

CDU/CSU-Fraktion des Deutschen Bundestages – Platz der Republik 1 – 11011 Berlin

An die
Mitglieder der
Arbeitsgruppe
Globalisierung der Finanzmärkte
in der
Enquete-Kommission
Globalisierung der Weltwirtschaft

CDU/CSU-Arbeitsgruppe
„GLOBALISIERUNG“

- Vorsitzender und Sprecher -
HARTMUT SCHAUERTE MdB

- Referent -
DIPL. KFM. STEFAN NEUBAUER

Berlin, 9. November 2001

Thema 7

Entwicklungsfinanzierung

Stellungnahme der CDU/CSU-Bundestagsfraktion
in der Enquete-Kommission

In Zusammenarbeit mit der
Konrad-Adenauer Stiftung
(Prof. Dr. Hans R. Hemmer, Universität Gießen)

CDU/CSU-Bundestagsfraktion in der Enquete-Kommission
„Globalisierung der Weltwirtschaft“

Entwicklungsfinanzierung

I. Liberalisierung des Kapitalverkehrs

(1) Wichtige Globalisierungsimpulse stellen die zunehmende Abschaffung von Devisenbewirtschaftungsmaßnahmen und die Liberalisierung der Finanzmärkte in vielen Ländern dar. Der weltweite Trend zum staatlich unreglementierten Zahlungsverkehr sowie die schrittweise Liberalisierung und Sicherung der Konvertibilität der Währungen seit dem Zweiten Weltkrieg haben die internationale Tauschwirtschaft um eine internationale Zahlungsgemeinschaft ergänzt. Der Abbau von Kapitalverkehrskontrollen, die Abschaffung staatlich festgelegter Zinshöchstgrenzen sowie die Freigabe des Bankensektors für die inländische und ausländische Privatwirtschaft in vielen Ländern haben wesentlich dazu beigetragen, dass ein zunehmend ungehindert weltweiter Marktzugang zu den Finanzmärkten und somit ein freier Kapitalverkehr über Ländergrenzen hinweg realisiert wird. Die durch diese Liberalisierungsschritte hervorgerufene Senkung der Transaktionskosten ist ein essentieller Impuls für die Ausdehnung der internationalen Arbeitsteilung gewesen [*Hasse* (1996), S. 294].

II. Wachstum des internationalen Kapitalverkehrs

(1) Während in der Vergangenheit im Rahmen von Globalisierungsbetrachtungen vornehmlich auf das Wachstum des Außenhandels und der Direktinvestitionen abgestellt wurde, hat die Integration der Finanzmärkte seit Anfang der neunziger Jahre einen bedeutenden Platz im Globalisierungsprozess eingenommen. Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs, effizientere Kapitalabsorptions- und Kapitalallokationstechniken, der verstärkte Einsatz moderner Kommunikationstechnologie und ein wachsendes privates Anlagevermögen haben weltweit einen Investitionspool von mehreren Billionen Dollar kreiert [*Word Bank* (2000), S. 70]. Neben dem wachsenden Kapitalaustausch zwischen Industrieländern ist auch ein rasanter Anstieg der Kapitalströme von Industrieländern in Entwicklungsländer zu beobachten. Neben den Direktinvestitionen interessieren hierbei v.a. die ausländischen Finanzströme über Kapitalmärkte. Hierzu zählt Finanzkapital in Form von Anleihen, Bankkrediten und Aktienportefeuilles. Im Gegensatz zu Direktinvestitionen begründen diese Finanzanlagen im Regelfall keinen Einfluss auf die Geschäftstätigkeit von Unternehmen. Sie erfolgen ausschließlich nach Rendite- und Risikogesichtspunkten. Hierzu zählen die

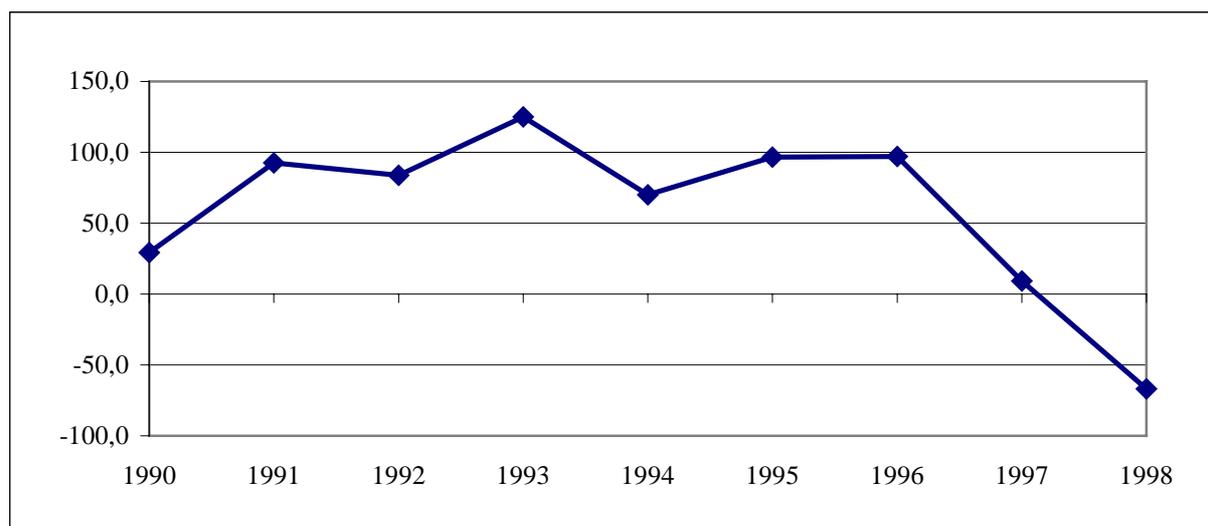
festen oder variablen Verzinsung, die Gewinnmöglichkeiten aus erwarteten Kursbewegungen am Wertpapiermarkt und Überlegungen zur Risikodiversifikation.

(2) Die Netto-Kapitalströme¹, die von 1990 bis 1996 in Entwicklungsländer flossen, haben sich mehr als verdreifacht. Während 1990 die Netto-Kapitalzuflüsse 29,3 Mrd. \$ betragen, verzeichneten sie 1996 ein Niveau von 97,1 Mrd. \$ [vgl. Abbildung C.17].

Mit der Asienkrise 1997 kam es jedoch zu einer starken Reduktion der Kapitalströme. Seitdem sind die Finanzmärkte vieler Entwicklungsländer durch einen massiven Kapitalabzug der Investoren aus den Krisenregionen geprägt. Für die Entwicklungsländer insgesamt resultiert für das Jahr 1998 ein Kapitalabfluss in Höhe von 66,8 Mrd. \$ [IMF (1999), S. 92]. Die Netto-Kapitalströme haben damit 1998 ihren tiefsten Stand des letzten Jahrzehnts erreicht. Dieser Trend setzte sich auch 1999 fort, wenn auch nicht im gleichen Ausmaß [World Bank (1999), S. 36].

¹ Ausländische Direktinvestitionen sind hier nicht berücksichtigt.

Abbildung C.17: Netto-Kapitalströme in Entwicklungsländer in Mrd. \$

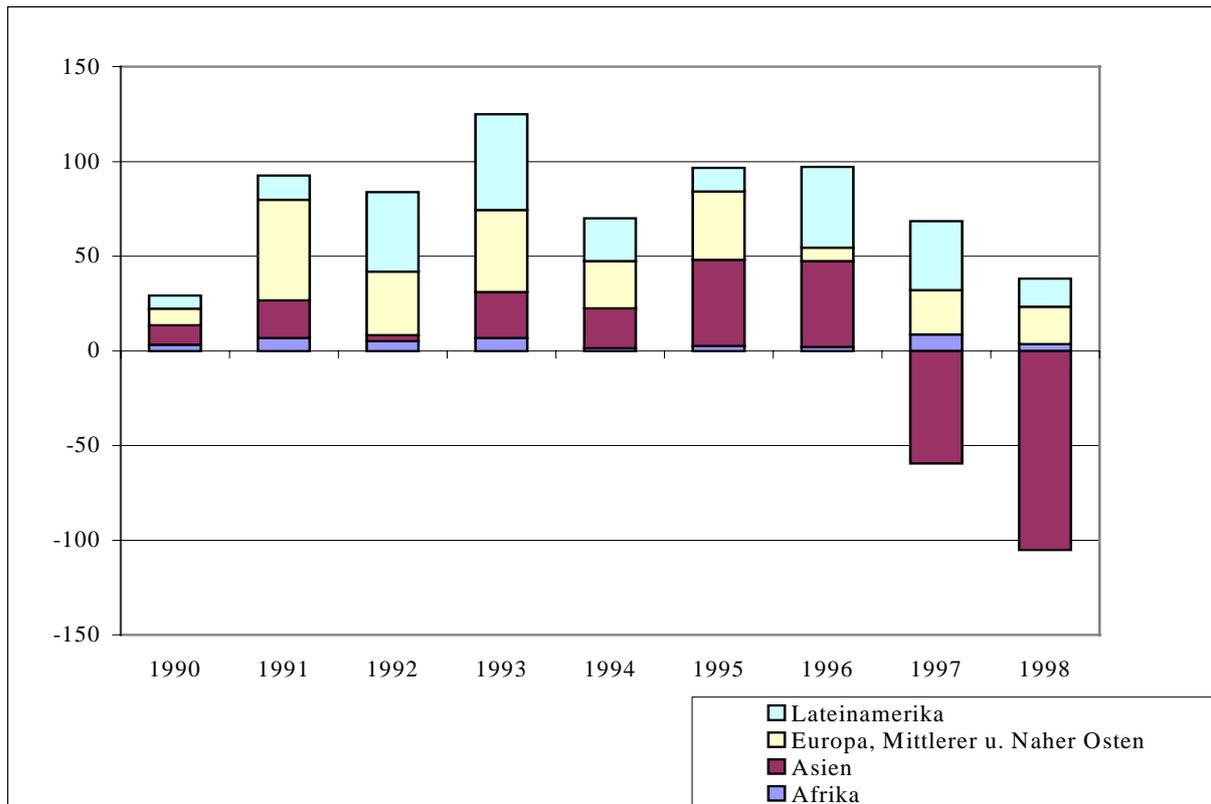


Quelle: IMF (1999), S. 92

(3) Unterzieht man die Gruppe der Entwicklungsländer einer detaillierten Betrachtung, so ist festzustellen, dass nicht alle Entwicklungsländer gleichmäßig von der Öffnung der Finanzmärkte profitiert haben, sich im Gegenteil ein starkes Gefälle hinsichtlich der regionalen Verteilung zeigt. Während bis zur Asienkrise Lateinamerika, Asien und die Entwicklungsländer in Europa sowie im Mittleren und Nahen Osten in erheblichem Umfang privates Kapital akquirieren konnten, sind die afrikanischen Länder im Wesentlichen von dieser Entwicklung ausgenommen. Durchschnittlich konnte dieser Kontinent lediglich 4,5 Mrd. \$ privater Nettokapitalströme pro Jahr im Zeitraum von 1990 bis 1998 auf sich ziehen. Im Vergleich dazu waren es 27,8 Mrd. \$ jährlich in Europa, Mittlerer und Naher Osten sowie 26,8 Mrd. \$ in Lateinamerika. Betrachtet man die Zeit bis zur Asienkrise 1997, betrug die Kapitalzuflüsse in Asien im Jahresdurchschnitt 24,2 Mrd. \$. Wie bereits festgestellt, kam es mit der Asienkrise zu einem massivem Abzug von privatem Kapital sowohl in Asien als auch in Lateinamerika. Asien hatte 1998 einen Kapitalabzug von 105 Mrd. \$ zu verzeichnen. Das ist mehr als Asien in den Spitzenjahren 1995 und 1996 zusammen an privatem Kapital akquirieren konnte [vgl. Abbildung C.18].

(4) Aber auch innerhalb dieser Entwicklungsländergruppen lassen sich starke Heterogenitäten hinsichtlich der Kapitalakquisition feststellen. In Asien halten fünf Länder (China, Indien, Korea, Taiwan, Thailand) den Hauptanteil an den Kapitalströmen. In Lateinamerika konzentrieren sich die Portfolioinvestitionen und Bankkredite im Wesentlichen auf die Länder Brasilien, Argentinien und Mexiko, während Südafrika den Großteil in Afrika auf sich vereint. Hinsichtlich der Region Europa, Mittlerer und Naher Osten dominiert die Russische Föderation als Hauptrezipient von ausländischen Kapitalströmen [UNCTAD (1998), S. 17].

