

Kapitalimportkontrollen — Ein Instrument zur Vermeidung von Finanzmarktinstabilitäten?

Albrecht F. Michler / Franz Seitz

Zusammenfassung / Abstract

Das vorliegende Papier analysiert die internationalen Kapitalströme im Vorfeld und im Zuge der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise. Ein spezielles Augenmerk wird dabei auf die Emerging Markets sowie die Auslösung von Finanzmarktkrisen und Finanzmarktblasen gelegt. Anschließend wird auf Kapitalimportbeschränkungen und deren Effektivität eingegangen. Es zeigt sich, dass die empirische Evidenz nicht eindeutig ist. Vor allem muss zwischen der kurz- und langfristigen Wirksamkeit unterschieden werden. Wegen der mit Kapitalverkehrsbeschränkungen einher gehenden gesamtwirtschaftlichen Kosten ist ein flächendeckender Einsatz nicht sinnvoll. Stattdessen sollte auf eine konsistente Wirtschaftspolitik (Vermeidung übermäßiger Budgetdefizite, stabilitätsorientierte Geldpolitik) und flexible Wechselkurse gesetzt werden.

This paper analyses international capital flows before and during the current global financial and economic crisis. A special attention is put on the emerging markets as well as the triggering of financial market crises and financial market bubbles. Thereafter we examine the capital import restrictions and their effectiveness. It turns out that the empirical evidence is ambiguous. Especially it has to be distinguished between the short and long-term effectiveness. Due to the economic costs accompanying capital restrictions a full-coverage use does not make sense. A solid economic policy (avoidance of excessive budget deficits, stability-oriented monetary policy) and flexible exchange rates should be backed instead.

I. Veränderte Kapitalströme im Zuge der aktuellen Finanzkrise

Im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise 2007 bis 2009 und der sich ab 2010 abzeichnenden konjunkturellen Erholungsphase lassen sich gravierende Verschiebungen in den internationalen Finanzströmen beobachten, die sowohl das Niveau, als auch die Struktur und Richtung der Kapitalimporte und -exporte betreffen. Aus Sicht vieler wirtschaftspolitischer Entscheidungsträger und Ökonomen resultieren hieraus neue Risiken für die internationalen Finanzmärkte und die künftige weltwirtschaftliche Entwicklung. Folgerichtig werden die Forderungen nach einer verstärkten Kontrolle bzw. Steuerung der internationalen Finanzströme lauter.

Die weltweite Finanzkrise, die Mitte 2007 begann, hatte massive Auswirkungen auf das Niveau der grenzüberschreitenden Kapitalströme. In der Boomphase vor dem Ausbruch der Krise stieg das Niveau aller Kapitalströme, also der Direktinvestitionen (FDIs, *Foreign Direct Investments*), der Portfolioinvestitionen, der grenzüberschreitenden (unverbrieften) Kreditvergabe sowie der kurzfristigen spekulativen Transaktionen kontinuierlich an. Allein in der ersten Hälfte 2007 nahmen die Auslandspositionen von

Banken noch um 3,6 Bio. USD zu.¹ Ein Großteil dieser Forderungspositionen entstand bei anderen Kreditinstituten, was die rasche Internationalisierung des Bankgeschäfts – mit einem engen Geflecht von Forderungen und korrespondierenden Verbindlichkeiten – im Vorfeld der Krise reflektiert.

Im Jahr 2008 gingen die internationalen Kapitalströme in einzelnen Marktsegmenten dann nicht nur zurück, sondern es kam auch zu einer Umkehr der Kapitalflüsse. Anleger, nicht-finanzielle Unternehmen und Finanzinstitute lösten bislang gehaltene externe Positionen auf und transferierten ihr Kapital zurück ins Inland. Wie in vorangegangenen Finanzkrisen konzentrierte sich die Reduktion im Wesentlichen auf die Bankkredite. Während im Jahr 2007 noch 4,9 Bio. USD an Bankkrediten in andere Länder transferiert wurden, sanken die grenzüberschreitenden Kreditströme in 2008 um 1,3 Bio. USD.² Internationale Kreditgeber zogen sich zurück, indem sie Kreditlinien kündigten oder nicht weiter anboten sowie vorhandene Kreditpositionen nicht prolongierten. Über 40 % des Rückgangs lässt sich hierbei in Folge des Zusammenbruchs der US-Investmentbank *Lehman Brothers* auf die reduzierte Kreditvergabe im Interbankengeschäft zurückführen. Auch die bereitgestellten grenzüberschreitenden Einlagen waren rückläufig, die Marktteilnehmer zogen ca. 400 Mrd. USD aus ausländischen Finanzzentren ab.

Beim grenzüberschreitenden Erwerb von Aktien und Rentenpapieren war ebenfalls eine ausgeprägte Kaufzurückhaltung erkennbar. Dem grenzüberschreitenden Kapitalverkehr von ca. 800 Mrd. USD in 2007 folgte im Jahr 2008 ein Abfluss von 200 Mrd. USD. Auch der Kauf ausländischer Schuldtitel sank in den meisten Industrie- und Schwellenländern deutlich. Einzige Ausnahme waren die USA, die von der Flucht in den ‚sicheren Hafen‘ profitierten und erhebliche Kapitalimporte zugunsten von US-Staatsanleihen verzeichneten, die sich letztlich auch in deutlichen Kursanstiegen der US-Treasuries bemerkbar machten. Die geringsten Einbrüche waren bei den Direktinvestitionen erkennbar, die traditionell nur leichte Schwankungen aufweisen, da die Investments auf längerfristigen Unternehmensentscheidungen basieren und durch eine geringere Marktgängigkeit gekennzeichnet sind.³ Obwohl man nicht mehr das Niveau von 2007 erreichte, blieben die FDI-Ströme während der Marktturbulenzen des Jahres 2008 über dem Niveau von 2006.

¹ Informationen über die Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten von Geschäftsbanken gegenüber anderen Finanzinstituten und nicht-finanziellen Unternehmen werden von der BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH gesammelt und regelmäßig im statistischen Anhang der BIS Quartely Review publiziert.

² Siehe dazu MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2009), S. 13ff.

³ Zur Reagibilität von Direktinvestitionen vgl. beispielsweise SULA / WILLETT (2009).

Tab. 1: Grenzüberschreitende Kapitalimporte
(in Bio. USD, für alle Jahre auf Basis der Wechselkurse von 2008)

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| Direktinvestitionen | 1,9 | 1,0 | 0,9 | 0,7 | 0,8 | 1,2 | 1,5 | 2,1 | 1,8 |
| Aktien | 0,9 | 0,7 | 0,2 | 0,5 | 0,6 | 1,2 | 1,1 | 0,8 | - 0,2 |
| Schuldverschreibungen | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,4 | 2,0 | 2,4 | 2,7 | 2,6 | 1,6 |
| Kredite und Einlagen | 1,5 | 1,0 | 0,9 | 1,2 | 2,1 | 2,8 | 3,1 | 4,9 | - 1,3 |
| Insgesamt * | 5,3 | 3,8 | 3,0 | 3,7 | 5,4 | 7,6 | 8,3 | 10,4 | 1,9 |
| in % des globalen BIPs | 13,5 | 9,4 | 7,8 | 9,9 | 13,3 | 15,9 | 17,3 | 20,7 | 3,1 |
| * Aufgrund von Rundungsfehlern können Differenzen gegenüber den aufsummierten Einzelpositionen auftreten. | | | | | | | | | |

Quelle: MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2009), S. 14.

Geografisch betrachtet konnten die stärksten Einbrüche im grenzüberschreitenden Verkehr insgesamt in den USA und Westeuropa beobachtet werden. Besonders starke Rückgänge verzeichnete dabei Großbritannien. Ausländische Anleger – insbesondere aus der Eurozone – zogen in erheblichem Umfang Finanzmittel ab. Aber auch zwischen den Ländern der Eurozone und gegenüber den USA war eine deutliche Reduktion des Kapitalverkehrs zu beobachten. Die Finanzinstitute in den Schwellenländern (Emerging Market Countries; EMCs) hatten – angesichts der negativen Erfahrungen mit Krisen in der vorangegangenen Dekade – nur geringe Positionen in komplexen Aktivaformen, wie verbrieften Kreditstrukturen, aufgebaut. Auch die Verwendung derivativer Instrumente beschränkte sich im Wesentlichen auf die Risikoabsicherung. Diese vergleichsweise konservative Ausrichtung der Institute wurde zudem durch nationale Regulierungsmaßnahmen forciert. Aus diesem Grund wurden die Emerging Markets durch die erste Welle der Finanzkrise im Jahr 2007, die unmittelbar aus den Ausfällen im US-Subprime-Segment entstand, nicht erfasst. Die erfolgreiche Abschirmung gegenüber den Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten war letztlich aber nur zeitlich begrenzt. Der zeitverzögert einsetzende Rückzug von internationalen Anlegern und Finanzinstituten aus den Schwellenländern reflektierte nicht nur ein – angesichts der drohenden weltweiten Rezession – gestiegenes Länderrisiko sondern auch die massive Liquiditätspräferenz der Finanzakteure. Dies führte zu einem unterschiedslosen Rückzug aus den Investments in den EMCs, respektive aus dem asiatischen Raum. Besonders die Kreditvergabe an den privaten Sektor der Schwellenländer brach – angesichts des mangelnden inländischen Kreditangebots – dramatisch ein.⁴

⁴ Eine wichtige Ausnahme stellte China dar. Der chinesische Bankensektor war stärker von den ausländischen Kapitalströmen isoliert und die staatlich kontrollierten Banken wurden Ende 2008 angewiesen, ihre Kreditvergabe drastisch auszuweiten, um einem konjunkturellen Einbruch entgegen zu wirken.

