nitya Rao (2011): What is the Evidence of the Impact of Microfinance on the Well-Being of Poor People? <http://eppi.ioe.ac.uk/cms/Default.aspx?tabid=3178>, letzter Aufruf: 22.6.2021.
- Dymski, Gary A. (2005): „Financial Globalization, Social Exclusion and Financial Crisis“. In: *International Review of Applied Economics*, Bd. 19, Nr. 4, S. 439-457 (<https://doi.org/10.1080/02692170500213319>).
- Dymski, Gary A., & Annina Kaltenbrunner (2016): „How Finance Globalized: A Tale of Two Cities“. In: Erturk, Ismail, & Daniela Gabor (Hg.): *The Routledge Companion to Banking Regulation and Reform*. London, S. 351-372.
- Eichengreen, Barry; Ricardo Hausmann & Ugo Panizza (2003): Currency Mismatches, Debt Intolerance, and the Original Sin: Why They are not the Same and why it Matters. <https://www.nber.org/papers/w10036.pdf>, letzter Aufruf: 14.1.2021 (<https://doi.org/10.3386/w10036>).
- Erturk, Isamil, & Stefano Solari (2007): „Banks as Continuous Reinvention“. In: *New Political Economy*, Bd. 12, Nr. 3, S. 369-388 (<https://doi.org/10.1080/13563460701485599>).
- French, Shaun; Andrew Leyshon & Thomas Wainwright (2011): „Financializing Space, Spacing Financialization“. In: *Progress in Human Geography*, Bd. 35, Nr. 6, S. 798-819 (<https://doi.org/10.1177/0309132510396749>).
- Gabor, Daniela (2021): „The Wall Street Consensus“. In: *Development and Change*, Bd. 52, Nr. 3, S. 429-459, Online Only Version. letzter Aufruf: 20.4.2021 (<https://doi.org/10.1111/dech.12645>).
- Gabor, Daniela, & Sally Brooks (2017): „The Digital Revolution in Financial Inclusion: International Development in the Fintech Era“. In: *New Political Economy*, Bd. 22, Nr. 4, S. 423-436 (<https://doi.org/10.1080/13563467.2017.1259298>).
- Goodhart, Charles A. (2009): „Procyclicality and Financial Regulation“. <https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/09/May/Fic/ief0116.pdf>, letzter Aufruf: 20.4.2021.
- Guttmann, Robert (2017): „The Transformation of Banking“. In: Nesvetailova 2017, S. 25-39.
- Herr, Hansjörg, & Zeynep Nettekoven (2021): „International Money, Privileges and Underdevelopment“. In: Bonizzi, Bruno; Annina Kaltenbrunner & Raquel Ramos (Hg.): *Emerging*

- Economies and the Global Financial System: Post-Keynesian Analysis*, London, S. 116-136 (<https://doi.org/10.4324/9780429025037-12>).
- IWF – Internationaler Währungsfond (2004): „Pakistan: Poverty Reduction Strategy Paper.“ <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2004/cr0424.pdf>, letzter Aufruf: 22.6.2021.
- Jakab, Zoltan, & Michael Kumhof (2015): *Banks are not Intermediaries of Loanable Funds – and Why This Matters*. <https://www.bankofengland.co.uk/working-paper/2015/banks-are-not-intermediaries-of-loanable-funds-and-why-this-matters>, letzter Aufruf: 20.1.2021 (<https://doi.org/10.2139/ssrn.2612050>).
- Jafri, Juvaria (2019): „When Billions Meet Trillions: Impact Investing and Shadow Banking in Pakistan“. In: *Review of International Political Economy*, Bd. 26, Nr. 3, S. 520-544 (<https://doi.org/10.1080/09692290.2019.1608842>).
- Jones, Emily (2020): *The Political Economy of Bank Regulation in Developing Countries: Risk and Reputation*. Oxford (<https://doi.org/10.1093/oso/9780198841999.001.0001>).
- Kaboub, Fadhel (2017): *Why Do Developing Countries Often Have High Inflation? Deficit Owls*. https://youtu.be/HRXjrpJ_g4Q, letzter Aufruf: 26.11.2020.
- Karwowski, Ewa (2018): „Corporate Financialization in South Africa: From Investment Strike to Housing Bubble“. In: *Competition & Change*, Bd. 22, Nr. 4, S. 413-436 (<https://doi.org/10.1177/1024529418774924>).
- Kaurova, Natalia (2017): „The Two Shadow Banking Systems in Russia“. In: Nesvetailova 2017, S. 87-104.
- Kohli, Vineet (2016): „Financial Reforms in an Endogenous Money Economy. The Case of India“. In: *Economic & Political Weekly*, Bd. 51, Nr. 12, S. 87.
- Mader, Phillip (2015): *The Political Economy of Microfinance: Financializing Poverty*. London (<https://doi.org/10.1057/9781137364210>).
- McLeay, Michael; Amar Radia & Ryland Thomas (2014): *Money Creation in the Modern Economy*. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2014/money-creation-in-the-modern-economy>, letzter Aufruf: 20.4.2021.
- MIX – Microfinance Information Exchange (2021). *Publications*. <https://www.themix.org/publications>, letzter Aufruf: 29.7.2021.
- Moe, Thorvald Grung (2017): „Shadow Banking and the Challenges for Central Banks“. In: Nesvetailova 2017, S. 217-237.
- Nesvetailova, Anastasia (Hg.) (2017): *Shadow Banking: Scope, Origins and Theories*. Abingdon (<https://doi.org/10.4324/9781315511610>).
- NFIS – National Financial Inclusion Strategy (2015): *National Financial Inclusion Strategy Pakistan*. <http://www.sbp.org.pk/ACMFD/National-Financial-Inclusion-Strategy-Pakistan.pdf>, letzter Aufruf: 20.4.2021.
- Pagliari, Stefano (2013): „A Wall Around Europe? The European Regulatory Response to the Global Financial Crisis and the Turn in Transatlantic Relations“. In: *Journal of European Integration*, Bd. 35, Nr. 4, S. 391-408 (<https://doi.org/10.1080/07036337.2012.689830>).
- Palan, Ronen, & Duncan Wigan (2017): „The Economy and Deferral and Displacement: Finance, Shadow Banking and Fiscal Arbitrage“. In: Nesvetailova 2017, S. 201-216.
- Pistor, Katherina (2017): „From Territorial to Monetary Sovereignty“. In: *Theoretical Inquiries in Law*, Bd. 18, Nr. 2, S. 491-517 (<https://doi.org/10.1515/til-2017-0022>).
- PMIC – Pakistan Microfinance Investment Company (2020): *About*. <https://pmic.pk/about-us/>, letzter Aufruf: 29.7.2021.
- PMN – Pakistan Microfinance Network (2020): *Review 2019*. <https://pmn.org.pk/publication/>, letzter Aufruf: 29.7.2021.
- Pozsar, Zoltan (2008): „The Rise and Fall of the Shadow Banking System“. In: *Regional Financial Review*, Bd. 44, S. 1-13.