Abbildung C.18: Regionale Verteilung der privaten Kapitalströme in Mrd. \$



Quelle: IMF (1999), S. 92

(5) Betrachtet man die Zusammensetzung der privaten Kapitalströme, so ist festzustellen, dass Aktien- und Anleiheinvestitionen den größeren Teil an den Kapitalströmen ausmachen. Bankkredite (inklusive syndizierter Kredite², Handelskredite u.a.) spielen eher eine untergeordnete Rolle, haben aber infolge der Asienkrise bedeutend stärker abgenommen. Hinsichtlich der Volatilität der Kapitalströme ist auffällig, dass sowohl die Aktien- und Anleihen als auch die privaten Kredite hohen Schwankungen ausgesetzt sind. Letztere haben gleichzeitig bedeutend stärker infolge der Asienkrise abgenommen [vgl. Abbildung C.19].

(6) Von der hohen Volatilität der privaten Kapitalströme sind die regionalen Gruppierungen der Entwicklungsländer (Asien, Afrika, Lateinamerika sowie Europa, Mittlerer und Naher Osten) gleichermaßen betroffen [UNCTAD (1998b), S. 15]. Die Entwicklungsländergruppe mit den höchsten Kapitalzuflüssen variierte über die neunziger Jahre. Während 1991 Europa sowie Naher und Mittlerer Osten die meisten privaten Kapitalströme auf sich ziehen konnten (53,2 Mrd. \$, entspricht einem Anteil von 57 Prozent der gesamten Kapitalzuflüsse in Entwicklungsländer 1991), war 1992 Lateinamerika der Spitzenreiter mit 42 Mrd. \$. In

² Syndizierung bedeutet die Aufteilung eines Großkredits auf ein Bankenkonsortium. Bei internationaler Kreditvergabe besteht das Bankenkonsortium aus Banken verschiedener Länder [Pausenberger/Nassauer (1999), S. 26].

den Jahren 1995 und 1996 dominierte Asien in der Anziehung ausländischen Privatkapitals.

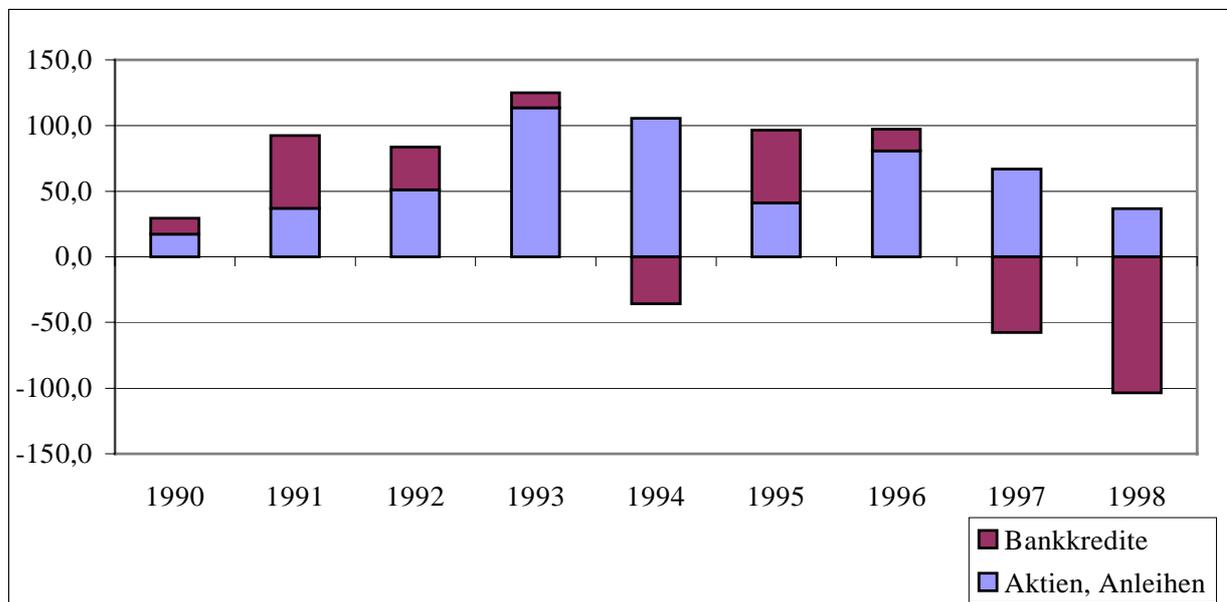


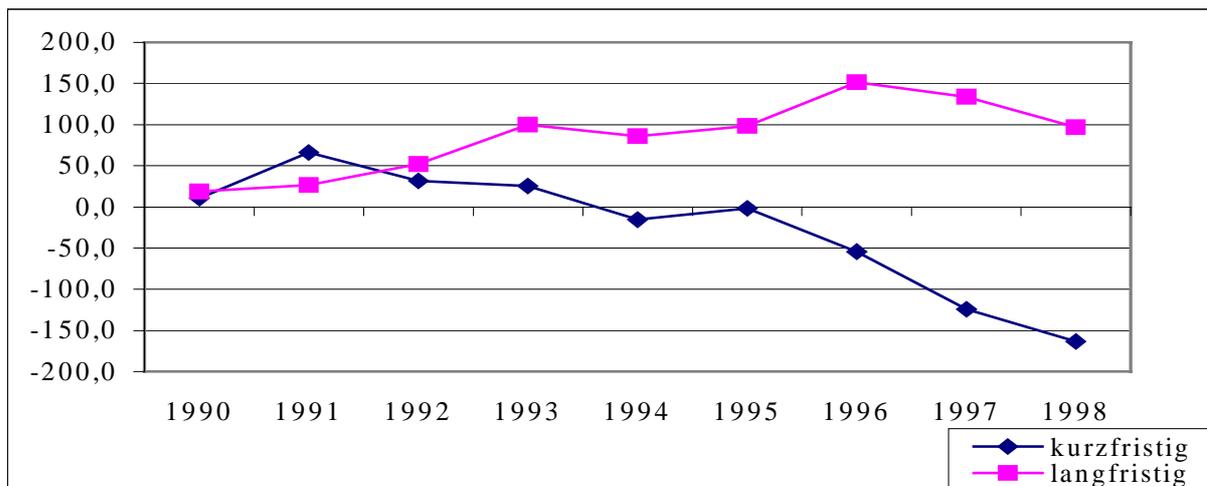
Abbildung C.19: Richtung und Art der privaten Netto-Kapitalströme in Entwicklungsländer

Quelle: IMF (1999), S. 92

(7) Unternimmt man, trotz nicht unproblematischer Abgrenzung [World Bank (1999), S. 37], den Versuch, hinsichtlich der Laufzeit der Finanztitel zu unterscheiden, kann man feststellen, dass die langfristigen Kapitalströme (Laufzeit länger als ein Jahr) einen stetigen Anstieg zu verzeichnen haben und von der Asienkrise verhältnismäßig unberührt scheinen. Hingegen zeigen die kurzfristigen Finanzströme bereits seit 1991 einen leichten und seit 1995 einen kontinuierlich starken Abwärtstrend [vgl. Abbildung C.20].

Abbildung C.20: Private Kapitalströme nach Laufzeiten in Mrd. \$

Quelle: World Bank (1999), S. 36



Während sich die kurzfristigen Aktien- und Anleihenströme in Entwicklungsländer seit 1995 um minus 20 Mrd. \$ bewegen, ist der Rückgang der kurzfristigen Kapitalströme auf stark fallende Kredite zurückzuführen. Sie betragen 1998 minus 145 Mrd. \$ [World Bank (1999), S. 36].

(8) Geradezu explodiert ist der Handel mit Finanzderivaten, z.B. *Swaps*, Optionen und *Futures*. Diese Finanztitel leiten ihren Wert aus einem zugrunde liegenden Wertpapier, z.B. einer Aktie oder einer Anleihe, ab. Sie werden hauptsächlich von institutionellen Anlegern aus Gründen der Risikoabsicherung eingesetzt. Wurden 1986 weltweit eine Anzahl von 315 Mio. Verträgen über Finanzderivate an organisierten Börsen gehandelt, so waren es 1998 1,3 Mrd. [IMF (1999), S. 46].

III. Entwicklungswirtschaftliche Folgen des Wachstums des internationalen Kapitalverkehrs

Auswirkungen auf Produktionsvolumen und -struktur

(1) Während die Finanzmärkte der Industrieländer bereits einen hohen Liberalisierungs- und Integrationsgrad erreicht haben und somit der Kapitalaustausch zwischen diesen Ländern auf hohem Niveau erfolgt, waren die Finanzmärkte der meisten Entwicklungsländer infolge nationaler Abschottungspolitik lange Zeit von dieser Entwicklung ausgenommen. Kapitalzuflüsse als auch Kapitalabflüsse wurden durch Kapitalverkehrskontrollen verhindert. Das inländische Zinsniveau resultierte aus staatlich festgelegten Höchstgrenzen, die unter dem Marktniveau lagen. Die Transaktionskosten waren infolge staatlich kontrollierter und nach monopolistischer Struktur organisierter Banksektoren entsprechend hoch; notwendige Finanzinstrumente waren nur gering entwickelt oder fehlten gänzlich. Aus dieser

Unterentwicklung der Finanzmärkte resultierte in vielen Entwicklungsländern ein nur geringes Spar- und Investitionsvolumen, das einem schnellen wirtschaftlichen Wachstum entgegensteht.

(2) Mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs und somit der Einbindung der nationalen Finanzmärkte in das internationale Finanzsystem werden staatlich regulierte Finanzbeziehungen durch Marktbeziehungen substituiert. Die resultierenden freien Kapitalbewegungen über Ländergrenzen hinweg, der ungehinderte Marktzugang zu den Finanzmärkten und die uneingeschränkte Handelbarkeit von Finanzinstrumenten führen dazu, dass Ersparnisse weltweit in ihre produktivsten Verwendungen fließen können, d.h. in die Länder und Projekte, in denen die Grenzproduktivität des Kapitals am höchsten ist. Nach neoklassischer Auffassung ist die Grenzproduktivität des Kapitals um so größer, je niedriger die gesamtwirtschaftliche Kapitalintensität ist. Da die Entwicklungsländer im internationalen Vergleich relativ kapitalarm, die Industrieländer hingegen relativ kapitalreich sind, besteht nach dieser Konzeption ein Grenzproduktivitätsgefälle des Kapitals zwischen Entwicklungs- und Industrieländern. Treten die erwarteten Kapitalbewegungen von Orten niedriger Grenzproduktivität zu Orten hoher Grenzproduktivität ein, wird Kapital von Industrieländern in kapitalarme Entwicklungsländer transferiert und kann dort einen beschleunigten Wachstumsprozess in Gang setzen. Kapitalbewegungen lassen sich jedoch nicht allein auf unterschiedliche Grenzproduktivitäten zurückführen. Sie sind ebenso abhängig von politischer Stabilität, Wechselkursrisiken, rechtlichen Rahmenbedingungen etc. eines Landes. Berücksichtigt man diese Faktoren, werden die Chancen einer erfolgreichen Kapitalakkumulation vieler Entwicklungsländer, insbesondere in Afrika, pessimistisch eingeschätzt.

(3) Die umfangreichen Kapitalimporte, die viele Entwicklungs- und Schwellenländer in den letzten Jahren attrahieren konnten, versehen diese Länder mit einer Kapitalverfügbarkeit, die über das Niveau der inländischen Ersparnis hinaus geht. Sie versetzen ein Land in die Lage, kurzfristig mehr ausgeben zu können als produziert wurde. Die wirtschaftlichen Effekte dieses Kapitals hängen entscheidend von dessen Verwendungszweck ab, wie anhand der Auswirkungen auf die Zahlungsbilanz eines Landes leicht festzustellen ist. Kapitalimporte erhöhen die Aktivseite der Kapitalbilanz und führen somit tendenziell zu Kapitalbilanzüberschüssen. Dieser Effekt schlägt sich auch positiv in der Zahlungsbilanz eines Landes insgesamt nieder. Die Verwendung des zusätzlichen ausländischen Kapitals hat wiederum Auswirkungen auf die Leistungsbilanz eines Landes. Zusätzliche Investitionsausgaben im Exportsektor führen in der Zukunft tendenziell zu Leistungsbilanzüberschüssen, steigende Konsumausgaben für Importgüter verschlechtern hingegen die Leistungsbilanz eines Landes. Somit können die positiven Effekte der Kapitalzuflüsse auf die Zah-

lungsbilanz zum einen verstärkt, zum anderen aber auch kompensiert, im Extremfall sogar überkompensiert werden.