Das Austrocknen der internationalen Kapitalströme zeigte sich in vielen Facetten. Die Kapitalkosten stiegen weltweit zügig an und erschwerten die Refinanzierung der Unternehmen. Nachdem die *Credit Spreads* und die Prämien von *Credit Default Swaps* (CDS-Spreads) in den Jahren vor der Finanzkrise tendenziell rückläufig waren, stiegen sie innerhalb weniger Monate drastisch an. Die Unterbrechung des grenzüberschreitenden Verkehrs sowie die rasche Rückführung von ausländischen Anlagen ins Inland spiegelte sich auch in deutlichen Kurskorrekturen und einer zunehmenden Volatilität auf den internationalen Devisenmärkten wider bzw. im Fall nicht vollständig flexibler Wechselkursen in starken Veränderungen der Devisenreserven.

II. Risiken internationaler Kapitalströme und die Probleme der Wirtschaftspolitik in offenen Volkswirtschaften

1. Internationale Kapitalströme und Finanzmarktblasen

Durch den technischen Fortschritt, die zunehmende Liberalisierung des Kapitalverkehrs, die Deregulierung der nationalen Finanzsysteme sowie durch eine Vielzahl von Finanzinnovationen in den letzten Dekaden lassen sich grenzüberschreitende Finanztransaktionen immer einfacher sowie kostengünstiger realisieren. In den 2000er Jahren wurden die grenzüberschreitenden Transaktionen zudem durch das Tempo von Finanzinnovationen begünstigt. Das Wachstum der grenzüberschreitenden Engagements wurde durch sektorale Trends wie die Verbriefung, die zunehmende Rolle von Hedge Funds und die verstärkte Nutzung von Zweckgesellschaften (*Special Purpose Vehicles*) in Offshore-Zentren getrieben. Finanzinnovationen eines Landes erhöhten zugleich die Nachfrage nach diesen Finanzkonstruktionen durch institutionelle und private Anleger aus dem Ausland. Vermeintlich neue Asset-Klassen boten die Möglichkeit zu einer breiteren Risikostreuung und zur Verbesserung des Chance/Risiko-Profiles der Anlagepositionen. Das Verhältnis zwischen den grenzüberschreitenden Kapitalströmen und dem globalen Bruttoinlandsprodukt stieg deshalb im letzten Jahrzehnt kontinuierlich an und erreichte vor Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 einen Wert von ca. 20,7 %.⁵

Aus Sicht vieler Beobachter hatte sich das Wachstum der Finanzmärkte damit weitgehend von der realwirtschaftlichen Entwicklung abgekoppelt und die Gefahr von Kursblasen auf den Finanzmärkten stieg kontinuierlich an. Das Platzen der Kursblasen wäre auf Dauer unausweichlich und würde massive realwirtschaftliche Anpassungsprozesse

⁵ Auch das Verhältnis zwischen den weltweiten Vermögenswerten und dem globalen Bruttoinlandsprodukt (die sog. Finanztiefe) weitete sich seit den 1980er Jahren deutlich aus. Betrug sie im Jahr 1990 noch ca. 227 % des BIPs stieg sie auf 343 % im Jahr 2007. Durch die Kurskorrekturen im Jahr 2008 sank der Wert auf 293 %. In einigen Ländern wie den USA war die Diskrepanz zwischen der realwirtschaftlichen Entwicklung und der Entwicklung auf den Vermögensmärkten noch stärker ausgeprägt. So betrug die Finanztiefe in den USA im Jahr 1980 ca. 200 % und stieg danach mit kleineren Unterbrechungen (beispielsweise während der DotCom-Blase zu Beginn der letzten Dekade) kontinuierlich bis auf 442 % im Jahr 2007 an, um im Krisenjahr 2008 schließlich auf 392 % zu sinken. Vgl. dazu MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2009), S. 8ff.

verursachen.⁶ Die starken internationalen Finanzströme sowie ihre Volatilität wurden folgerichtig als eine wesentliche Quelle für die Instabilität des internationalen Finanzsystems identifiziert und der liberalisierte Kapitalverkehr spielt eine zentrale Rolle für die internationale Verbreitung von Finanzkrisen.⁷

Ferner wird unterstellt, dass die drastisch gestiegenen Spekulationsgeschäfte, insbesondere der kurzfristige Auf- und Abbau von Handelspositionen zum Ausnutzen geringster Renditeunterschiede erhebliche negative Externalitäten für die gesamte Volkswirtschaft verursachen. Aus Sicht der Kritiker verzerren spekulative Finanztransaktionen die Marktsignale für den internationalen Handel sowie langfristige Investitionen und zwingen die Notenbanken zu unerwünschten Gegenmaßnahmen, die wiederum zu Spillover-Effekten in anderen Ländern führen können. Aufgrund der spekulativen Transaktionen werden knappe Ressourcen für finanzielle ‚Nullsummenspiele‘ verwandt und die Konzentration auf kurzfristige Kapitalgewinne führt dazu, dass die Finanzmärkte für langfristige Engagements tendenziell austrocknen, weil sie im Gegensatz zu den kurzfristigen Märkten als vergleichsweise riskant eingestuft werden.⁸

2. Die Neuausrichtung der internationalen Finanzströme

Höhere Renditeaussichten in einzelnen Ländern motivierten viele Finanzmarktteilnehmer im Vorfeld der Finanzkrise zur Durchführung von sog. *Carry Trades*, d.h. der – üblicherweise zeitlich begrenzten – Ausnutzung vorhandener Renditedifferenzen zwischen einzelnen Anlagewährungen.⁹ In der klassischen Variante wurden zinsgünstige Kredite auf dem Interbankenmarkt einer Niedrigzinswährung (Finanzierungswährung), dem JPY oder dem CHF, aufgenommen (*Short Position*) und der entsprechende Betrag in Ländern mit einer höheren Verzinsung bzw. höheren Renditeaussichten (Zielwährung) zeitgleich wieder angelegt (*Long Position*). Zur Verbesserung der Ertragsaussichten erfolgte üblicherweise im Zuge der Anlage zugleich eine Fristentransformation (z. B. Anlage in langfristige Staatsanleihen) oder eine Risikotransformation (z. B. Anlage in Unternehmensanleihen oder Aktien). Die Finanzmarktteilnehmer waren demzufolge nicht nur einem Wechselkursänderungsrisiko sondern auch Zinsänderungs- bzw. Aus-

⁶ REINHART / ROGOFF (2008) weisen beispielsweise auf eine hohe Korrelation zwischen der internationalen Kapitalmobilität und dem Auftreten von Finanzkrisen hin. Zugleich existiert eine strenge Evidenz für das Entstehen permanenter Output-Verluste im Zuge von Finanzkrisen. Vgl. dazu beispielsweise CERRA / SAXENA (2008).

⁷ Vgl. beispielsweise EPSTEIN (2009), S. 1f.

⁸ Vgl. DORNBUSCH (1988) sowie WAGNER (2009), S. 208f.

⁹ Als Anlagewährung waren insbesondere der australische und neuseeländische Dollar sowie das britische Pfund und der USD interessant. Das Volumen entsprechender Geschäfte auf den internationalen Finanzmärkten lässt sich hierbei nur schwer quantifizieren, lag allerdings sicherlich in einem bedeutsamen dreistelligen Mrd. USD-Bereich.

fallrisiken ausgesetzt.¹⁰ In Zeiten eines starken Weltwirtschaftswachstums, reichlich vorhandener Liquidität, einer hohen Risikobereitschaft der Anleger, haussierenden Finanzmärkten und niedriger Volatilität auf den Märkten profitierten die Carry Trader nicht nur durch die vorhandenen Renditedifferenzen sondern zugleich auch von erheblichen Wechselkursgewinnen aufgrund der immer schwächer werdenden Refinanzierungswährungen, insbesondere dem JPY.

Die geldpolitischen Reaktionen in den Industrieländern – respektive den USA – nach der Verschärfung der internationalen Finanzkrise im Herbst 2008 führte zu einer Neuausrichtung der Carry Trades. Ein sehr niedriges Zinsniveau auf den Geldmärkten der entwickelten Länder bei einem vergleichsweise deutlich höheren Zinsniveau sowie der Aussicht auf eine schnellere und kräftige Konjunkturerholung in vielen Schwellenländern sowie die wieder ansteigende Risikobereitschaft internationaler Investoren bewirkte einen starken Kapitalzufluss in Länder wie China, Indien oder Brasilien. Die Refinanzierung der Anlagepositionen erfolgte nun aus den enormen Liquiditätspositionen der Industrieländer, respektive den USA.