- Pozsar, Zoltan (2013): „Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the US Banking System“. In: *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Bd. 22, Nr. 5, S. 283-318 (<https://doi.org/10.1111/fmii.12013>).
- Rosenberg, Richard; Scott Gaul; William Ford & Olga Tomilova (2013): „Microcredit Interest Rates and Their Determinants: 2004-2011“. In Kohn, Doris (Hg.) *Microfinance 3.0. Reconciling Sustainability with Social Outreach and Responsible Delivery*, Berlin & Heidelberg, S. 69-104 (https://doi.org/10.1007/978-3-642-41704-7_4).
- Roy, Ananya (2010): *Poverty Capital: Microfinance and the Making of Development*. New York, US-NY.
- SBP – State Bank of Pakistan (2020): *Banking Statistics*. <https://www.sbp.org.pk/>, letzter Aufruf: 30.10.2020.
- Settle, Antonia C. (2016): „Locating Financialization in a Less-Developed Economy: Micro Responses to Liberalization and Volatility in Pakistan“. In: *Competition & Change*, Bd. 20, Nr. 2, S. 106-121 (<https://doi.org/10.1177/1024529415623919>).
- Soederberg, Susanne (2014): *Debtfare States and the Poverty Industry: Money, Discipline and the Surplus Population*. London (<https://doi.org/10.4324/9781315761954>).
- Tett, Gillian (2009): *Fool's Gold: How Unrestrained Greed Corrupted a Dream, Shattered Global Markets and Unleashed a Catastrophe*. New York, US-NY.
- Toporowski, Jan (2017): „Why Overcapitalisation Drives Banks into the Shadows“. In: Nesvetailova 2017. Abingdon, S. 181-189.
- Van Waeyenberge, Elisa, & Hannah Bargawi (2016): *Financing Economic Development. Theoretical Debates and Empirical Trends*. <https://ideas.repec.org/p/fes/wpaper/wpaper139.html>, letzter Aufruf: 22.6.2021.
- Weber, Heloise (2002): „The Imposition of a Global Development Architecture: The Example of Microcredit“. In: *Review of International Studies*, Bd. 28; Nr. 3, S. 537-555 (<https://doi.org/10.1017/S0260210502005375>).
- Weltbank (2017): *Maximizing Finance for Development*. <https://www.worldbank.org/en/news/infographic/2018/04/10/maximizing-finance-for-development>, letzter Aufruf: 12.4.2021.
- Yunus, Muhammed (2003): *Banker to the Poor: Micro-lending and the Battle Against World Poverty*. New York, US-NY.
- Zulfiqar, Ghazal (2017): „Financializing the Poor: ‚Dead Capital‘, Women's Gold and Micro-finance in Pakistan“. In: *Economy and Society*, Bd. 46, Nr. 3-4, S. 476-498 (<https://doi.org/10.1080/03085147.2017.1412643>).

Anschrift der Autorin:

Juvaria Jafri

j.jafri@jbs.cam.ac.uk