(4) Zur Erörterung dieser Problematik wird modellhaft eine Volkswirtschaft mit einem Exportsektor, einem Importsektor und einem Sektor international nicht handelbarer Güter betrachtet. Die Nachfrage nach international handelbaren und nicht handelbaren Gütern ist einkommenselastisch und das Produktionspotenzial kurzfristig konstant [*Schnatz* (1996), S. 11 f.]. Das mit gesteigener Kapitalverfügbarkeit erhöhte Einkommen (z.B. durch private Kreditaufnahme) führt zu einer Nachfragerhöhung hinsichtlich handelbarer und nicht handelbarer Güter. Wird in diesem Fall von Entwicklungshilfe ohne Rückzahlungsansprüche abgesehen, entstehen mit den Kapitalzuflüssen Zahlungsverpflichtungen in unterschiedlicher Form (Zinsen, Rendite, Unternehmenswertsteigerungen) gegenüber dem Ausland.

(5) Empirische Studien zeigen, dass die Entwicklungsländer in ihren Exportgütersektoren die bedeutendsten Produktivitätssteigerungen realisieren. Werden die Kapitalzuflüsse daher in den Exportsektor investiert, kann davon ausgegangen werden, dass das entsprechende Land wirtschaftliches Wachstum realisiert. Auch für vor- und nachgelagerte Wirtschaftszweige sind positive Effekte zu erwarten. Mit den erwirtschafteten Devisen lassen sich sowohl die Zahlungsverpflichtungen tätigen als auch weitere Investitionen in den Exportbereich, aber auch in andere Wirtschafts- und Gesellschaftsbereiche realisieren, z.B. in Bildung und Ausbildung der Bevölkerung. Als problematisch kann sich hierbei allerdings die Entwicklung der Weltmarktpreise für die entsprechenden Exportgüter herausstellen. Von sinkenden Weltmarktpreisen sind oftmals Länder betroffen, deren Exportgüter im Wesentlichen Rohstoffe darstellen.

(6) Einfluss auf die Produktivität eines Unternehmens kann auch die Art der Kapitalzuführung haben. Kapitalzufuhr in Form von Eigenkapital kann hierbei produktivitätsfördernd wirken [*Fischer* (1995), S. 13 f.]. Der resultierende gestiegene Eigenkapitalanteil am Gesamtkapital der Unternehmen verringert den Verschuldungsgrad und verbessert gleichzeitig das Risikoprofil der Unternehmen. Somit steht den Unternehmen eine gestiegene Liquidität zur Durchführung von Investitionen zur Verfügung. Außerdem führt die erhöhte Eigenkapitalbasis zu verbesserten Aufnahmemöglichkeiten von Fremdkapital, die wiederum zu neuen Investitionen führen können. Gleichzeitig wird die Anfälligkeit des Unternehmens gegenüber Zins- und Gewinnschwankungen reduziert. Die Anwesenheit ausländischer Investoren mit ihrer konsequenten Orientierung auf Renditegewinne kann disziplinierend auf das Management einwirken und somit die Erfolgchancen erheblich verbessern. Hierbei ist im Wesentlichen die disziplinierende Rolle der institutionellen Anleger hervorzuhe-

ben. Empirische Studien zeigen, dass in Entwicklungsländern Eigenkapital eine weitaus wichtigere Finanzierungsquelle darstellt als in Industrieländern [Fischer (1995), S. 16 und Menkhoff (1996), S. 66]. Der mit der steigenden Nachfrage nach Unternehmensanteilen und den verbesserten Gewinnaussichten einhergehende steigende Aktienkurs gibt dem Unternehmen auch längerfristig die Möglichkeit, Eigenkapital zu günstigen Konditionen am Aktienmarkt aufzunehmen. Voraussetzung für die Langfristigkeit dieser Entwicklung ist, dass der Aktienkurs auf Fundamentaldaten beruht und nicht nur Ausdruck spekulativer Anlageentscheidungen ist.

(7) Gehen die Kapitalzuflüsse einher mit einer infolge neuer Möglichkeiten privater Kreditaufnahme gestiegenen Nachfrage nach Inlandsprodukten, lassen sich weitere positive Wachstumseffekte realisieren. Viele Entwicklungsländer haben lange Zeit die Strategie einer rationierten Kreditvergabe verfolgt. Kredite wurden ausschließlich an exportierende Unternehmen vergeben. Korea war ein typischer Vertreter dieser Politik. Die Kreditvergabe an andere Wirtschaftszweige wie auch die private Kreditvergabe wurden blockiert. Der Rückzug des Staates aus dem Bankensektor und somit auch aus der Kreditvergabepolitik ermöglicht es nun auch anderen Wirtschaftszweigen sowie den privaten Haushalten, Kredite aufzunehmen. Je nach Verwendungsart der Kredite kommt es dadurch zu einer Verbesserung oder Verschlechterung der Leistungsbilanz:

- a) Werden damit zusätzliche wachstumsfördernde private und unternehmerische Investitionen im Exportsektor stimuliert, so kommt es zu einer Verbesserung der Leistungs- und Zahlungsbilanz des Entwicklungslandes.
- b) Werden damit hingegen überwiegend Importe finanziert (z.B. bei Konsumentenkrediten), so resultiert daraus ein entsprechendes Leistungsbilanzdefizit; es entstehen unmittelbare Zahlungsverpflichtungen gegenüber dem Ausland.

(8) Damit wird eine investive Verwendung der Kapitalzuflüsse unumgänglich, um den entstandenen Zahlungsverpflichtungen in Zukunft nachkommen zu können. Werden die notwendigen Investitionen nicht getätigt, das einfließende Kapital lediglich für konsumtive Zwecke verwendet, besteht die Gefahr des Abzugs des ausländischen Kapitals, einhergehend mit einer Zahlungsunfähigkeit der Unternehmen bzw. des Landes und somit einer weiteren Verschuldung. Die resultierende Verschuldungsspirale, wie man sie in vielen armen Entwicklungsländern beobachten kann, mag ein Zeichen unzweckmäßiger Verwendung der Kapitalzuflüsse sein. Die Problematik der resultierenden, nicht zu bewältigenden Zahlungsverbindlichkeiten schlägt sich aktuell in der Diskussion um den von vielen Gruppen geforderten Schuldenerlass für diese Entwicklungsländer nieder.

(9) Die gestiegenen Importe setzen einen Preisanpassungsprozess zwischen handelbaren und nicht handelbaren Gütern in Gang. Geht man von gegebenen Weltmarktpreisen aus, erfolgt diese Anpassung durch eine nominale Aufwertung und/oder Preissteigerung im Sektor nicht handelbarer Güter. *Ceteris paribus* kommt es unabhängig vom Wechselkursystem zu einer realen Währungsaufwertung, die Veränderungen in der intersektoralen Ressourcenallokation im Entwicklungsland nach sich ziehen kann. Geht die Währungsaufwertung nicht mit einer entsprechenden Produktivitätssteigerung einher, führt sie zum einen zu einer Verschlechterung der Wettbewerbspositionen der Sektoren, die Exportgüter und Importsubstitute produzieren. Daraus folgt eine Produktionsverlagerung zu Gunsten des Sektors nicht handelbarer Güter. Entwicklungspolitisch ist das jedoch kritisch zu betrachten, denn empirische Studien zeigen, dass gerade in dem Exportgütersektor die bedeutendsten Produktivitätssteigerungen realisiert werden. Verstärkt wird die wirtschaftspolitische Relevanz dieser Zusammenhänge, wenn die ausländischen Kapitalimporte einen nur kurzfristigen Zeithorizont aufweisen.

(10) Die mit den massiven Kapitalzuflüssen und den Preissteigerungen einhergehende Aufwertung des Wechselkurses wird oftmals verstärkt durch spekulative Attacken auf die Währung. Antizipieren Devisenspekulanten den Aufwertungsdruck, wollen sie von dem steigenden Wechselkurs profitieren. Sie verstärken ihre Nachfrage nach der Inlandswährung und tragen somit zur Aufwertung bei. Die Folge ist eine fortschreitende Währungsaufwertung, ohne eine entsprechende Produktivitätssteigerung. Das birgt erhebliches Gefahrenpotenzial für das Entwicklungsland. Zum einen ist die Verschlechterung des Exportbereichs, der oftmals den wichtigsten Wirtschaftsbereich darstellt, ab einem bestimmten Punkt nicht mehr zu halten. Wirtschaftspolitisch motiviert kommt es zu einer Abwertung der Währung. Zum anderen streben die Spekulanten danach, ihre Währungsgewinne zu realisieren, und reagieren mit dem Verkauf der Währung. Aufgrund der mit dem Verkauf einsetzenden Währungsabwertung folgen weitere Spekulanten mit dem Verkauf ihrer Währungspositionen. Die Folge ist eine Abwertungswelle, die das Inland in massive Zahlungsschwierigkeiten bringen kann, sofern die positiven Effekte aus dem verbesserten Exportbereich die steigenden Verbindlichkeiten in Auslandswährung nicht abdecken können. Eine Verschlechterung der Zahlungsbilanz ist die Folge.

(11) Diese realwirtschaftlichen Stabilitätsprobleme infolge massiver Kapitalzuflüsse zeigten sich in Mexiko Mitte der neunziger Jahre [*Fischer/Schnatz* (1996)]. In der Zeit von 1989 bis Ende 1993 konnte Mexiko die Zuflüsse ausländischer Portfolio- und Direktinvestitionen fast

verzehnfachen.³ Die Portfolioinvestitionen nahmen hierbei mit 28 Mrd. \$ im Jahre 1993 den größten Anteil ein. Sie waren damit fast sechsmal höher als die ausländischen Direktinvestitionen. Die Kapitalbilanz wies 1993 einen Überschuss von 30,5 Mrd. \$ auf. Diese massiven Kapitalzuflüsse aus dem Ausland führten zu einer stetigen Aufwertung des mexikanischen Pesos. Einen Indexwert des realen Wechselkurses⁴ von 100 im Dezember 1987 zu Grunde gelegt, entsprach der reale Wechselkurs Ende 1993 einem Indexwert von 211. Diese Pesoaufwertung zog eine intersektorale Neuallokation der Ressourcen in Mexiko nach sich. In den Jahren 1992 und 1993 verzeichnete der Sektor nicht handelbarer Güter, verkörpert durch das Baugewerbe, ein überdurchschnittliches Wachstum. Die verarbeitende Industrie, die den Sektor handelbarer Güter darstellt, verbuchte 1993 hingegen einen Produktionsrückgang von 1,5 Prozent. Insgesamt war der reale Sektor durch ein sinkendes Wachstum des BIP gekennzeichnet.⁵ Die nicht durch fundamentale ökonomische Daten gerechtfertigte Pesoaufwertung⁶ führte eine Vielzahl von Unternehmen im verarbeitenden Sektor in den Konkurs.

Die mexikanische Wirtschaft konnte die erheblichen ausländischen Kapitalzuflüsse nicht für ein wirtschaftliches Wachstum nutzen. Neben der Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Sektors handelbarer Güter war eine weitere Ursache dafür eine primär konsumtive Verwendung der ausländischen Kapitalströme. Der Anteil der Konsumentimporte an den Gesamtimporten hat sich in dem Zeitraum von 1987 bis 1993 von 4,1 Prozent auf 12 Prozent erhöht. Die ausländischen Kapitalzuflüsse führten in Mexiko hingegen nur unwesentlich zu einer Ausweitung der privaten Investitionstätigkeit. Die inländischen Investitionen haben sich im Zeitraum von 1987 bis 1993 nur geringfügig erhöht. Die inländische Bruttoinvestition betrug 1987 19,3 Prozent vom BIP und 1993 21,6 Prozent. Die inländische Ersparnis ist in diesem Zeitraum hingegen von 21,6 Prozent vom BIP auf 13,7 Prozent gesunken [*IMF* (1999)]. Diese negative Entwicklung der inländischen Sparquote spricht dafür, dass die ausländischen Kapitalzuflüsse die inländische Ersparnis sub-

³ 1989 betragen die Portfolio- und Direktinvestitionen weniger als 4 Mrd. \$, Ende 1993 vereinnahmten diese Kapitalströme 33 Mrd. \$.