Die künftige Entwicklung auf den internationalen Finanzmärkten hängt insbesondere vom weiteren Ausmaß der globalen Ungleichgewichte ab. Der Internationale Währungsfonds geht gegenwärtig von folgendem Anpassungsszenario aus:¹¹ Die chinesische Konjunktorentwicklung ist auch künftig durch eine robuste Inlandsnachfrage geprägt, während die Wirtschaftspolitik weiterhin eine reale Aufwertung des Renminbis verhindert. Zugleich werden andere Schwellenländer eine reale Aufwertung gegenüber dem USD blockieren, um ihre Wettbewerbsfähigkeit gegenüber China zu erhalten. Da sich die Wettbewerbsfähigkeit der USA gegenüber den EMCs in diesem Szenario nicht nachhaltig verbessern kann, bleiben die dringend erforderlichen Konjunkturimpulse aus dem Ausland aus. Aufgrund des niedrigen Zinsniveaus kann die US-Notenbank keine zusätzlichen (zinsorientierten) geldpolitischen Impulse setzen, sodass die Notwendigkeit fiskalpolitischer Konjunkturprogramme besteht. Die hohen US-Haushaltsdefizite erfordern allerdings in den künftigen Jahren einen deutlichen Konsolidierungsprozess, der das Auflegen umfassender Konjunkturprogramme behindert. In diesem Fall dürfte der konjunkturelle Aufschwung in den USA einbrechen und würde in Folge die weltweite Konjunktorentwicklung erfassen. Länder, die aufgrund vorhandener Reserven einen Spielraum haben, um ihre Binnennachfrage zu stärken, könnten auch weiterhin ein nachhaltiges Wachstum sicherstellen. In diesem Szenario ist weiterhin mit gravierenden globalen Ungleichgewichten und ent-

¹⁰ Bei Arbitrage-Freiheit der Finanzmärkte – einschließlich der Gültigkeit der (ungedeckten) Zinsparität (UIP, *Uncovered Interest Parity*) – dürften systematische risikoadjustierte Überrenditen mithilfe von Carry Trades eigentlich nicht realisierbar sein. Dennoch deuten empirische Untersuchungen darauf hin, dass diese Strategien zwar durch ein höheres Risikopotenzial geprägt sind, über lange Zeiträume aber Überrenditen generieren können. Allerdings zeigen OLMO / PILBEAM (2009), dass Überrenditen durch Carry Trades nicht notwendigerweise auftreten, wenn die UIP verletzt ist.

¹¹ Vgl. BLANCHARD / MILESI-FERRETTI (2009).

sprechenden Rückkoppelungen auf die internationalen Kapitalströme zu rechnen, die Kapitalzuflüsse in Richtung der Schwellenländer begünstigen.¹²

3. Die Risiken verstärkter Kapitalimporte

Jene Länder, die die Finanz- und Konjunkturkrise gegenwärtig erfolgreich und schnell überwinden, sind aus Sicht der internationalen Anleger besonders attraktiv für Portfolioinvestitionen. Im Gegenzug sind sie dem Risiko erneuter Überbewertungen auf den nationalen Finanz- und Immobilienmärkten besonders stark ausgesetzt. Aus Sicht der betroffenen Länder – respektive den Schwellenländern – beinhalten die verstärkten Kapitalimporte eine Reihe potenzieller Risiken:¹³

Aufwertung der nationalen Währung und sinkende Wettbewerbsfähigkeit

Präferieren (institutionelle) Anleger auf den internationalen Finanzmärkten Investments in einem spezifischen Land, so können die initiierten Kapitalzuflüsse eine (reale) Aufwertung der nationalen Währung auslösen. Auf vergleichsweise engen Devisenmärkten besteht die Gefahr kurz- und mittelfristiger Overshooting-Effekte. Im Ergebnis sinkt die internationale Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Produzenten, wodurch das Wachstumspotenzial der Volkswirtschaft nachgehaltig gefährdet wird. Dieses Risiko ist besonders groß, wenn die Währungen enger Wettbewerber nicht als Anlagewährung in Frage kommen und folgerichtig nicht simultan aufwerten.

Die Gefährdung der Preisniveaustabilität

Die makroökonomischen Risiken der Kapitalimporte beschränken sich aber nicht nur auf die Wettbewerbsfähigkeit und somit auf das Wirtschaftswachstum bzw. das Beschäftigungsniveau. Auch andere wirtschaftspolitische Ziele wie die Preisniveaustabilität sind gefährdet, wenn die grenzüberschreitenden Finanzströme die geldpolitische Autonomie beeinträchtigen. Länder, die sich zu einem System fester Wechselkurse verpflichtet haben, müssen bei steigenden Kapitalimporten und den dadurch ausgelösten Aufwertungstendenzen zugunsten der Fremdwährungen intervenieren. Der Versuch, die interventionsbedingte Liquiditätsaufblähung durch eine Reduktion der inländischen Geldentstehungskomponente zu sterilisieren, ist insbesondere bei einem hohen Substitutionsgrad zwischen den Vermögensaktiva unterschiedlicher Währungsdenominierung, wenig Erfolg versprechend. Diese geldpolitischen Gegenmaßnahmen würden auch weiterhin ein hohes Zinsniveau im Inland erhalten und weitere Kapitalzuflüsse induzieren. Die Beibehaltung des Fix-Kurs-Systems erfordert letztlich eine anhaltend expansive Geldpolitik, die einen sukzessiven Anstieg des Inflationspotenzials bewirkt.

¹² Auch in einem Alternativszenario mit umfangreichen US-Konjunkturprogrammen werden die globalen Ungleichgewichte in Form von gravierenden Leistungsbilanzdefiziten weiterhin bestehen.

¹³ Vgl. beispielsweise MAGUD / RHEINHART / ROGOFF (2007), S. 3f.

Die Gefahr von Instabilitäten auf den nationalen Finanzmärkten

Bei einer zu geringen Markttiefe und -breite können umfangreiche Kapitalzuflüsse von den nationalen Vermögensmärkten nicht mehr hinreichend absorbiert werden und verursachen nachhaltige Kurssteigerungen. Insbesondere auf den Aktien- und Immobilienmärkten steigt die Gefahr von Vermögenspreisblasen. Kapitalimporte bewirken zudem qualitative und strukturelle Verschiebungen im nationalen Finanzsystem. Finanzinstitute und nicht-finanzielle Unternehmen passen Laufzeiten, Fremdkapitalquote und die Währungszusammensetzung in ihren Bilanzen an die veränderten Refinanzierungsbedingungen an. So werden inländische Finanzintermediäre durch eine erweiterte Kreditvergabe ihr *Leverage Ratio* erhöhen: im Ergebnis steigt die Bereitschaft zur Risikoübernahme bzw. sinkt die Qualität der gehandelten Assets. Insbesondere im Nachgang der Asienkrise der 1990er Jahre wurde auf das Problem der Fristentransformation (gravierender Laufzeit-Mismatch) und die zu starke Verschuldung in Fremdwährung (Währungs-Mismatch) im Vorfeld der Krise verwiesen. Solche Risiken lassen sich vermeiden, wenn längerfristige Ausleihungen in inländischer Währung möglich sind. In der Vergangenheit waren Schwellenländer auf den internationalen Finanzmärkten häufig aber nicht in der Lage, sich in ihrer eigenen Währung zu verschulden (*original sin*). Deshalb wurde verstärkt die Etablierung funktionsfähiger nationaler Bondmärkte eingefordert.

Die Gefahr spekulativer Kapitalimporte und -exporte

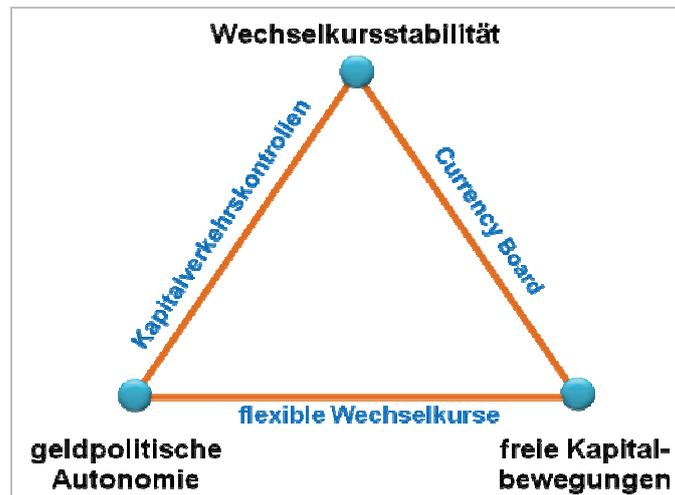
Aus Sicht der Wirtschaftspolitik ist der Zufluss zeitlich befristeter Portfolioinvestitionen aus kurzfristigen (spekulativen) Anlageaspekten besonders problematisch. Neben den zuvor beschriebenen Überhitzungseffekten auf engen nationalen Finanzmärkten, befürchtet man massive Verspannungen, wenn dieses *Hot Money* ebenso rasch wieder abgezogen wird, sobald andere Finanzmärkten ein besseres Chance/Risiko-Profil versprechen. Die erleichterten Refinanzierungsmöglichkeiten in den Schwellenländern würden beseitigt, die Vermögenspreise drastisch sinken und die kräftige Konjunkturerholung in diesen Ländern wäre ernsthaft gefährdet.¹⁴

¹⁴ Die konventionelle Sichtweise konzentriert sich häufig auf das Risiko dieser eher spekulativen Kapitalbewegungen und unterstellt, dass längerfristige Kapitalzuflüsse weniger risikobehaftet sind als die kurzfristigen Zu- und Abflüsse. In der Tat bestätigen empirische Untersuchungen, dass die Wahrscheinlichkeit von Währungskrisen mit der Zunahme der kurzfristigen Verbindlichkeiten eines Landes in Relation zu seinen Reservepositionen ansteigt. Vor diesem Hintergrund sind insbesondere Direktinvestitionen, deren Ströme ein deutlich geringeres Schwankungspotenzial aufweisen, wirtschaftspolitisch wünschenswert.