⁴ Der reale Wechselkurs wurde auf Grundlage des mexikanischen Konsumentenpreisindex, des amerikanischen Großhandelspreisindex und des nominalen Wechselkurses des Pesos gegenüber dem Dollar ermittelt.

⁵ Das reale Wachstum des BIP sank von 1990 bis 1993 von 4,5 Prozent auf 0,6 Prozent [*IMF* (1995)].

⁶ Die Überbewertung des Pesos wurde von internationalen Investoren 1994 auf 20 bis 35 Prozent geschätzt.

stituierten und somit zu höheren Konsumausgaben in Mexiko führten. Der sinkende Exportbereich und die gestiegenen Importe führten 1993 zu einem Leistungsbilanzdefizit von -23,4 Mrd. \$.

Die sinkende Wettbewerbsfähigkeit der mexikanischen Wirtschaft sowie Devisenspekulationen gegen den Peso zwangen Ende 1994 zunächst zur Abwertung der oberen Bandbreite des Peso/\$-Wechselkurses und kurze Zeit später zur vollkommenen Freigabe des Peso-Kurses. Innerhalb weniger Wochen büßte die mexikanische Währung rund die Hälfte ihres Wertes ein. Eine Zahlungsunfähigkeit Mexikos konnte nur durch unverzügliche internationale Unterstützung verhindert werden.

Das Beispiel Mexiko macht zum einen deutlich, dass die feste Anbindung des Peso an den \$ zu erheblichen Stabilitätsproblemen geführt hat. Langfristig lässt sich die Freigabe der Währung nicht vermeiden. Zum anderen zeigt sich, dass eine investive Verwendung der Kapitalzuflüsse sowohl aus wachstums- und stabilitätspolitischer Sicht als auch hinsichtlich einer zukunftssträchtigen Verschuldungspolitik von entscheidender Bedeutung ist. Die überwiegend konsumtive Verwendung der ausländischen Kapitalzuflüsse führte zu keinen nachhaltigen Wachstumsimpulsen für die mexikanische Wirtschaft. Sie führten im Gegenteil zu massiven stabilitätspolitischen Problemen und verhinderten eine dauerhaft positive Entwicklung der mexikanischen Wirtschaft.

(12) Eine weitere Einflussgröße auf das Investitionsverhalten eines Unternehmens stellen seine Kapitalkosten dar. Kapitalkosten spiegeln die geforderte Rendite wider, die ein Unternehmen mindestens erwirtschaften muss, damit Kapitalgeber in das Unternehmen investieren. Kapitalkosten sind somit als sog. „*hurdle rate*“ für ein Unternehmen zu sehen, um externes Kapital akquirieren zu können. Hohe Kapitalkosten verschlechtern den Kapitalwert⁷ einer Investition bzw. den Marktwert⁸ eines Unternehmens. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht kann bei Unternehmen, die Projekte gleichen Risikos verfolgen, das Unternehmen mit höheren Kapitalkosten weniger Projekte realisieren. Gesamtwirtschaftlich be-

⁷ Der Kapitalwert einer Investition stellt den zu Kapitalkosten diskontierten Wert aller zukünftigen Einzahlungsüberschüsse dieser Investition dar. Ist der Kapitalwert positiv, wird mit dieser Investition Wert geschaffen. Die tatsächlich erwirtschaftete Rendite dieser Investition liegt über den Kapitalkosten. Beträgt der Kapitalwert einer Investition null, wird mit dieser Investition weder Wert geschaffen noch Wert vernichtet. Investitionen mit negativem Kapitalwert sind c.p. nicht durchzuführen, denn Investitionen mit negativem Kapitalwert sind wertvernichtend.

⁸ Der Marktwert entspricht den zu Kapitalkosten diskontierten zukünftigen Einzahlungsüberschüssen eines Unternehmens insgesamt. Die Bedeutung der unterschiedlichen Ausprägungen eines Marktwertes entspricht der des Kapitalwertes.

trachtet wird es in einem Land mit vergleichsweise hohen Kapitalkosten weniger Projekte mit positivem Kapitalwert geben. Infolge der damit einhergehenden geringeren Investitionstätigkeit führen die hohen Kapitalkosten zu einem geringeren Wirtschaftswachstum als in dem Land mit vergleichsweise niedrigeren Kapitalkosten.

Kapitalkosten hängen zum einen von den Spezifika des entsprechenden Unternehmens ab (Verschuldungsgrad, Verschuldungsbedingungen, Risiko des Unternehmens). Zum anderen werden die Kapitalkosten auch durch die nationalen Finanzmarktbedingungen bestimmt. Hohe Transaktionskosten (Steuern auf Wertpapiertransaktionen, hohe *Spreads*⁹, fehlende Konkurrenz von Börsenmaklern), Regulierungsbarrieren (Besteuerung von Kapitalerträgen, Beschränkung der Höhe des Aktienbesitzes von Ausländern), Informationsdefizite, einhergehend mit geringen Publizitätspflichten der Unternehmen, kleine Finanzmärkte mit resultierendem geringen Marktkapitalisierungsvolumen sind nur einige gesamtwirtschaftliche Faktoren, die die Kapitalkosten beeinflussen. Jedoch gerade Entwicklungsländer sind durch diese Barrieren gekennzeichnet. Das lässt vermuten, dass die Kapitalkosten in Entwicklungsländern vergleichsweise hoch ausfallen. Daraus resultieren Investitionsnachteile. Mit der Liberalisierung der Finanzmärkte und der daraus resultierenden Integration in das internationale Finanzsystem lassen sich die Kapitalkosten senken und neue Wachstumsimpulse induzieren.

(13) Ein für nachhaltiges Wirtschaftswachstum bedeutendes Faktum ist der Anlagehorizont der Investoren und damit einhergehend die Stabilität der Kapitalströme. Im Rahmen der empirischen Untersuchung haben wir jedoch festgestellt, dass gerade Portfolioinvestitionen einen bedeutenden Anteil an kurzfristigen Kapitalströmen aufweisen. Gleichzeitig sind diese Kapitalströme im Vergleich zu Direktinvestitionen mit einer hohen Volatilität versehen und werden vorzugsweise in Finanzinstrumenten angelegt, die leicht liquidierbar sind. Investoren gibt das die Möglichkeit, jederzeit flexibel auf veränderte Investitionsbedingungen reagieren zu können. Dieser Vorteil für Investoren birgt gleichzeitig für das Empfängerland die Gefahr des jederzeitigen Abzugs des Kapitals. Diese Anlagestrategie der Investoren resultiert aus den enormen Informationsasymmetrien zwischen Kapitalgebern und Kapitalempfängern, die infolge der im letzten Jahrzehnt stark gestiegenen Investitionsmöglichkeiten in Entwicklungsländern entstanden sind. Die Kapitalgeber waren infolge massiver Informationskosten nicht in der Lage, über jedes Land, erst recht nicht über jedes Unter-

⁹ Differenz zwischen gefordertem Sollzinssatz auf Kredite und gewährtem Habenzinssatz auf Einlagen sowie Differenz zwischen Verkaufs- und Ankaukurs von Wertpapieren und Devisen [Pausenberger/Nassauer (1999), S. 26].

nehmen und jedes Projekt ausreichende Informationen für ökonomisch fundierte Investitionsentscheidungen zu erhalten. Folglich bekommen jene Unternehmen bzw. jenes Land den Kapitalzuschlag, die dem Anschein nach am rentabelsten sind, unabhängig davon, ob die fundamentalen Unternehmens- bzw. Marktdaten dem entsprechen. Gleichzeitig, nach Akquirierung des Kapitals, tendieren Kapitalempfänger dazu, höhere Risiken einzugehen als zum Zeitpunkt des Kapitalübergangs vereinbart. Diese Risikoneigung ist um so stärker ausgeprägt, je niedriger der Eigenkapitalanteil des Managements an dem Unternehmen ist. Eine effektive Kontrolle der Kapitalgeber kann diese nicht gewünschten Risiken verhindern. Die vorhandenen Informationsasymmetrien in Entwicklungsländern stehen dieser Kontrolle der Kapitalgeber über die Verwendung ihres Kapitals jedoch entgegen. Die kapitalempfangenden Unternehmen gehen zu Gunsten hoher Renditen höhere Risiken ein als geplant. Projekte mit geringerer, aber sicherer Rendite werden nicht durchgeführt. Gesamtwirtschaftlich steigt somit das Risikopotenzial sowohl hinsichtlich des Scheiterns des Projektes als auch der potenziellen Zahlungsunfähigkeit. Verstärkend wirkt hierbei die Rolle entwicklungspolitischer Institutionen, wie der IMF und die Weltbank. Das sichere Eingreifen dieser Institutionen im Krisenfall kann sowohl die ausländischen Investoren als auch die Akteure im Entwicklungsland darin bestärken, höhere Risiken als ohne diesen „Rettungsanker“ einzugehen [IMF (1998b), S. 101 f.].

(14) Die mit Informationsasymmetrien einhergehende Unsicherheit auf Seiten der ausländischen Investoren birgt die Gefahr nicht rationaler Entscheidungen. Neben den traditionellen Theorien, die sich mit den Auswirkungen massiver Kapitalzuflüsse in Entwicklungsländer beschäftigen, sind daher in den letzten Jahren neue Ansatzpunkte entstanden, die auf diese Informationsprobleme und daraus resultierendes Verhalten der Investoren abstellen. Die traditionellen Theorien [„*first-generation*“ Modelle von *Krugman* (1979) und *Flood/Garber* (1984) und „*second-generation*“ Modelle von *Obstfeld* (1986, 1994) und *Cole/Kehoe* (1996)] konzentrieren sich auf die Auswirkungen massiver Kapitalzuflüsse auf den Wechselkurs infolge erheblicher Leistungsbilanzdefizite, hoher Arbeitslosigkeit und geringem Wirtschaftswachstum und die Diskussion um fixe und flexible Wechselkurse. Sie stellen in ihren Analysen vorwiegend auf die makroökonomischen Fundamentaldaten ab. Die resultierenden volkswirtschaftlichen Probleme haben wir bereits anhand des Beispiels Mexiko aufgezeigt. Die in diesen Modellen diskutierten Ursachen für wirtschaftliche Krisen in Entwicklungsländern als Folge massiver ausländischer Kapitalzuflüsse konnten für die lateinamerikanischen Länder Mitte der neunziger Jahre festgestellt und somit die Finanzkrisen dort erklärt werden. Hingegen zeigten sich in den asiatischen Ländern diese Ursachen nicht. Im Vorfeld der Finanzkrise waren die asiatischen Volkswirtschaften durch hohe

Wachstumsraten, ausgeglichene Staatsaushalte z.T. mit Budgetüberschüssen, vertretbarer Verschuldung und geringer Inflation gekennzeichnet. Trotz dieser positiven makroökonomischen Daten kam es zu massiven Kapitalabzügen und den damit einhergehenden unerwarteten Stabilitätsproblemen. Es bedurfte neuer Erklärungsansätze für Finanzkrisen, wie sich in Asien Ende der neunziger Jahre gezeigt hat. Neue Ansätze wie die Theorien zu *Financial Panic* und *Moral Hazard* berücksichtigen explizit das Verhalten von Kapitalgebern und Kapitalempfängern infolge von bestehenden Informationsasymmetrien und somit die Gefahr, dass unbedeutende und eher zufällige, nicht durch rationales Verhalten zu erklärende Ereignisse Finanzkrisen auslösen können.

(15) „A financial panic represents a bad rational expectations equilibrium in a model that implies multiple equilibria in financial markets“ [Frowen/Karakitsos (1997), S. 70]. Zur Verdeutlichung dieser Problematik wird ein Modell mit drei Akteuren, dem Staat und zwei privaten Investoren betrachtet [vgl. hierzu ausführlich *Obstfeld (1995)* und *Frowen/Karakitsos (1997)*, S. 70 f.]. Die inländische Währung ist zu einem bestimmten Wert an eine andere Währung gebunden (*pegged currency*). Die Regierung muss zur Aufrechterhaltung der Parität inländische Währungsreserven verkaufen. Die beiden privaten Investoren müssen sich nun entscheiden, ihre Positionen an inländischer Währung weiter selbst zu halten oder an den Staat zu verkaufen. Ihre Entscheidung ist abhängig von ihren Erwartungen darüber, ob die Regierung die Parität aufrechterhalten kann oder nicht, sowie von den Erwartungen über das Verhalten des jeweils anderen Investors. Spekulative Attacken auf die Währung sind mit Kosten verbunden. Welche Gleichgewichtssituation in diesem Modell realisiert wird, hängt von den Währungsreserven der Regierung ab. Es sind hierbei drei Fälle zu unterscheiden:

- a) Erstens, die Währungsreserven des Staates übersteigen die Währungspositionen der privaten Investoren. In diesem Fall kann die Währungsbindung aufrechterhalten werden, da selbst bei spekulativen Attacken der Investoren auf die inländische Währung die staatlichen Währungsreserven positiv bleiben.
- b) Zweitens die Währungsreserven des Staates sind gleich hoch wie die Währungsposition eines Investors. In diesem Fall wird die Währungsbindung infolge spekulativer Attacken nicht aufrecht zu erhalten sein.
- c) Der interessanteste Fall ist, wenn die staatlichen Währungsreserven zwischen denen der einzelnen Positionsbeiträge der Investoren und deren Summenposition liegt. Dann kann die Bindung der inländischen Währung an eine Auslandswährung nur aufrechterhalten werden, wenn lediglich ein Investor die Währung spekulativ attackiert. Attackieren beide Investoren, kann die Währungsbindung infolge zu ge-

ringer staatlicher Währungsreserven nicht aufrechterhalten werden. In diesem Fall kann es ein erstrebenswertes (Aufrechterhaltung der Währungsbindung) und ein unerwünschtes Gleichgewicht (Zusammenbruch der Währungsbindung) geben. Welche der beiden Möglichkeiten eintritt, ist nicht rational zu erklären. Die Wirtschaft kann infolge eines unbedeutenden und zufälligen Ereignisses in das unerwünschte Gleichgewicht gebracht werden.

Radelet und *Sachs* [zitiert in *Frowen/Karakitsos* (1997), S. 71] stellen in Anlehnung an diese Theorie in Bezug auf die Asienkrise fest, dass „*the Asian crises is simply a bad equilibrium because there was no significant deterioration in economic fundamentals. Rather an unimportant or an accident caused the economy to move to a bad equilibrium*“. Trotz guter Fundamentaldaten in den asiatischen Ländern (hohe Wachstumsraten, niedrige Inflation, hohe private Sparquoten, staatliche Haushaltsüberschüsse) weitete sich die Finanzkrise über die ganze asiatische Region aus und zog Entwicklungsländer auf anderen Kontinenten in ihren Sog. Ursache hierfür mag erneut in den bestehenden Informationsungleichheiten liegen. Die massiven Auslandsanlagen führten zu rasch steigenden Kursen, insbesondere an den inländischen Aktienmärkten. So verdoppelten sich z.B. in Thailand die Kurse 1993 in einem einzigen Quartal [*Menkhoff* (1996), S. 75]. Insbesondere in den *emerging markets* herrschte bisweilen der Glaube, dass die Kurse nur steigen könnten [*Menkhoff* (1996), S. 75]. Diese Entwicklung verläuft solange positiv, wie die Erwartungen der Investoren nicht erschüttert werden. Kommt es jedoch zu einer Veränderung der Informationslage der Investoren, erfolgt eine Neubewertung der Finanztitel. Diese veränderte Informationslage kann sich zunächst auf ein Land beschränken. Infolge unzureichender Informationen über die einzelnen Länder ist es den Investoren jedoch nicht möglich zu erkennen, ob die veränderte Situation lediglich landesspezifisch ist. Sie übertragen daher die Situation eines Landes auch auf andere, in ihren Augen ähnliche Länder. Die Folge ist ein länderübergreifender Kapitalabzug, der nicht aus entsprechenden Fundamentaldatenänderungen, sondern aus einer finanziellen Panik resultiert. Dieses panikartige Herdenverhalten der Investoren konnte in der asiatischen Finanzkrise beobachtet werden.

(16) Der massive Kapitalabzug stürzt die ehemaligen Empfängerländer in eine wirtschaftliche Rezession, die sich nicht nur in massiven Einbrüchen im gewerblichen Bereich, sondern auch in erheblich geschwächten Banksektoren äußert. Die Sanierung eines Banksektors ist mit immensen volkswirtschaftlichen Kosten verbunden. Malaysia investierte 1985 bis 1988 10 Prozent des BIP in den Banksektor, Mexiko (1994-97) 15 Prozent des BIP, in Venezuela (1994-97) betragen die Kosten 20 Prozent und in Chile (1981-86) sogar 30 Prozent des BIP. Einhergehend damit wird das wirtschaftliche Wachstum dieser Länder

über Jahre geschwächt. Währungskrisen führen erfahrungsgemäß zu einem volkswirtschaftlichen Produktionsverlust von vier bis acht Prozent des BIP und dauern im Regelfall ca. 18 Monate an. Wird die Währungskrise verstärkt durch eine Krise im Banksektor, wie wir es in der Asienkrise erlebt haben, kann ein zusätzlicher Outputverlust von mehr als elf Prozent die Folge sein. Die positiven Wirtschaftseffekte infolge der ausländischen Kapitalzuflüsse können wieder vernichtet werden. Im Extremfall kann sich das Entwicklungsland infolge der massiven wirtschaftlichen Einbrüche entscheiden, den gesamten Liberalisierungsprozess wieder rückgängig zu machen (siehe Malaysia) und sich somit der Chancen aus der Kapitalmarktliberalisierung in Zukunft gänzlich verschließen. Das allerdings sollte nicht die Lösung sein.

IV. Konsequenzen für die nationale Politik der betroffenen Entwicklungsländer

1. Finanzsystem

(1) Das Finanzsystem stellt einen Teil der Geldpolitik i.w.S. dar [Hemmer (1988), S. 343]. Da es sich beim Finanzsystem jedoch um den monetären Teil der allgemeinen Rahmenbedingungen handelt, soll dieses bereits hier - losgelöst von der Geldpolitik i.e.S. (Prozesspolitik) - behandelt werden. Die folgenden Überlegungen gelten in erster Linie für finanziell höher entwickelte Entwicklungsländer (i.d.R. Schwellenländer); für finanziell weniger entwickelte Länder gelten sie damit nur eingeschränkt, auch wenn sich diese hoffentlich schnell entsprechend weiterentwickeln. Einige Überlegungen zu den finanziell am wenigsten entwickelten Ländern finden sich am Ende dieses Abschnitts.

In vielen Entwicklungsländern weist das Finanzsystem folgende Eigenheiten auf:

- es wird von Geschäftsbanken dominiert,
- es wird hoch besteuert, um Haushaltsdefizite zu finanzieren,
- das Bankensystem unterliegt hohen Reserveanforderungen und Regulierungen,
- es existieren Zins- und Kreditobergrenzen,
- es treten hohe Inflationen und Geldmengenwachstum auf, und
- es besteht ein signifikant hoher positiver Zusammenhang zwischen finanzieller Entwicklung und wirtschaftlichem Wachstum.

Dem Staat kommt die Aufgabe zu, den privatrechtlichen Rahmen zu setzen, da sonst die Unsicherheit bei finanziellen Transaktionen zu groß ist. Außerdem stellt sich die Aufgabe, das Bankensystem zu kontrollieren und zu überwachen.

(2) Ein funktionierender Kapitalmarkt ist für die Entwicklung einer Volkswirtschaft u.a. deshalb von besonderer Bedeutung, weil die Informations- und Transaktionskosten¹⁰ aus vier Gründen gesenkt werden:

- Sowohl das Liquiditäts- als auch das schulnerspezifische Risiko werden gesenkt, da Finanzinstitutionen kurzfristige Anlagen durch *Pooling* in langfristige Kredite umwandeln.
- Das Ausfallrisiko wird durch Diversifikation verringert.
- Finanzintermediation spart Informationskosten, da die Banken z.B. die Kreditwürdigkeit ihrer Kunden prüfen.
- Durch ein funktionierendes Zahlungssystem werden der nationale und internationale Warenaustausch ermöglicht und die Arbeitsteilung und Spezialisierung gefördert.

(3) Das Finanzsystem eines Landes ist jedoch, gerade wenn es die oben genannten Eigenarten aufweist, Gefahren von innen und außen ausgesetzt. Wie die Asienkrise gezeigt hat, sind selbst fortschrittliche Entwicklungsländer nicht in der Lage, wirtschaftliche Schocks und Finanzkrisen über einen längeren Zeitraum zu absorbieren, obgleich ihre makroökonomischen Daten dies hätten erwarten lassen. Die asiatischen Länder zeichneten sich im Vorfeld der Finanzkrise durch hohe Wachstumsraten, ausgeglichene Staatshaushalte (zum Teil mit Budgetüberschüssen), vertretbare Verschuldung und geringe Inflation aus. Die inländischen Finanzmärkte der Entwicklungsländer wiesen jedoch starke Unzulänglichkeiten auf, die einer erfolgreichen Liberalisierung der Kapitalströme entgegenstanden. Die Kreditmärkte waren segmentiert, der Wettbewerb unter Banken schwach. Es existierten Zutrittsbarrieren für in- und ausländische Banken sowie Einschränkungen für den ausländischen Besitz an inländischen Finanzinstituten. Zusammen mit dem Staatseigentum an den Banken ergab sich die typische oligopolistische Struktur im Bankwesen, verstärkt durch die engen Besitzverflechtungen zwischen Unternehmen und Finanzinstitutionen sowie die unzureichenden institutionellen Einrichtungen zur Aufsicht über das Kreditwesen. Im Gegensatz zu Industrieländern sehen sich die Entwicklungsländer infolge dieser Gegebenheiten der direkten Gefahr des Verlustes der internationalen Kreditwürdigkeit ausgesetzt. Zur Realisierung einer erfolgreichen finanziellen Öffnung und Widerstandsfähigkeit gegenüber externen Schocks und Finanzkrisen ist eine Vertiefung der Finanzmärkte¹¹ daher unverzichtbar.

¹⁰ Transaktionskosten sind solche Kosten, die bei der Anbahnung, Durchsetzung und Überwachung von Verträgen entstehen.

¹¹ Vertiefung der Finanzmärkte steht für eine Erhöhung der Liquidität (wichtigstes Argument) und der Kapitalbewegungen sowie der Zahl der Marktteilnehmer in den Finanzmärkten.

a) *Integration der Kapitalmärkte und Intensivierung des Wettbewerbs im Bankensektor*

(1) Der Segmentierung der Kapitalmärkte in Entwicklungsländern kann durch eine Aufhebung der Geschäftsbeschränkungen für Banken und spezialisierte Finanzinstitutionen, die in vielen Ländern bestehen, entgegengewirkt werden. Finanzinstitutionen müssen in der Lage sein, ihr Geschäft auf ein breites Spektrum von Finanzaktivitäten auszudehnen. Industriedebankten sollte es z.B. erlaubt sein, Kredite auch an andere Sektoren als den Industriesektor zu vergeben. Der staatliche Einfluss auf den Bankensektor muss abgebaut werden. Das betrifft sowohl die Abhängigkeit des Bankmanagements von politischen Leitlinien der Regierungen, die eine ertragsorientierte Ausrichtung des Bankmanagements erschwert, als auch die staatliche Einflussnahme auf die Zulassung von Finanzinstrumenten, die sich besser an den Kundenwünschen orientieren. Eine breite Palette an Finanzsubstituten mit unterschiedlichen Renditen und Risiken fördert die Spar- und Investitionsneigung der inländischen und ausländischen Anleger [*Fischer/Reisen (1992), S. 34*].