4. Das Trilemma der Wirtschaftspolitik in offenen Volkswirtschaften

Die zuvor beschriebenen Risiken und die jüngsten Erfahrungen in den Schwellenländern spiegeln das wohlbekannte Trilemma der Wirtschaftspolitik in offenen Volkswirtschaften wider. Es ist letztlich unmöglich einen freien Kapitalverkehr sowie Wechselkursstabilität zu garantieren und zugleich eine völlig unabhängige Geldpolitik zu realisieren. Die folgende Abbildung verdeutlicht, dass die Wirtschaftspolitik gezwungen wird, die Zahl der Freiheitsgrade zu reduzieren. Vor diesem Hintergrund wird heftig darüber diskutiert, wie man die negativen Folgen der internationalen Finanzströme am besten verhindern bzw. mildern kann. Aus Sicht der Wirtschaftspolitik bietet sich eine Vielzahl von Instrumenten an, die einzeln oder in Kombination und in Abhängigkeit von der konkreten Ausgangslage eingesetzt werden können, um unerwünschte Folgewirkungen von Kapitalströmen zu dämpfen.

Abb. 1: Das Trilemma der Wirtschaftspolitik in offenen Volkswirtschaften



Quelle: Eigene Darstellung.

Die Implementierung einer strafferen Geldpolitik zur Vermeidung von Überhitzungstendenzen auf den lokalen Güter- und Finanzmärkten wird gegenwärtig nur zögerlich verfolgt, da man im Fall steigender Zinssätze einen weiteren Kapitalzufluss mit einem entsprechenden Aufwertungsdruck auf die nationale Währung befürchtet. Sofern mittelfristig auf eine restriktivere Ausrichtung der Geldpolitik verzichtet wird, muss aber mit erheblichen Nebeneffekten gerechnet werden, die die – aus Sicht der EMCs – negativen Effekte von Flex-Kurs-Systemen mit ihren Aufwertungs-tendenzen erheblich überschreiten dürften. Vor diesem Hintergrund steigt die Neigung seitens der Wirtschaftspolitik, die negativen Auswirkungen der Kapitalimporte durch eine Regulierung der Kapitalmärkte abzuwehren.

III. Zielsetzungen von Kapitalimportbeschränkungen

Die Gründe, die für eine aktive Beeinflussung der internationalen Kapitalströme vorgebracht werden, konzentrieren sich nicht nur auf eine Absenkung der zuvor beschriebenen Risiken sondern erstrecken sich häufig auch auf die Realisierung zusätzlicher wirtschaftspolitischer Ziele.¹⁵

Absicherung der Stabilität auf den nationalen Finanzmärkten

Die Steuerung der grenzüberschreitenden Kapitalströme soll die Stabilität der Finanzmärkte unterstützen, indem sie Fluchtrisiken unterbindet, Währungsrisiken senkt und die Anfälligkeit gegenüber Schocks sowie Ansteckungsgefahren reduziert. Das Risiko der Investorenflucht (*flight risk*) beschreibt die Gefahr, dass Anleger in hochliquiden Assets ihre Positionen bei auftretenden Problemen im großen Umfang auflösen. Das Anfälligkeitsrisiko (*fragility risk*) charakterisiert die mangelnde Rückzahlungsfähigkeit von privaten und öffentlichen Kreditnehmern beim Auftreten interner und externer Schocks. Diese Risiken können beispielsweise entstehen, wenn private Kreditnehmer ihre Investitionen mit Kapital finanzieren, das durch ein hohes Fluchtrisiko geprägt ist. Eine hohe Anfälligkeit ist auch dann zu erwarten, wenn in- oder ausländische Akteure in einzelnen Branchen überinvestieren und damit Überkapazitäten und spekulative Blasen erzeugen. Das Ansteckungsrisiko (*contagion risk*) spiegelt das Problem wider, dass ein Land von makroökonomischen oder finanziellen Instabilitäten erfasst wird, die auf anderen Märkten entstanden sind. Durch die Steuerung der Kapitalströme lässt sich der Grad der Finanzmarktintegration variieren und somit die Anfälligkeit einzelner Ländern gegenüber Währungs-, Flucht- und Anfälligkeitsrisiken reduzieren.

Unterstützung wirtschaftspolitisch gewünschter Investitionen und finanzieller Arrangements

Durch die Kontrolle der Kapitalströme lässt sich die Zusammensetzung der gesamtwirtschaftlichen Investitionen und ihrer Finanzierung beeinflussen. Damit lassen sich jene Anlageformen begünstigen, die aus Sicht der Wirtschaftspolitik wünschenswert sind. Also Investments die zusätzliche Beschäftigung generieren, den Lebensstandard erhöhen, eine bessere Einkommensgleichheit versprechen, den Technologietransfer und das *Learning-by-Doing* begünstigen sowie ein stabiles Wirtschaftswachstum sicherstellen. Wünschenswerte Finanzierungsformen sind Formen, die langfristig, nachhaltig und stabil sind. Im Gegenzug dazu lassen sich unerwünschte Investitionen oder Finanzierungen behindern, indem sie verteuert oder unmittelbar ausgeschlossen werden.

¹⁵ Vgl. hierzu insbesondere NEELY (1999) S. 15ff., FRENKEL (2002), S. 246ff. sowie EPSTEIN (2009), S. 8f.

Flankierung einer autonomen Wirtschafts- und Sozialpolitik

Die Beeinflussung der grenzüberschreitenden Kapitalströme erscheint zudem in vielfacher Weise geeignet, den politischen Autonomiegrad eines Landes zu erhöhen. Das Risikopotenzial von Wechselkursfluktuationen kann abgesenkt werden, indem man ein System fester Wechselkurse (mit Bandbreiten) durch eine Steuerung der Kapitalströme flankiert. Die Wechselkurse können auf einem ‚wettbewerbsfähigen‘ und ‚stabilen‘ Niveau gehalten werden. Die Maßnahmen schaffen Raum für eine aktive, wachstumsorientierte Geld- oder Fiskalpolitik, ohne dass die Kapitalströme die wirtschaftspolitischen Impulse neutralisieren. Da die Beeinflussung der Kapitalströme zugleich das Risiko von Finanzkrisen senkt, erhöht sich auch der Freiheitsgrad der inländischen Wirtschaftspolitik. Die Wahrscheinlichkeit, dass man eine restriktive Wirtschafts- und Sozialpolitik einleiten muss, um beispielsweise das Vertrauen der internationalen Anleger wiederzugewinnen bzw. um die Voraussetzungen für eine finanzielle Unterstützung seitens des Internationalen Währungsfonds zu erhalten, sinkt deutlich ab. Schließlich behindern Kapitalverkehrskontrollen auch eine unerwünschte Übernahme oder Kontrolle inländischer Unternehmen durch ausländische Investoren.

Flankierung der nationalen Autonomie und Demokratie

Mithilfe von Kapitalverkehrskontrollen wird verhindert, dass Spekulanten und ausländische Marktteilnehmer Einfluss auf inländische Entscheidungsprozesse nehmen und die Demokratie ‚aushöhlen‘. Die Einflussmöglichkeiten der internationalen Finanzindustrie und des Internationalen Währungsfonds werden zurückgedrängt und schaffen Raum für die Interessen anderer Gruppen, beispielsweise den ärmsten Bevölkerungsteilen in den Schwellenländern. Durch den verstärkten Pluralismus im Politikdesign lassen sich zudem die demokratischen Prozesse eines Landes verstärken.