(2) Ein funktionierendes Bankensystem ist von besonderer Wichtigkeit für die Akkumulation und Allokation von Kapital und damit für die Produktivität bzw. das wirtschaftliche Wachstum einer Volkswirtschaft. Gerade in Entwicklungsländern spielt der Bankensektor die bedeutendste Rolle in der Finanzintermediation [*World Bank (2000c), S. 75 und Mishkin (1999), S. 6*]. Zur Realisierung eines effizienten Bankensystems und somit einer wachstumsfördernden Intermediation ist die Abkehr von den bestehenden oligopolistischen Strukturen im Bankensektor vieler Entwicklungsländer eine wichtige Voraussetzung. Analysen zeigen, dass in wettbewerbsstarken Bankensektoren die Finanzinstitutionen mit geringeren Intermediationskosten arbeiten und zugleich der relative Anteil an Krediten zum BIP höher ist als in Volkswirtschaften mit Bankensektoren, die nur einen geringen Wettbewerb aufweisen [*Knight (1998), S. 1191*]. Dazu sind in vielen Entwicklungsländern die Banken, die sich im Staatsbesitz befinden, zu privatisieren und die Zutrittsmöglichkeiten in- und ausländischer Banken zu fördern. Hierbei ist darauf zu achten, dass infolge neuer Marktteilnehmer die bestehenden Besitzverflechtungen nicht verstärkt werden. Gerade in Entwicklungsländern ist die Finanzierung neuer Marktteilnehmer oftmals nur durch einflussreiche Geschäftsinteressen möglich. Die Zulassung bzw. Förderung ausländischer Banken wird dadurch um so wichtiger. Die Niederlassung internationaler Banken in Entwicklungsländern bringt weitere Vorteile. Die Regierungen der Entwicklungsländer können mit der Zulassung ausländischer Banken einen *Know-how*- und Technologietransfer von Industrieländern in Entwicklungsländer induzieren. Es ist davon auszugehen, dass auslän-

dische Banken zunächst einen Informationsnachteil gegenüber lokalen Banken erleben. Beschäftigen die internationalen Banken lokale Arbeitnehmer infolge deren besserer Kenntnisse über die inländische Wirtschaft und lokale Geschäftspraktiken, bietet das gleichzeitig die Möglichkeit für diese Arbeitnehmer, sich internationales *Know-how* anzueignen [*World Bank* (2000c), S. 78]. Die Niederlassungsförderung ausländischer Banken kann somit auch einen positiven Einfluss auf das Humankapital im Entwicklungsland nehmen. Empirische Studien zeigen, dass inländische Banken in Volkswirtschaften mit einer relativ hohen Anzahl an Banken geringere Finanzierungskosten aufweisen. Gleichzeitig weisen diese Banken jedoch geringere Gewinne aus als in Ländern mit nur wenigen Banken [*World Bank* (2000c), S. 78]. Der Zeitpunkt der Öffnung des inländischen Bankensektors für ausländische Banken ist somit sorgfältig zu wählen, um zu vermeiden, dass inländische Banken ihre Geschäftstätigkeit primär auf Renditegewinne ausrichten und die damit einhergehenden Risiken infolge des Wettbewerbsdrucks vernachlässigen.

(3) Einhergehend mit der Wettbewerbsförderung durch Zulassungsfreiheiten von Banken ist die oftmals vorherrschende finanzielle Repression im Inland zu beenden. Im internationalen Vergleich bringen überhöhte Mindestreserveanforderungen für inländische Banken diesen einen Wettbewerbsnachteil gegenüber ausländischen Banken, deren Verbindlichkeiten eher aus ausländischem Kapital resultieren als aus inländischen Einlagen, auf die die Mindestreserveanforderungen ausgerichtet sind. Ein weiterer Wettbewerbsnachteil für inländische Banken ergibt sich aus der Verpflichtung, Staatspapiere kaufen und risikoreiche Kredite zu Zinssätzen unter dem Marktniveau vergeben zu müssen. Damit einher geht die Forderung nach einer Freigabe der Zinssätze sowie die Abschaffung von subventionierten Krediten und Kreditkorridoren für prioritäre Sektoren. Letztlich hängt der Erfolg einer Privatisierung auch noch davon ab, ob die privatisierten Banken in der Lage sind, unabhängig Entscheidungen über die Kreditvergabe zu fällen [*Fischer/Reisen* (1992), S. 35].

Entwicklungsländer können die Glaubwürdigkeit der Reformen im Bankenbereich durch die Etablierung von internationalen Standards für Banken, wie z.B. den Basler Standards, erhöhen. Die Einführung solcher international anerkannter Standards fördert zum einen die Stabilität des Bankensektors. Zum anderen erleichtern sie die Kapitalaufnahmemöglichkeiten und erhöhen die internationale Kreditwürdigkeit einheimischer Banken [*World Bank* (2000c), S. 78 und *Knight* (1998), S. 1193]. Die damit sinkenden Finanzierungskosten der Banken können an die einheimischen Unternehmen weitergegeben werden und so Investitionsimpulse auslösen.

(4) Banken stellen zusätzliche und kostenfreie Informationen über Unternehmen zur Verfügung und leisten somit einen weiteren wichtigen Beitrag für das Investitionsklima eines Landes. Möchte ein Unternehmen ein anstehendes Projekt mit Hilfe eines Bankkredites finanzieren, nimmt die konsultierte Bank eine Prüfung des Unternehmens und seiner Aktivitäten vor. So wird z.B. überprüft, ob das angestrebte Projekt einen positiven Kapitalwert aufweist und ob es neben den zu zahlenden Verbindlichkeiten auch einen angemessenen *Cash-Flow* generiert. Bewilligt die Bank den Kredit, bedeutet das ein klares Signal an den Kapitalmarkt über die Kreditwürdigkeit und Profitabilität des Projekts. Ein genauso klares Signal wird gegeben, wenn der Kredit abgelehnt wird. Im positiven Fall der Kreditzusage an das Unternehmen können durch diese Entscheidung weitere potenzielle Investoren angezogen werden [Knight (1998), S. 1189]. Diese Informationsfähigkeit der Banken hängt von vielen Faktoren ab. Ein wesentlicher Faktor ist wiederum die Wettbewerbsstruktur im Bankenbereich.

b) Beseitigung notleidender Kredite

(1) Wesentlich zum Scheitern der finanziellen Öffnung und der folgenden Finanzkrise in Asien hat die hohe Anzahl notleidender Kredite beigetragen. Diese negativen Auswirkungen umfangreicher notleidender Kredite im inländischen Bankensystem wurden vielfach infolge mangelnder Daten über diese Kredite unterschätzt [Fischer/Reisen (1992), S. 29]. Eine wesentliche Ursache hierfür sind unzureichende Buchhaltungs- und Bilanzierungsverfahren. Die Durchsetzung einheitlicher und rechtsverbindlicher Vorschriften in der Buchhaltung und Bilanzierung sind deshalb zur Vorbeugung dieses Problems unverzichtbar.

(2) Hat das Ausmaß bestehender notleidender Kredite bereits Finanzunternehmen in Liquiditätsschwierigkeiten gebracht, ist zu entscheiden, ob das angeschlagene Unternehmen liquidiert oder rekapitalisiert werden soll. Diese Entscheidung ist abhängig von einer Vielzahl von landesspezifischen Gegebenheiten, wie dem rechtlichen Rahmen, der Größe und Struktur des inländischen Bankensystems, dem Anteil des Verlustes, der nicht durch das Kapital der Bank abgedeckt ist, und von der Stärke bzw. Schwäche der Staatsfinanzen. Wird sich für eine Rekapitalisierung entschieden, stehen dazu verschiedene Wege zur Verfügung. Die Regierung kann die notleidenden Kredite gegen langfristige Staatsanleihen ablösen. Diesen Weg hat Chile in den achtziger Jahren beschritten. Notleidende Kredite wurden aus dem Bankportfolio herausgenommen und durch neues Kapital von der Regierung ersetzt. Die Regierung kaufte die notleidenden Kredite mit Staatsanleihen, deren

Rendite über den Finanzierungskosten der Banken lag. So konnte das Kapital der Bank durch die Beseitigung von Problemkrediten und den Nettokapitalzufluss aus den Staatsanleihen langsam wieder ansteigen. Die Rekapitalisierungsmaßnahme der chilenischen Regierung war jedoch mit negativen Auswirkungen auf den Staatshaushalt verbunden.

(3) Ein weniger kostspieliger Weg für den Staatshaushalt besteht darin, neues Kapital von bestehenden oder neuen Anteilseignern bzw. von staatlichen Institutionen zuzuführen. Malaysia forderte z.B. die Anteilseigner kranker Banken auf, soviel Kapital wie möglich durch den Erwerb von Anteilsrechten einzubringen. Ergänzt wurde diese private Kapitalzufuhr durch Zuschüsse der Zentralbank. Somit war eine direktere Konsolidierung schwacher Banken bei geringerer Regierungsbeteiligung möglich. Ferner können schwache inländische Banken mit gesunden in- oder ausländischen Finanzinstitutionen verschmolzen werden. So kann z.B. die Beteiligung ausländischer Banken an der Konsolidierung des inländischen Bankensystems Teil der Eintrittsbedingungen sein. Zum einen ist das realisierbar durch eine direkte Verschmelzung der ausländischen mit der inländischen Bank bzw. deren Übernahme. Zum anderen ist ein Auktionsverfahren für eine begrenzte Zahl von Banklizenzen vorstellbar, falls die ausländischen Banken mangelnde Bereitschaft an der Rettungsaktion signalisieren. Der Auktionserlös kann dann für die Rehabilitation der Banken eingesetzt werden [*Fischer/Reisen* (1992), S. 40 f.].

c) Bankenaufsicht

(1) Mit der Deregulierung und Liberalisierung des Kapitalverkehrs gehen schärferer Wettbewerb, größere Marktschwankungen und höhere Unsicherheit im Bankensektor einher, welche die Risiken des Finanzsystems erhöhen. Zur Gewährleistung der Stabilität im Finanzsektor und zur Überwachung systematischer Risiken des Finanzsystems ist eine rigorose Ordnung des Kreditwesens und der Bankenaufsicht unumgänglich. Entsprechende Vorschriften sollen zur Sicherheit und Ertragskraft des Bankensektors und zur Reduktion von Verhaltensrisiken, einschließlich Korruption, Betrug und übergroßer Risikobereitschaft, beitragen. In vielen Entwicklungsländern fehlen jedoch solche Regulierungswerke. Zudem sind Finanzinstitute oftmals stark unterkapitalisiert. Neben Bilanzierungsstandards speziell für Finanzinstitutionen und Managementinformationssystemen sollte daher eine angemessene Mindestkapitalisierung gefordert werden, die Einleger schützt und das allgemeine Vertrauen in das Bankensystem aufrechtzuerhalten vermag. Jedoch sind zu hohe Mindestkapitalvorschriften zu vermeiden, da dadurch der Markteintritt erschwert und die Konzentration im Bankensektor gefördert werden kann. Es ist weiterhin darauf zu achten, dass

nicht ausschließlich auf das Kreditrisiko abgestellt wird, sondern auch andere bedeutende Risiken, wie das Zinsrisiko, Fremdwährungsrisiko und Positionsrisiko aus handelbaren Wertpapieren, einbezogen werden. Durch eine wirksame Bankenaufsicht soll sichergestellt werden, dass

„(i) die Aufsichtskontrollbehörden unabhängig von politischen Einflüssen sind; (ii) der allgemeine Regulierungsrahmen angemessen ist; (iii) die Aufsichtsbehörden ausreichend mit Mitteln ausgestattet sind; (iv) die Aufsichtsbehörde mit genügender Autorität ausgestattet ist, um ihre Entscheidungen vollstrecken zu können; und (v), sich die Fernüberwachung und Inspektionen vor Ort die Waage halten.“ [Fischer/Reisen (1992), S. 37]

(2) Dazu sollten die oben genannten Maßnahmen um festgelegte Regeln zwischen Geschäftsbanken und anderen Finanzinstitutionen, ein Frühwarnsystem sowie ein intensives und standardisiertes Kommunikationssystem zwischen Zentralbank und Finanzinstituten ergänzt werden. Eine effiziente Bankenaufsicht hilft ebenfalls, den Umfang notleidender Kredite sowie das Entstehen übermäßiger Besitzverflechtungen zwischen Banken und Unternehmen einzudämmen. Vor dem Hintergrund realisierbarer Skalenerträge in der Finanzierung und der damit einhergehenden Versuchung, wirtschaftliche Konglomerate aufzubauen, ist gleichzeitig auf eine breite Eigentümerstreuung der Banken zu achten.

d) Förderung der direkten Finanzierung über den Kapitalmarkt

(1) Die Finanzierung über Banken, v.a. die Fremdfinanzierung über Bankkredite nimmt einen bedeutenden Teil in Entwicklungsländern ein. Diese indirekte Form der Finanzierung über Finanzintermediäre sollte durch eine direkte Finanzierung über den inländischen Kapitalmarkt ergänzt werden. Insbesondere der Markt für Unternehmensanteile ist ein wichtiges Instrument zur Attrahierung von Kapital. Gleichzeitig tragen Eigenkapitalinvestitionen zur Risikoverteilung auf eine größere Anzahl von Eigentümern sowie zu einer Überwachung und Disziplinierung des Unternehmensmanagements bei [Rogoff (1999), S. 37 und Knight (1998), S. 1196]. Über den Erwerb von Unternehmensanteilen lässt sich ein direkter Einfluss auf das Unternehmensgeschehen ausüben. In diesem Zusammenhang ist auch über eine verstärkte Öffnung inländischer Unternehmen gegenüber ausländischen Eigenkapitalgebern nachzudenken. Das oftmals mit ausländischen Investoren einhergehende *Know-how* in Sachen Unternehmenskontrolle kann zu einer effizienteren Allokation des Kapitals beitragen und so wirtschaftliches Wachstum fördern.

(2) Im Zusammenhang mit FDI spielen aber häufig genau entgegengesetzte Überlegungen eine Rolle: Um die technologischen *Spillovers* von FDI besser zu nutzen, haben viele Länder Vorschriften eingeführt, wonach lokale Kapitalgeber am Eigenkapital und an der Unternehmensführung, z.B. in *Joint Ventures*, beteiligt sein müssen. Eine solche Konstellation stärkt sicherlich die Übertragungsmechanismen der *Spillovers* vom FDI-Projekt zu lokalen Firmen; sie hat aber zwei entscheidende Nachteile, welche die gesamten *Spillover*-Effekte verringern können. Zum einen werden TNU, welche nicht über die ausschließliche Kontrolle über eine ausländische Tochter verfügen, auch nicht immer die modernste Technologie transferieren, da die Gefahr von Verlusten des firmeninternen *Know-hows*, und damit unerwünschter *Spillovers*, erheblich zunimmt. Zum anderen müssen sich diese TNU die Frage stellen, ob sie diese Gefahr überhaupt auf sich nehmen wollen, oder ob es nicht besser ist, diesen Markt aufzugeben bzw. nur über Exporte zu beliefern [*Blomström et al.* (1999)].

e) *Verbesserte Informationspolitik*

(1) Ein weiterer wichtiger Bestandteil eines funktionierenden Finanzsystems ist ein effizientes Informationssystem, das ausreichende und verlässliche Daten zu Unternehmen und wirtschaftlichen Vorgängen des Inlandes zur Verfügung stellt. Dabei sollten entsprechende Informationsanforderungen an Unternehmen mit dem Aufbau von unterstützenden und überwachenden Institutionen gekoppelt werden. Auf Unternehmensseite gehören dazu verbindliche Offenlegungspflichten bezüglich Unternehmensdaten, gesetzlich verankerte Bilanzierungsrichtlinien sowie aussagefähige Berichte unabhängiger Wirtschaftsprüfer. Unabhängige Rechnungsprüfung und angemessene Bilanzierung sind nicht nur unabdingbare Instrumente einer effizienten Unternehmensführung, sondern gleichzeitig fundamentale Werkzeuge der Bewertung von Kreditrisiken durch Banken und andere Finanzinstitutionen. Öffentlich verfügbare Informationen aus zuverlässigen Quellen helfen, Probleme infolge bestehender Informationsasymmetrien zwischen Kapitalgeber und Kapitalempfänger zu überwinden.

(2) Gleichzeitig ist eine unterstützende institutionelle Infrastruktur aufzubauen. Dazu zählen Bankenaufsicht, Kreditbewertungsgesellschaften, Aufsichtsämter für Wertpapierhandel und Börsenaufsichtsbehörden genauso wie Regulierungen hinsichtlich Insidergeschäften und Preismanipulationen [*Fischer/ Reisen* (1992), S. 38]. Hierbei ist darauf zu achten, dass entsprechende Institutionen nicht nur auf dem Papier mit Kompetenzen ausgestattet sind, sondern diese auch durchsetzen können, und dass Entscheidungen von den Betroffenen

akzeptiert werden. Die Erfahrung vieler Entwicklungsländer zeigt, dass mangelnde Akzeptanz einhergehend mit fehlenden tatsächlichen Kompetenzen zu einer erfolglosen Liberalisierung des Kapitalverkehrs beigetragen haben [*Fischer/Reisen (1992), S. 38, Oehrlein (2000), S. 4 und Hermann (2000), S. W 4*].

(3) Eine weitere Maßnahme kann der Zusammenschluss von mehreren Ländern hinsichtlich gemeinsam festgesetzter Informationsstandards sein. Die Vereinbarung kann eine regelmäßige externe Untersuchung der landesspezifischen Gegebenheiten des Finanzsystems beinhalten. Gleichzeitig gibt sie den betroffenen Ländern die Möglichkeit, über entsprechende Gegenmaßnahmen zu informieren. Ähnliches praktiziert die WTO in Form von *Trade Policy Review Mechanisms*. Anschließende Publikationen der Untersuchungsergebnisse tragen zu einer verbesserten Information potenzieller privater und öffentlicher Anleger bei und können somit die Wahrscheinlichkeit von Finanzkrisen und finanzieller Ansteckung in Krisenfällen reduzieren [*World Bank (2000c), S. 78*].

2. **Kapitalverkehrspolitik**

(1) Finanzmärkte zeichnen sich insbesondere durch eine hohe Komplexität aus, die oftmals zu unvorhersehbaren Ereignissen führt:

„Market failures arising from asymmetric information, incompleteness of contingent markets, and bounded rationality (not to mention irrationality) are endemic to financial markets.“ [*Rodrik (1998), S. 4*]

Die resultierenden Erfahrungen sind vielschichtig [*Rodrik (1998), S. 4*]:

- Asymmetrische Informationsverteilungen bei gleichzeitiger implizierter Kapitalabsicherung, wie z.B. durch den IMF oder die Weltbank, führen zu massiver Verschuldung und hoher Risikoneigung der Investoren.
- Ein unausgeglichenes Verhältnis von kurzfristigen Verbindlichkeiten und langfristigen Vermögenstiteln birgt die Gefahr von „*Bank Runs*“ und finanzieller Panik, welche schnell zur Illiquidität ganzer Banken führen können. Dies gilt insbesondere bei internationalen Kapitaltransaktionen ohne die Sicherheit eines *lender of last resort*, d.h. ohne eine internationale Institution, die den Geschäftsbanken im Krisenfall mit zusätzlicher Liquidität zur Seite zu steht [*Sachs (1995)*].
- Bei mangelnder Marktkontrolle tendieren internationale Anleger dazu, ihre private Informationsfindung zu vernachlässigen und sich statt dessen allgemeinen Trends anzuschließen. Das resultierende Herdenverhalten der Investoren führt zu hoher Volatilität

und irrationalem Verhalten, welches sich leicht in finanzieller Ansteckung über Ländergrenzen hinweg äußert.

- Die Erwartungen der Investoren über zukünftige Renditeentwicklungen sind bedeutende Determinanten der Preisfindung von Finanztiteln. Übertriebene, irrationale Erwartungen können leicht zu Überbewertungen und darauf folgenden Kurseinbrüchen führen.

Trotz der unumstrittenen positiven Effekte des Zustroms ausländischen Kapitals auf das Wirtschaftswachstum eines Landes lassen die aufgezeigten Probleme daher keine uneingeschränkte Befürwortung vollständig freien Kapitalverkehrs zu.

(2) Zur Ableitung entsprechender entwicklungspolitischer Implikationen ist zunächst hinsichtlich Art und Richtung der Kapitalströme zu unterscheiden. Es kann sich hierbei um Kapitalzuflüsse oder Kapitalabflüsse sowie kurzfristige oder langfristige Kapitalanlagen handeln. Des Weiteren ist zu berücksichtigen, ob die Kapitalströme in Sachinvestitionen, Finanzinvestitionen oder für Konsumzwecke eingesetzt werden, und welche Institutionen involviert sind (Banken, Nicht-Banken). Kommen die Kapitalströme in Form von Finanzinvestitionen zum Tragen, ist weiterhin zu unterscheiden, ob diese für die Aufnahme oder Vergabe von Krediten, Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder für ausländische Direktinvestitionen verwandt werden. Hinsichtlich einer wachstumsinduzierenden Kapitalverkehrspolitik sind insbesondere Kapitalzuflüsse in Form von ausländischen Direktinvestitionen und langfristig orientierte Kapitalzuflüsse in Sach- und Finanzinvestitionen zu fördern. Ein freier Zufluss dieser Kapitalströme sollte gewährleistet werden. Der wirtschaftliche Effekt kurzfristiger Kapitalströme ist hingegen umstritten. Wie die Asienkrise gezeigt hat, kann die hohe Volatilität und Reversibilität der kurzfristigen Kapitalzuflüsse leicht zu Instabilitäten des gesamten Finanzsystems eines Landes und einer Region führen. In diesem Zusammenhang sind Kapitalverkehrskontrollen ein vielfach diskutiertes Instrument zur Einschränkung der kurzfristigen Finanzströme. Sie können in direkter Form als generelles Verbot von Kapitalzuflüssen und -abflüssen oder aber indirekt als Steuern oder steuerähnliche Auflagen auf Kapitalströme zur Beeinflussung von Volumen und Preisen der Kapitaltransaktionen auftreten [IMF (2000), S. 31].

a) Kapitalkontrollen auf kurzfristige Kapitalzuflüsse

(1) Kapitalkontrollen auf kurzfristige Kapitalzuflüsse sollen Entwicklungsländer vor spekulativen Attacken schützen und ihnen gleichzeitig die Möglichkeit zu einer unabhängigen Geldpolitik geben, um so künftige Finanzkrisen zu vermeiden [Edwards (1999), S. 71].

Einige Länder (u.a. Brasilien, Chile, Kolumbien und Malaysia) praktizieren seit über zwei Jahrzehnten Kapitalkontrollen auf Kapitalzuflüsse. Chile war z.B. durch zwei Phasen mit Kapitalverkehrskontrollen gekennzeichnet. Von 1978 bis 1982 und von 1992 bis 1998 verlangte die chilenische Regierung für alle ausländischen Kapitalzuflüsse eine unverzinsliche Einlage bei der chilenischen Zentralbank [Edwards (1999), S. 71 ff., Rogoff (1999), S. 35 f. und Stiglitz (2000), S. 1083]. Die Höhe der Zentralbankeinlage betrug in der Phase von 1992 bis 1998 dreißig Prozent auf den Betrag der Kapitalinvestition. Die Haltedauer der Einlage erstreckte sich unabhängig vom Anlagehorizont auf ein Jahr. Ausgenommen von diesen Regelungen waren Direktinvestitionen und Handelskredite. Eine solche unverzinsliche Einlagepflicht hat den gleichen Effekt wie eine Steuer auf ausländische Kapitalzuflüsse. Der Einfluss dieser impliziten Steuer ist auf kurzfristige Finanzanlagen wesentlich größer als auf Kapitalzuflüsse mit langfristigem Anlagehorizont. Mit dieser Politik versuchte die chilenische Regierung, die kurzfristigen Kapitalzuflüsse aus dem Ausland zu reduzieren, gleichzeitig aber langfristige Kapitalanlagen sowie Direktinvestitionen und Handelskredite nicht zu behindern. Tatsächlich gelang es Chile, den Anteil kurzfristiger Kapitalzuflüsse an den gesamten Kapitalzuflüssen von 90 Prozent 1990 auf 2,8 Prozent 1997 zu reduzieren. Gleichzeitig erhöhten sich die gesamten Kapitalzuflüsse in dieser Zeit von 1,9 Mrd. \$ auf 2,9 Mrd. \$.

(2) Trotz der positiven Effekte der Kapitalkontrollen in Chile hat diese Kapitalverkehrspolitik ihren Preis. Kapitalverkehrskontrollen verhindern generell eine effiziente Allokation des Kapitals durch weltweite Diversifikation der Portfolioinvestitionen. Mit freiem Kapitalverkehr gehen eine Reduktion des systematischen Risikos, höhere Renditen und positive Effekte für das Wirtschaftswachstum einher. Berücksichtigt man allerdings die vielfach zitierte Informationsasymmetrie mit dem resultierenden Herdenverhalten sowie finanzieller Panik der Investoren, lässt sich die Hypothese der effizienten Allokation unter freiem Kapitalverkehr anzweifeln. Für Chile lagen die größten Kosten dieser Kapitalverkehrskontrollen in einem signifikanten Anstieg der Kapitalkosten, insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen. Die Finanzierungskosten für kleine Unternehmen in Chile betrug 1996 mehr als 21 Prozent [Edwards (1999), S. 82]. In Anbetracht der hohen Kosten reduzierte Chile 1998 die Einlagepflicht auf null Prozent. Die Erfahrungen Chiles zeigen, dass Kapitalverkehrskontrollen durchaus ein geeignetes Mittel für eine kurzfristig effektive Kapitalverkehrspolitik sind. Langfristig werden sie jedoch nur in den seltensten Fällen aufrecht zu erhalten sein. Viel wichtiger sind ein effizientes Finanzsystem und makroökonomische Stabilität zur Vermeidung negativer Effekte von hohen Kapitalzuflüssen.