IV. Formen von Kapitalimportbeschränkungen

Die unterschiedlichen Zielsetzungen führen auch zu einem breiten Set an denkbaren Instrumenten zur Beschränkung der Kapitalimporte. Grundsätzlich lassen sich Kapitalverkehrsbeschränkungen in mengenbasierte (administrative) und preisbasierte (markt-basierte) Eingriffe differenzieren. Mengenbasierte Beschränkungen umfassen die Begrenzung von grenzüberschreitenden Transaktionen durch teilweise oder vollständige Verbote bzw. durch Genehmigungsverfahren. Preisbasierte Beschränkungen versuchen, bestimmte Finanztransaktionen dadurch zu verhindern, dass man diese Geschäfte teurer macht. Solche Restriktionen können verschiedene Formen annehmen, z.B. implizite oder explizite Besteuerung grenzüberschreitender Kapitalflüsse und Systeme dualer oder multipler Wechselkurse. Die Beeinflussung der Kapitalströme kann schließlich auch indirekt über die Regulierung von Finanzinstitutionen – beispielsweise durch die Eigenkapitalunterlegung, Vorgabe eines Leverage-Ratios bestimmter Geschäfte, Begrenzung derivativer Kontrakte, Limitierung der Fristentransformation etc. – erfolgen. Die Kombination aus mengenbasierten Kapitalverkehrskontrollen, der Besteuerung,

Regulierungsinstrumenten mit indirekter Wirkung und dem Versuch der Wechselkursbeeinflussung bezeichnet man als *Capital Management Techniques*. In der folgenden Tabelle sind die unterschiedlichen Formen von Kapitalimportbeschränkungen zusammengefasst.¹⁶

Tab. 2: Ziele und Formen von Kapitalimportbeschränkungen

| Zielsetzungen | Preisbasierte Instrumente | Mengenbasierte Instrumente | Regulierungsinstrumente |
|--|--|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Etablierung stabiler und wettbewerbsfähiger realer Wechselkurse • Vermeidung von Instabilitäten auf den den Finanzmärkten durch Begrenzung der Verschuldung und die Vermeidung von Mismatch-Risiken • Anpassung an die politisch gewünschte Kapitalimportstruktur • Begrenzung des Erwerbs inländischer Unternehmen durch Ausländer | <ul style="list-style-type: none"> • Etablierung einer Tobin Tax (Besteuerung von Devisenmarkttransaktionen) • Verpflichtung zur unverzinsten Reservehaltung im Fall von Kapitalimporten • Besteuerung der Kapitalimporte | <ul style="list-style-type: none"> • Begrenzung der ausländischen Beteiligung an den Assets inländischer Unternehmen • Meldepflicht bzw. quantitative Begrenzung bei der Kreditaufnahme im Ausland • Begrenzung der Kreditaufnahme bei ausländischen Rechtspersonlichkeiten | <ul style="list-style-type: none"> • Etablierung einer Keynes Tax (Besteuerung von Finanztransaktionen im Inland) • Meldepflicht bzw. Begrenzung in Bezug auf die Laufzeitstruktur von Verbindlichkeiten und Vermögenspositionen • Verpflichtung zur Reservehaltung auf Depositenpositionen • Kapitalunterlegungsverpflichtungen bei spezifischen Assets; Beschränkungen von außerbilanziellen Geschäften und beim Abschluss derivativer Geschäfte |

Eine typische Form preisbasierter Kapitalverkehrsbeschränkungen zur Unterbindung insbesondere kurzfristiger (spekulativer) Kapitalströme ist die Tobin Tax. Tobin schlug eine geringfügige Besteuerung des Transaktionsvolumens für alle internationalen Devisenmarkttransaktionen vor.¹⁷ Eine derartige Steuer reduziert den Anreiz zum Auf- und Abbau von kurzfristigen Handelspositionen, die naturgemäß durch geringe Gewinnspannen gekennzeichnet sind. Längerfristige Engagements, die durch höhere Renditeaussichten geprägt sind, werden durch die geringfügige Besteuerung hingegen nicht behindert. Ziel der Tobin Tax ist es also, den Anlagehorizont der Marktteilnehmer zu erweitern, d. h., dass sich die Akteure bei ihren Finanztransaktionen verstärkt an den fundamentalen (längerfristigen) Faktoren orientieren. Die sinkenden Umsätze bei den kurzfristigen Engagements wird das Schwankungspotenzial auf den Finanzmärkten senken und zugleich die Effizienz der Märkte erhöhen, weil spekulationsbedingte Preisverzerrungen unterbleiben. Zudem kann die Steuer den Freiheitsgrad geldpolitischer

¹⁶ Vgl. EPSTEIN (2009), S. 6. Siehe beispielsweise auch NEELY (1999), S. 21ff. sowie ARIYOSHI u.a. (2000), S.7 und INTERNATIONAL MONETARY FUND (2010), S. 8ff.

¹⁷ Vgl. dazu TOBIN (1978), DORNBUSCH (1988) sowie EICHENGREEN (2000).

Maßnahmen vergrößern, weil sich mit ihrer Hilfe ein stärkeres Zinsgefälle zwischen den Währungen etabliert (bei nationalen Alleingängen). Zugleich erhöht die Tobin Tax als willkommener Nebeneffekt die Einnahmen der öffentlichen Haushalte.

Die Tobin Tax weist in der praktischen Umsetzung allerdings eine Reihe gravierender Probleme auf:¹⁸

- Die Steuer muss international eingeführt werden und für alle Transaktionen gelten. Sofern dies nicht gewährleistet ist, wird es ausreichende Spielräume für Ausweichstrategien geben.
- Sofern die Steuer nicht in allen Ländern eingeführt wird, kommt es zu Wettbewerbsverzerrungen zu Lasten der teilnehmenden Länder bzw. ihrer Finanzplätze.
- Wird die Steuer nur für Transaktionen auf den Kassamärkten eingesetzt, ist eine Umgehung mithilfe von derivativen Instrumenten möglich. In der Summe erschweren vorhandene Substitutionsbeziehungen die Effektivität des Instruments.
- Erweitert man diese Transaktionssteuer auf die Derivatmärkte, so kann dieses Marktsegment insgesamt geschädigt werden und die Absicherungsfunktion von Derivaten in Bezug auf Währungsgeschäfte wird unterminiert. Im Ergebnis werden die Finanzmärkte nicht stabilisiert sondern destabilisiert.
- Die Implementierung erfordert zudem eine Aussage darüber, wer die Steuer erhebt, wie die Steuereinnahmen zwischen den Ländern verteilt und für welche Zwecke sie verwendet werden.
- Die Tobin-Steuer dürfte ferner kaum geeignet sein, spekulative Attacken zu verhindern, die üblicherweise in Fix-Kurs-Systemen auftreten. Eine kleine Devisenumsatzsteuer wird Spekulanten, die größere Kursänderungen und damit gravierende Gewinne erwarten, nicht von ihren Aktivitäten abhalten. Folgerichtig greift die Steuer vornehmlich im Intra-Day-Handel, der die tägliche Volatilität bestimmt.
- Es ist fraglich, ob die täglichen spekulativen Geschäfte eine Blasenbildung auf den Finanzmärkten begünstigen. Die Probleme des US-Hypothekenmarktes im Zuge der Finanzkrise oder das Auftreten der Dotcom-Blase Ende der 1990er Jahre haben sicherlich originär nichts mit den Aktivitäten auf den internationalen Finanzmärkten und speziell des Devisenmarktes zu tun, sondern sind das Ergebnis einer verfehlten Geld- und Ordnungspolitik. Auch die Turbulenzen in Fix-Kurs-Systemen, wie sie beispielsweise im September 1992 im EWS I oder während der Asienkrise 1998 auftraten, sind nicht das Ergebnis des Intra-Day-Handels.

¹⁸ Die zurzeit von vielen Politikern in der ein oder anderen Form geforderte Finanztransaktionssteuer geht über den ursprünglichen Vorschlag von Tobin hinaus, da sie nicht nur die Umsätze an den Devisenmärkten sondern alle bzw. alle grenzüberschreitenden Finanztransaktionen erfassen soll. Die an der Tobin-Steuer geäußerte Kritik lässt sich aber in ähnlicher Form auch auf die modifizierten Varianten anwenden.

- Die Tobin-Steuer reduziert die Liquidität auf den internationalen Devisenmärkten und gewährleistet damit nicht automatisch, dass die Wechselkursvolatilität sinkt. Zudem werden nicht alle kursrelevanten Informationen zeitnah auf den Finanzmärkten eingepreist und folgerichtig kann die Informationseffizienz sinken.
- Spekulationstätigkeiten sind nicht grundsätzlich destabilisierend. Eine erforderliche Diskriminierung zwischen stabilisierenden und destabilisierenden Spekulationen und damit eine unterschiedliche steuerliche Behandlung ist aber nicht praktikabel.

Angesichts der vielfältigen Probleme mit der Tobin Tax wurden eine Reihe von alternativen Vorschlägen entwickelt, die sich zunächst ebenfalls auf die Besteuerung von Devisenmarkttransaktionen konzentrierten, aber auch auf andere Transaktionen ausgeweitet werden können. So schlägt beispielsweise MÉLITZ eine Steuer vor, die an den Gewinnen von kurzfristigen Finanztransaktionen ansetzt. Dies wären Devisengewinne, die beim Verkauf von Aktiva bzw. der Rückzahlung von Schulden entstehen und bei denen die Positionen weniger als ein Jahr gehalten wurden.¹⁹

Die unverzinsliche Reservehaltung (URR, *unremunerated reserve requirements*) stellt ein weiteres preisbasiertes Instrument dar, das implementiert wird, um den Kapitalzufluss abzubremsen. Ausländische Investoren werden verpflichtet, einen bestimmten prozentualen Anteil ihrer Kapitalimporte für eine festgelegte Zeitdauer auf einem unverzinsten Bankkonto – beispielsweise bei der Notenbank – zu hinterlegen. Die Reserveverpflichtung wirkt wie eine Steuer (bzw. wie eine zinslose Mindestreserve), da sie die Nettorendite der ausländischen Finanzakteure senkt.

Preisbasierte Beschränkungen sind in aller Regel transparenter als mengenbasierte Eingriffe. Die zusätzlichen Kosten für die Finanzakteure lassen sich bereits im Vorfeld der Transaktionen bestimmen. Zusätzlich verbieten sie Finanztransaktionen nicht generell, sondern erhöhen lediglich die Transaktionskosten und reduzieren aus Sicht der Finanzmarktteilnehmer damit die Renditechancen. Sowohl die Transaktionssteuer als auch die URR ermöglichen eine Differenzierung zwischen unterschiedlichen Transaktionstypen; sie lassen sich beispielsweise auf Portfolioinvestitionen oder auf kurzfristige Transaktionen begrenzen.

Die Erhebung einer Steuer ist möglicherweise weniger aufwendig als die Implementierung einer URR, da im zweiten Fall die betroffenen Transaktionen genau aufzuzeichnen sind und zugleich festgehalten werden muss, wann die Reservepositionen wieder freigegeben werden. In beiden Fällen gilt allerdings, dass das private Bankensystem üblicherweise in die administrative Abwicklung einbezogen und mit nicht unerheblichen Kosten konfrontiert wird. Die Komplexität der administrativen Kontrollen steigt, wenn man für verschiedene Finanztransaktionen unterschiedliche Steuer- oder Reservesätze sowie Laufzeiten festlegt und darüber hinaus Ausnahmeregelungen

¹⁹ Vgl. dazu MÉLITZ (1994) sowie FRENKEL / MENKHOFF (2000), S. 66.

implementiert. Mit der Komplexität steigt zudem die Gefahr, dass die Marktteilnehmer die geltenden Regelungen umgehen können.²⁰

Administrative Kapitalimportkontrollen beschränken die originären Kapitaltransaktionen und/oder die damit verbundenen Zahlungen (beispielsweise Zins- oder Dividendenzahlungen) durch ein explizites Verbot oder durch eine mengenmäßige Begrenzung beim Erwerb inländischer Vermögenspositionen. In Abhängigkeit von der konkreten Ausgestaltung der Regeln zwingen sie die Aufsichtsbehörden häufig zu Einzelfallprüfungen. Die relative Flexibilität der Eingriffe, sowie die fehlende Transparenz hinsichtlich der Entscheidungskriterien öffnet erhebliche Spielräume für willkürliche Entscheidungen der Kontrollbehörde. Der administrative Aufwand für das Bankensystem und die Kontrollbehörde (üblicherweise die Zentralbank) ist deutlich höher als bei preisbasierten Eingriffen und lässt sich schon allein aus den deutlich höheren Dokumentationsverpflichtungen ableiten.²¹

Häufig beinhalten Maßnahmen zur Regulierung des inländischen Finanzsektors mehr oder minder starke Elemente von Kapitalverkehrskontrollen. Die quantitativen und qualitativen Standards beispielsweise in Bezug auf die Eigenkapitalunterlegung oder das Risiko- und Liquiditätsmanagement unterscheiden häufig zwischen in- und ausländischen Positionen. So ist eine höhere Mindestreserveverpflichtung der Banken für Einlagen ausländischer Kunden denkbar. Die renditemindernde Wirkung dieser Maßnahme wirkt wie eine Importbeschränkung, steht im Vordergrund der Regulierung und wird von internationalen Organisationen wie dem IWF auch so interpretiert. Die unterschiedliche Behandlung von Fremdwährungspositionen gegenüber Positionen in der nationalen Währung – beispielsweise die Begrenzung der offenen Nettodevisenpositionen – wird üblicherweise nicht als Kapitalverkehrskontrolle sondern als normale Regulierungsmaßnahme zur Risikobegrenzung interpretiert. Gleichwohl können diese Maßnahmen den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr einschränken bzw. beeinflussen. Insbesondere dann, wenn unterschiedliche Limits für offene Short- und Long-Positionen fixiert werden.²²

V. Die Effektivität von Kapitalimportbeschränkungen

1. Möglichkeiten zur Umgehung von Kapitalverkehrsbeschränkungen

In der Praxis lässt sich feststellen, dass Unternehmen und private Haushalte mit zeitlicher Verzögerung immer Wege und Möglichkeiten finden, über die bestehende Kapitalverkehrsbeschränkungen ausgehebelt werden können. Dies geschieht häufig im Zusammenhang mit dem internationalen Güterhandel, indem Unternehmen beispielsweise die Rechnungen für Waren und Dienstleistungen manipulieren. Kapitalimportbeschränkungen lassen sich bei einem vollständig freien Waren- und Dienstleistungsverkehr umgehen, indem der Preis für exportierte Güter angehoben wird

²⁰ Vgl. INTERNATIONAL MONETARY FUND (2010), S. 9f.

²¹ Vgl. INTERNATIONAL MONETARY FUND (2010), S. 10.

²² Vgl. hierzu insbesondere ARIYOSHI u.a. (2000), S. 7 sowie S. 32ff.

(*overinvoicing*). Der sich aus der Preisdifferenz ergebene Zusatzbetrag kann in inländischen Assets angelegt werden und die Erträge aus dem Investment werden zwischen dem inländischen Unternehmen und seinen ausländischen Handelspartnern aufgeteilt.²³ Beschränkungen lassen sich ferner durch verzögerte oder beschleunigte Zahlungen im internationalen Güterhandel umgehen. Möchte man Kapitalimportkontrollen aushebeln, zahlen inländische Güterimporteure ihre Rechnungen für gelieferte Waren und Dienstleistungen zeitverzögert (*lags*) oder ausländische Güterimporteure leisten Vorkasse an inländische Produzenten für noch nicht gelieferte Güter (*leads*).²⁴ Im Ergebnis wird die Kreditvergabe an das Inland erhöht und die erwarteten Zusatzrenditen lassen sich zwischen den beteiligten Unternehmen aufteilen. Da diese Schlupflöcher bekannt sind, versuchen Regierungen häufig, diese Ausweichstrategien durch verstärkte Kontrollen der Export- und Importfinanzierung zu unterbinden.²⁵ Der administrative Aufwand steigt aus Sicht aller Beteiligten an und belastet das Wachstumspotenzial der Volkswirtschaft. Sind lediglich bestimmte Asset-Klassen – beispielsweise Anlageformen mit einer kurzfristigen Restlaufzeit – von den Kapitalimportbeschränkungen betroffen, können die vorhandenen Restriktionen durch eine falsche Deklaration der Anlagefristen umgangen werden.

2. Empirische Ergebnisse

Empirische Analysen zur Effektivität von Kapitalimportbeschränkungen befassen sich mit sehr unterschiedlichen Fragestellungen. Einerseits wird geprüft, inwieweit die wirtschaftspolitischen Eingriffe geeignet sind, das Volumen der Kapitalimporte zu senken und die Zusammensetzung der grenzüberschreitenden Finanzströme zu verändern. Andererseits wird aber auch untersucht, ob und in welchem Umfang der Aufwertungsdruck auf die lokale Währung reduziert und die geldpolitische Unabhängigkeit gestärkt werden kann.

Die Ergebnisse der empirischen Untersuchungen liefern keinen eindeutigen Befund. Studien, die die Wirksamkeit von Importbeschränkungen von Schwellenländern in den 1990er Jahren untersuchen und davon ausgehen, dass die Maßnahmen insbesondere darauf gerichtet waren, einen Zinsabstand zwischen dem Inland und dem Ausland zu etablieren sowie gleichzeitig den Anpassungsbedarf der Wechselkurse zu minimieren, identifizieren nur kurzfristige Erfolge. Auf Dauer mussten entweder die Zins- oder die Wechselkursziele aufgegeben werden. Mithilfe der wirtschaftspolitischen Eingriffe konnten darüber hinaus zwar die Laufzeiten des zufließenden Kapitals ausgedehnt werden, das Gesamtvolumen der Kapitalimporte ließ sich hingegen nicht nachhaltig

²³ Vgl. FRENKEL (2002), S. 245.

²⁴ Vgl. NEELY (1999), S. 27. Weitere Umgehungsmöglichkeiten ergeben sich durch den Reiseverkehr zwischen den Ländern. Vgl. dazu BAKKER (1996).

²⁵ Allerdings bleibt anzumerken, dass das Volumen dieser handelsinduzierten Kapitalströme im Verhältnis zu anderen Finanzmarkttransaktionen eher gering sein dürfte.

reduzieren.²⁶ MAGUD / REINHART / ROGOFF fassen die Ergebnisse empirischer Studien zur Wirksamkeit sowohl von Kapitalexport- als auch Kapitalimportbeschränkungen bis 2006 zusammen.²⁷ Sie kommen zu dem Schluss, dass Kapitalimportkontrollen die geldpolitische Unabhängigkeit erhöhen und die Zusammensetzung der Kapitalströme verändern können. Inwieweit die wirtschaftspolitischen Eingriffe in der Lage sind, den realen Aufwertungsdruck auf die nationale Währung zu reduzieren, ist hingegen nicht eindeutig nachweisbar. Kapitalverkehrsbeschränkungen sind darüber hinaus nicht in der Lage, das Volumen der grenzüberschreitenden Kapitalströme und folgerichtig die Kapitalbilanz nachhaltig zu beeinflussen. Jüngste Untersuchungen basierend sowohl auf Querschnittsanalysen als auch auf Analysen für einzelne Länder im Zeitablauf weisen allerdings darauf hin, dass Beschränkungen die Kapitalzuflüsse kurzfristig absenken bzw. starke Kapitalimportschocks reduzieren können.²⁸ Schließlich finden OSTRY u.a., dass Schwellenländer mit Kapitalverkehrskontrollen – gemessen am Output-Rückgang – die jüngste Finanz- und Wirtschaftskrise deutlich besser überstanden haben als Länder ohne entsprechende Restriktionen.²⁹ Insgesamt kann festgehalten werden, dass die Wirksamkeit von Kapitalverkehrsbeschränkungen mit zunehmender Zeitdauer sinkt, da es den Marktteilnehmern immer stärker gelingt, die Beschränkungen kostengünstig zu umgehen.