(3) Eine häufig diskutierte Maßnahme zur bewussten Benachteiligung von kurzfristigen Kapitalzuflüssen findet sich in der direkten Besteuerung internationaler Finanztransaktionen durch eine proportionale Umsatzsteuer, oftmals auch als Tobin-Steuer¹² bezeichnet. Die steuerbedingten zusätzlichen Kosten tendieren mit steigender Laufzeit gegen Null. Insbesondere kurzfristige Spekulationen sollen von dieser Transaktionssteuer belastet und zukünftig vermieden werden [*Schnatz* (1996), S. 23 und *Beyfuß et al.* (1997), S. 55]. Die Einführung einer solchen Steuer ist jedoch mit einigen Schwierigkeiten verbunden, welche die Wirksamkeit der Besteuerung einschränken. Zum einen ist die Kooperation und Koordination aller Volkswirtschaften erforderlich, damit die Steuer nicht umgangen werden kann. Auch steuerliche Oasen, wie z.B. *Off-Shore-Zentren*¹³, müssen in entsprechende internationale Vereinbarungen einbezogen werden. Koordinationsprobleme und Trittbrettfahrerverhalten einzelner Finanzplätze machen derartige Koordinationen jedoch unwahrscheinlich, und Steuerumgehungsmöglichkeiten bleiben bestehen. Zum anderen müssten auch derivative Finanzinstrumente, wie *Swaps* und Optionen, in eine Tobin-Steuer einbezogen werden. Das ist mit technischen Schwierigkeiten verbunden und würde gleichzeitig die Kosten der Risikoabsicherung und die Volatilität der Finanztitel erhöhen. Weiterhin würde die Steuer auch den Devisenverkehr stark verteuern und im Extremfall prohibitiv wirken. Das kann zu negativen Auswirkungen hinsichtlich der Finanzierung des Außenhandels führen und negative Allokationseffekte im realwirtschaftlichen Bereich nach sich ziehen. Das grundsätzliche Dilemma der Tobin-Steuer liegt darin, dass sie nicht zwischen erwünschten und unerwünschten Transaktionen unterscheiden kann und somit auch gewünschte Transaktionen verteuert. Folglich ist es praktisch unmöglich, die destabilisierenden Spekulationen entscheidend zu reduzieren, ohne stabilisierende Transaktionen ebenfalls vom Markt zu drängen [*Schnatz* (1996), S. 23, *Beyfuß et al.* (1997), S. 55 und *Janus* (1999), S. 132 ff.].

b) *Kapitalkontrollen auf Kapitalabflüsse*

(1) Hinsichtlich von Kapitalkontrollen auf Kapitalabflüsse ist - je nach zeitlichem Bezug zur Währungskrise - zwischen zwei Arten von Beschränkungen zu unterscheiden: Zum einen werden Kapitalkontrollen mit präventiver Funktion eingeführt, wenn ein Land bereits starke

¹² Die von Tobin entwickelte Steuer zielte in erster Linie auf die Besteuerung von Devisentransaktionen zur Reduzierung der Volatilität von Wechselkursen ab [*Tobin* (1978)].

¹³ *Off-Shore-Zentren* sind internationale Finanzmärkte, an denen Einlagen- und Kreditgeschäfte in einer Fremdwährung getätigt werden.

Zahlungsbilanzdefizite aufweist, aber noch keine Abwertungskrise eingetreten ist [*Edwards* (1999), S. 68 f.]. Dazu können z.B. Steuern auf Auslandsüberweisungen erhoben werden. Die Einführung von gespaltenen Wechselkursen ist ebenfalls denkbar, wobei Kapitaltransaktionen mit einem stärker abgewerteten Kurs berechnet werden als Gütertransaktionen, um so den Wert der Kapitaltransfers zu verringern. Im Extremfall werden Kapitalabflüsse generell verboten. Ziel ist es, den Abfluss internationaler Kapitalreserven zu verhindern oder zumindest beträchtlich einzuschränken. Das gibt den Regierungen die Gelegenheit, geeignete Maßnahmen zur Bewältigung der Zahlungsbilanzdefizite und der anstehenden Gefahr einer Abwertungskrise einzuleiten. Gleichzeitig wird damit Spekulationen entgegen gewirkt.

Die Erfahrungen mit derartigen Kapitalbeschränkungen zeigen jedoch selten die gewünschten Erfolge. Private Investoren versuchen Kapitalkontrollen zu umgehen und umfangreiche Kapitaltransaktionen außerhalb der Landesgrenzen zu realisieren. Damit geht oftmals eine erhebliche Korruption in dem entsprechenden Land einher [*Edwards* (1999), S. 69 und *Rogoff* (1999), S. 34 f.]. Außerdem vermitteln Kapitalverkehrskontrollen nicht selten einen falschen Eindruck von Sicherheit und lenken so von dem eigentlichen Reformbedarf ab. Infolge dessen kommt es zu einer Ausweitung anstatt einer Einschränkung des Zahlungsbilanzdefizits, da notwendige Reformen nicht eingeleitet werden [*IMF* (2000), S. 32 und *Edwards* (1999), S. 69]. Korea ist ein typisches Beispiel dafür, dass zu sehr allein auf die Wirksamkeit von Kapitalkontrollen abgestellt wurde. Internationale Analysten und nationale Politiker glaubten bis spät in das Jahr 1997, dass Korea infolge der Kapitalverkehrsbeschränkungen immun gegenüber einer Währungs Krise sei. Die Ansteckungsgefahr im Zuge der beginnenden Asienkrise wurde unterschätzt.

(2) Zum anderen können diese Kontrollen auch auf Kapitalabflüsse erhoben werden, wenn sich ein Land bereits einer Wirtschafts- und Währungs Krise gegenüber sieht. Temporäre Kapitalverkehrskontrollen in diesem Status geben dem Inland Zeit, Reformen zur Restrukturierung ihres Finanzsystems einzuleiten. Des Weiteren können die Zinssätze gesenkt und somit wachstumsinduzierende Investitionen gefördert werden. Hat das Land die Krise überwunden, sollten die Kapitalkontrollen wieder aufgehoben werden. Malaysia versucht seit 1998 mit Hilfe derartiger temporärer Kapitalabflusskontrollen die Auswirkungen der Asienkrise zu beseitigen und erneut einen aufsteigenden Wachstumspfad zu realisieren. Für eine umfangreiche Beurteilung der Maßnahme ist es zwar noch zu früh, aber erste Erfahrungen zeigen, dass diese Strategie von Erfolg gekrönt sein kann. Malaysia scheint hierbei von den Erfahrungen anderer Länder, wie z.B. Korea, gelernt zu haben und setzt nicht allein auf Kapitalkontrollen, sondern reformiert gleichzeitig das Steuer- und Finanzsy-

stem des Landes sowie die malaysischen Unternehmen [*Stiglitz* (2000), S. 1083 und *Edwards* (1999), S. 70].

(3) Es sei an dieser Stelle nochmals betont, dass Kapitalverkehrskontrollen, unabhängig ob sie Kapitalzuflüsse oder Kapitalabflüsse betreffen, nicht allein und auch nicht zuerst eingesetzt werden sollten, um die negativen Auswirkungen des internationalen Kapitalverkehrs einzudämmen. Die Erfahrungen der letzten Jahre zeigen, dass derartige Instrumente nur in Kombination mit entsprechenden Maßnahmen zur Stärkung des gesamten Finanzsystems sowie zur Realisierung makroökonomischer Stabilität die gewünschten Erfolge bringen.

Literatur

- Beyfuß, J. / Fuest, W. / Grömling, M., u.a.* (1997), Globalisierung im Spiegel von Theorie und Empirie; Institut der deutschen Wirtschaft Köln (Hrsg.), Beiträge zur Wirtschafts- und Sozialpolitik 235, 2/1997, Köln.
- Blomström, M. / Globerman, S. / Kokko, A.* (1999), The Determinants of Host Country Spillovers from Foreign Direct Investment: Review and Synthesis of the Literature, SSI/EFI Working Paper Series in Economics and Finance, No. 239.
- Edwards, S.* (1999), How Effective are Capital Controls?, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 13, Nr. 4, 1999, S. 65-84.
- Fischer, B.* (1995), Foreign Portfolio Investment in Emerging Markets: A Panacea for Economic Development?, HWWA-Report, Nr. 148.
- Fischer, B. / Reisen, H.* (1992), Zum Abbau von Kapitalverkehrskontrollen, Hamburg.
- Fischer, B. / Schnatz, B.* (1996), Stabilitätspolitische Probleme bei der Integration in die internationalen Finanzmärkte: Mexikos Weg in die Peso-Krise, in: Schäfer, H.-B. (Hrsg.): Die Entwicklungsländer im Zeitalter der Globalisierung, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Band 245, S. 13-37.
- Frowen, S.F. / Karakitsos, E.* (1997), The Capital-Flows Theory Of Financial Crises, in: Public Finance, Vol. 52, Nr. 1, S. 64-88
- Hasse, R.* (1996), Globalisierung versus Protektionismus; in: Reinhold Biskup (Hrsg.): Globalisierung und Wettbewerb, 2., unveränderte Auflage, Bern / Stuttgart / Wien, Beiträge zur Wirtschaftspolitik, Band 63, S. 285-327.
- Hemmer, H.-R.* (1988), Wirtschaftsprobleme der Entwicklungsländer - Eine Einführung; 2., neubearbeitete und erweiterte Auflage, München.
- Hermann, R.* (2000), Nordafrika gehört nicht zu den Gewinnern der Globalisierung, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 22.03.00, S. W4.
- IMF* (2000), IMF Survey, Vol. 29, No. 2.
- IMF* (1998b), IMF Survey, Vol. 27, No. 7.
- IMF* (Versch. Jahrgänge), Balance of Payments Statistics Yearbook, Washington, DC, Jahrgänge 1987 – 1999.
- Janus, H.* (1999), Die Tobin-Steuer: Kann sie eine rennende Herde stoppen?, in: Bender, D. / Hemmer, H.-R. (Hrsg.), Entwicklungsländer im Zeitalter der Globalisierung, Tagungsband zum 2. Limburg-Seminar, Kreditanstalt für Wiederaufbau, Frankfurt, S. 117-153.
- Knight, M.* (1998), Developing Countries and the Globalization of Financial Markets, in: World Development, Vol. 26, Nr. 7, S. 1185-1200.
- Krugman, P. / Obstfeld, M.* (1997), International Economics - Theory and Policy, 4. Auflage, Reading, MA u.a..
- Menkhoff, L.* (1996), Die Einbindung von Entwicklungsländern in internationale Finanzmärkte, das Beispiel Thailand, in: Schäfer, H.-B. (Hrsg.): Die Entwicklungsländern im Zeitalter der Globalisierung, Schriften des Vereins für Socialpolitik Band 245, S. 53-81.

- Mishkin, F. S.* (1999), Global Financial Instability: Framework, Events, Issues, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, Nr. 4, S. 3-20.
- Obstfeld, M.* (1998), The Global Capital Market: Benefactor or Menace?, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12, Nr. 4, S. 9-30.
- Oehrlein, J.* (2000), Abschied von der Macht, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 15.03.00, S. 4.
- Rodrik, D.* (1998), Who Needs Capital-Account Convertibility?, URL: <http://www.ksg.harvard.edu/rodrik/papers.html>.
- Rogoff, K.* (1999), International Institutions for Reducing Global Financial Instability, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, Nr. 4, S. 21-42.
- Sachs, J. / Larrain, F.* (1995), *Makroökonomik in globaler Sicht*, München / Wien.
- Schnatz, B.* (1996), Stabilitätspolitische Reaktionen auf massive Kapitalzuflüsse: Erfahrungen aus Chile, Mexiko und Malaysia, HWWA-Diskussionspapier, Nr. 34.
- Stiglitz, J.E.* (2000), Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability, in: *World Development*, Vol. 28, Nr. 6, 2000, S. 1075-1086.
- UNCTAD* (1998b), *World Investment Report 1998*, New York.
- World Bank* (2000a), Liberalization of Trade in Goods, URL: <http://www1.worldbank.org/wbiep/trade/tradepolicy.html#top>.
- World Bank* (2000b), *World Development Indicators 2000*, Washington, D.C.
- World Bank* (2000c), *World Development Report*, New York.
- World Bank* (1999), *World Development Report*, New York.