Neben der notwendigen zeitlich differenzierten Betrachtungsweise dürfte die mangelnde empirische Evidenz in Bezug auf die Effektivität von Kapitalverkehrsbeschränkungen auf folgende Gründe zurückzuführen sein:³⁰

- Es gibt keinen eindeutigen theoretischen Rahmen für die Analyse der makroökonomischen Konsequenzen von Kapitalverkehrsbeschränkungen.
- Der Wirksamkeitsgrad implementierter Maßnahmen hängt stark von den betrachteten Ländern und Zeiträumen ab.
- Mithilfe von Kapitalverkehrsbeschränkungen soll eine Vielzahl von unterschiedlichen Zielen erreicht werden. Divergierende Vorstellungen über die Aufgaben von Beschränkungen führen folgerichtig auch zu einer unterschiedlichen Bewertung der eingesetzten Instrumente.
- Für die empirische Analyse gibt es keine allgemein anerkannte Vorgehensweise. Unterschiedliche Analysemethoden und die Tatsache, dass sich viele Untersuchungen in den letzten Dekaden auf die Analyse einiger weniger Länder fokussierten, erschweren allgemeingültige Aussagen.

²⁶ Vgl. dazu ARIYOSHI u.a. (2000). Die Studie untersucht die Auswirkungen von Kapitalimportkontrollen für Brasilien (1993-97), Chile (1991-98), Kolumbien (1993-98), Malaysia (1994) sowie Thailand (1995-97). Siehe ferner FRENKEL (2002), S. 256ff.

²⁷ Vgl. MAGUD / REINHART / ROGOFF (2007).

²⁸ Eine ausführlichere Zusammenfassung empirischer Studien und Ergebnisse aus den letzten Jahren befindet sich im vierten Kapitel des „Global Financial Stability Report“ des INTERNATIONAL MONETARY FUND (2010) und in OSTRY u.a. (2010).

²⁹ OSTRY u.a. (2010) untersuchten hierfür die Output-Entwicklung von 37 Schwellenländer in der jüngsten weltweiten Wirtschaftskrise.

³⁰ Vgl. MAGUD / REINHART (2007).

- Kapitalverkehrsbeschränkungen werden in aller Regel nicht isoliert implementiert sondern sind häufig Teil eines größeren Politikpakets, das neben fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen auch strukturelle Anpassungen beinhalten kann.

VI. Wirtschaftspolitische Implikationen

1. Vorteile unregulierter Finanzmärkte

Angesichts der beschriebenen Ergebnisse ist es verwunderlich, dass sich Kapitalverkehrskontrollen und andere Regulierungsinstrumente weiterhin einer hohen Beliebtheit sowohl in Industrie- als auch in Schwellenländern erfreuen. Es liegt der Verdacht nahe, dass politökonomische Gründe das wirtschaftspolitische Verhalten dominieren. Regierungen greifen auf Kapitalverkehrsbeschränkungen aufgrund einer kurzfristigen Ausrichtung ihrer Politik, die durch die Wiederwahlchancen geprägt ist, zurück.³¹ Das Instrumentarium sichert der Wirtschaftspolitik diskretionäre Entscheidungsspielräume, die abrupte Politikwechsel mit allen negativen gesamtwirtschaftlichen Folgen begünstigen. Gleichzeitig besteht die Möglichkeit zur Erzielung von Renten und folgerichtig – insbesondere in Ländern mit unzureichenden demokratischen Kontrollinstanzen – die Gefahr von Korruption. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob und inwieweit die wirtschaftspolitischen Eingriffe tatsächlich die negativen Folgeerscheinungen völlig unregulierter internationaler Finanzmärkte kompensieren können und inwieweit die beobachtbaren Blasen auf den Finanzmärkten einzig und allein das Ergebnis unregulierter Finanzmärkte sind.

Die Argumente für weitgehend unregulierte Finanzmärkte und einen freien internationalen Kapitalverkehr gehen von der Vorstellung effizienter Märkte bzw. von der mangelnden Effizienz bzw. Effektivität staatlicher Regulierungen aus. Demzufolge wird angenommen, dass ohne Regulierungen, ein höheres Investitions- und Output-Niveau erreicht wird, das Produktivitäts- und Wirtschaftswachstum beschleunigt wird, eine Reallokation finanzieller Mittel in Richtung auf Länder (beispielsweise der Emerging Markets) mit dem höchsten Kapitalbedarf und deshalb mit den höchsten Renditeaussichten stattfindet, durch die Diversifikationsmöglichkeiten ein geringes Risikoniveau generiert und die Fähigkeit zur Glättung des Konsums in der Zeit begünstigt wird. Ein freier grenzüberschreitender Kapitalverkehr sichert zudem die individuellen Freiheiten sowie Eigentumsrechte ab. Offene Märkte begünstigen ferner die Entwicklung der nationalen Finanzsysteme und institutionellen Reformprozesse. Der unbeschränkte internationale Kapitalverkehr erhöht darüber hinaus die Disziplin im Hinblick auf die Geld- und Finanzpolitik; prozesspolitisches Fehlverhalten spiegelt sich unmittelbar auf den Finanzmärkten durch eine Abwertung der Währung sowie den Anstieg von Risikoprämien wider. Dynamik und Qualität politischer Prozesse werden folgerichtig verbessert. Ähnliche Überlegungen lassen sich auch für die unternehmerischen Ent-

³¹ Vgl. FRENKEL (2002), S. 260.

scheidungsprozesse ableiten, was eine höhere Effizienz inländischer Unternehmen zur Folge hat.³²

Es gibt inzwischen eine Anzahl empirischer Untersuchungen für verschiedene Zeiträume und Länder, die die Vorteilhaftigkeit unregulierter Finanzmärkte untersuchen.³³ Die Mehrheit der Studien kommt zu dem Schluss, dass es keine robuste empirische Evidenz für den Zusammenhang zwischen dem Grad der Finanzmarktintegration und dem Wirtschaftswachstum gibt. Darüber hinaus kann die Beseitigung von Kapitalverkehrsbeschränkungen vorhandene Zahlungsbilanzungleichgewichte ausweiten.³⁴ Als Fazit halten Befürworter von Kapitalverkehrsbeschränkungen fest, dass die Vorteile des freien Kapitalverkehrs empirisch nicht evident sind.³⁵

Die mangelnde empirische Evidenz für die Vorteilhaftigkeit unregulierter Finanzmärkte beispielsweise in Bezug auf künftige Wachstumspotenziale einer Volkswirtschaft hängt allerdings auch von gravierenden Messproblemen ab.³⁶ So ist es außerordentlich schwierig, den Liberalisierungsgrad von Finanzmärkten zu operationalisieren. Zudem können unterschiedliche Formen von Kapitalverkehrsbeschränkungen und Finanztransaktionen auch unterschiedliche Effekte auf das Wirtschaftswachstum sowie andere makroökonomische Variablen ausüben. Ein direkter Vergleich regulierter und deregulierter Finanzmärkte wird dadurch erheblich erschwert. Ferner können die Auswirkungen einer Aufhebung von Kapitalverkehrsbeschränkungen auch von anderen teilweise schwer messbaren Faktoren abhängig sein.

Gerade diese indirekten Effekte lassen sich natürlich schwer erfassen, sie erklären aber auch, dass die positiven Zusammenhänge zwischen der Öffnung der Märkte und dem Wirtschaftswachstum schwer messbar sind. Möglicherweise müssen auch gewisse Schwellenwerte bei der Liberalisierung des Kapitalverkehrs überschritten werden, damit beispielsweise positive Wachstumseffekte initiiert werden. In vielen empirischen Studien für Entwicklungsländer, die keinen Zusammenhang zwischen den Deregulierungsbemühungen und der wirtschaftlichen Entwicklung identifizieren können, sind diese Schwellenwerte möglicherweise noch nicht erreicht und schließlich kann es sein, dass sich Liberalisierungsmaßnahmen erst langfristig positiv auswirken (*short-run pain, long-run gain*).³⁷

2. Wirtschaftspolitische Defizite als Ursache von Finanzkrisen

Die Frage, ob und inwieweit unregulierte Finanzmärkte ursächlich für die zunehmende Häufigkeit und Stärke von Finanzkrisen sind, bleibt aber jenseits der empirischen Er-

³² Vgl. insbesondere KOSE u.a. (2006) sowie WAGNER (2009), S. 230.

³³ Siehe beispielsweise LEE / JAYADEV (2005), KOSE u.a. (2006), REINHART / ROGOFF (2008) sowie RODRIK / SUBRAMANIAN (2008).

³⁴ Vgl. LEE / JAYADEV (2005).

³⁵ Vgl. EPSTEIN (2009).

³⁶ Vgl. FORBES (2005).

³⁷ Vgl. KAMINSKY / SCHMUKLER (2003) sowie LOAYZA / RANCIERE (2006).

gebnisse offen und ihre Beantwortung hängt letztlich von der sorgfältigen Identifikation staatlicher Eingriffe auf scheinbar unregulierten Finanzmärkten ab.

Finanzkrisen lassen sich traditionell in drei Kategorien unterteilen: Währungskrisen, Bankenkrisen und internationale Verschuldungskrisen.³⁸ Währungskrisen liegen vor, wenn spekulative Attacken gegen den Wechselkurs einer Währung entweder zu einer drastischen Abwertung führen oder aber die erfolgreiche Verteidigung des Außenwerts nur durch den Abbau der Devisenreserven bzw. durch drastische Zinserhöhungen garantiert werden kann. Bankenkrisen charakterisieren Situationen, in denen eine Vielzahl von Banken die interne Konvertibilität ihrer Verpflichtungen nicht mehr gewährleisten kann bzw. die öffentliche Hand durch weitreichende Hilfestellungen den Ausfall von Banken oder einen Banken-Run verhindert. Im Fall von internationalen Verschuldungskrisen ist ein Land nicht mehr in der Lage, seine öffentlichen bzw. privaten Auslandsverpflichtungen vollständig zu erfüllen.

Bis auf wenige Ausnahmen waren alle Währungskrisen der letzten Dekade mit einem System fester Wechselkurse – also massiven staatlichen Eingriffen in das Gefüge relativer Preise – verknüpft. Die Währungskrisenmodelle der ersten und zweiten Generation weisen zudem auf die zentrale Rolle des Staates im Vorfeld spekulativer Attacken hin. In den Modellen der ersten Generation wird auf die Rolle einer inkonsistenten Wirtschaftspolitik verwiesen, in den Modellen der zweiten Generation auf die Nichtlinearitäten im Verhalten der wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger.³⁹ Die Modelle der dritten Generation, die im Zuge der Asienkrise entwickelt wurden, erklären insbesondere den Zusammenhang zwischen Währungskrisen und allgemeinen Strukturproblemen im Finanzsektor, respektive im Bankensektor von Schwellenländern.⁴⁰ Implizite oder explizite Staatsgarantien im Aktivgeschäft von Kreditinstituten und die im Vertrauen auf die Stabilität von Fixkurs-Systemen erfolgte Refinanzierung in Fremdwährungen von Industrieländern lieferten so beispielsweise die Grundlage für die Asienkrise.⁴¹

Im Fall von Bankenkrisen spielt nicht nur eine inkonsistente Regulierung eine vitale Rolle, die ein *level playing field* auf der nationalen oder internationalen Ebene verhindert und der Regulierungsarbitrage beispielsweise durch die Schaffung neuer Finanzprodukte Tür und Tor öffnet sondern auch die antizipierten Reaktionen der Wirtschaftspolitik im Fall auftretender Verspannungen.⁴² Können die Marktakteure davon ausgehen, dass Kreditinstitute im Fall von Schieflagen durch die Wirtschaftspolitik gerettet werden und damit de facto konkursunfähig sind (*too big to fail* oder *too*

³⁸ Vgl. EICHENGREEN / ROSE (1998) sowie die Übersicht bei MICHLER/THIEME (2003).

³⁹ Zu den Modellen der ersten Generation vgl. KRUGMAN (1979) sowie FLOOD / GARBER (1984), zu den Modellen der zweiten Generation OBSTFELD (1986).

⁴⁰ Vgl. KRUGMAN (1998) und DEMIRGUC-KUNT / DETRAGIACHE (1998).

⁴¹ Vgl. die Übersicht bei MICHLER / THIEME (2003).

⁴² Als zentrale Motivation für den Aufbau von verbrieften Kreditstrukturen wird in nahezu allen einzelwirtschaftlich orientierten Monographien zum Thema ABS- oder speziell CDO-Strukturen auf die Möglichkeiten der Regulierungsarbitrage und damit auf die Umgehung von Eigenkapitalunterlegungsvorschriften verwiesen.

interconnected to fail), darf man umgekehrt keine ausreichende Marktdisziplin (inklusive adäquater Risikoprämien) von den Beteiligten erwarten. Eine verstärkte Regulierung und Kontrolle durch Aufsichtsbehörden stellt hierbei keinen ausreichenden Ersatz für die fehlende Disziplin auf den Märkten dar.⁴³ Die Bereitschaft von Notenbanken im Ernstfall eine ausreichende Liquidität auf den Interbankenmärkten sicherzustellen, lädt zudem zu einem laxen Refinanzierungsverhalten mit erheblichen Mismatch-Risiken ein.

Ähnliche Überlegungen lassen sich auch für die Verschuldung ganzer Länder anführen. Eine hohe Verschuldung bzw. rasch ansteigende Haushaltsdefizite müssten sich eigentlich in steigenden Risikozuschlägen niederschlagen. Die Risikoprämien hängen aber nicht nur von lokalen oder nationalen Regierungen ab, entscheidend ist die Frage, inwieweit übergeordnete Institutionen bereit sind, die Finanzierung im Ernstfall sicherzustellen. Existieren derartige *bail out*-Klauseln ist für die Finanzmärkte letztlich die Kreditwürdigkeit der übergeordneten Institution relevant. Die Frage, ob in der Europäischen Union eine solche Klausel für die Nationalstaaten existiert, wurde von den Regierungen und der EU-Kommission in der Vergangenheit vehement bestritten. Die über weite Strecken geringen Risikoprämien für hoch verschuldete Länder in der Eurozone wiesen allerdings darauf hin, dass die Finanzmärkte eine derartige *non bail out*-Klausel nicht glaubhaft fanden. Länder mit einer hohen Staatsverschuldung wurden demzufolge nicht ausreichend durch eine höhere Risikoprämie bestraft bzw. die Bestrafung traf alle Länder der Eurozone im gleichen Umfang. Erst die Verschuldungskrise Griechenlands ließen Zweifel an der nachhaltigen Finanzierbarkeit von Staatsschulden aufkommen und bewirkte einen raschen Anstieg der Risikoprämien.

Berücksichtigt man die zuvor dargestellten ordnungspolitischen Fehlentwicklungen bei der Abschätzung der Chancen und Risiken einer zunehmenden Finanzmarktintegration, ist beispielsweise die schlichte These, dass die aktuelle Finanzmarktkrise im Wesentlichen auf ein Versagen der Märkte zurückgeführt werden kann, kaum haltbar. Dieser Eindruck verstärkt sich noch, wenn man zusätzlich die prozesspolitischen Fehlentwicklungen, respektive die Stop-and-go-Strategie der US-Notenbankpolitik in das Kalkül einbezieht.

VII. Fazit

Auch wenn die Marktteilnehmer Kapitalverkehrsbeschränkungen erfolgreich umgehen können, verursachen die Restriktionen erhebliche gesamtwirtschaftliche Kosten. Die Vorteile des freien Kapitalverkehrs, die Verteilung von Risiken auf einzelne Länder, Möglichkeiten der Portfoliodiversifikation, Förderung des Wirtschaftswachstums und des Technologietransfers werden limitiert. Die Behinderung des internationalen Handels

⁴³ ROCHET (2008, S. 33) kommt in einer umfassenden Analyse von Bankenkrisen in Industrie- und Schwellenländern zu dem Schluss: „... *the main reason behind the frequency and magnitude of recent banking crises is ... essentially the commitment problem of political authorities who are likely to exert pressure for bailing out insolvent banks.*”

von Vermögensaktiva ist insbesondere dann bedenklich, wenn der Versuch unternommen wird, damit eine inkonsistente Wirtschaftspolitik abzusichern. Im Ergebnis wird eine Abwertung der nationalen Währung verhindert, die disziplinierende Wirkung des Marktes ausgeschaltet und eine wirtschaftspolitische Korrektur länger als wünschenswert hinausgezögert. Vor diesem Hintergrund ist der flächendeckende Einsatz von Kapitalimportbeschränkungen nicht zu empfehlen, da den potenziellen – empirisch nicht hinreichend abgesicherten – und möglicherweise nur temporär auftretenden Vorteilen gravierende Nachteile gegenüberstehen.

EICHENGREEN/LEBLANG vertreten die Auffassung, dass die Bewertung und damit der Einsatz von Kapitalverkehrsbeschränkungen abhängig vom Zustand des Finanzsystems erfolgen sollte. Sofern die Beschränkungen des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs geeignet sind, das Inland gegen Ansteckungsgefahren wirksam abzuschirmen, entsteht möglicherweise ein Nettonutzen, der den Einsatz des Instrumentariums rechtfertigt. Im Umfeld eines robusten internationalen Finanzsystems wirken die Maßnahmen hingegen kontraproduktiv und sollten letztlich nicht zum Einsatz kommen.

Mit den weiterhin vorhandenen Ungleichgewichten besteht auch künftig die Gefahr von Überhitzungen einzelner Finanzmärkte, die sich auf das globale Finanzsystem ausbreiten können und die bekannten realwirtschaftlichen Folgen auslösen. Die vorhandenen und wieder gestiegenen globalen Ungleichgewichte lassen sich letztlich nur mithilfe von Wechselkursanpassungen, d. h. durch eine Aufwertung der kapitalimportierenden EMCs abbauen. Die negativen realwirtschaftlichen Konsequenzen insbesondere für die Schwellenländer dürften im Vergleich zu den Folgen erneut entstehender Vermögenspreisblasen und den damit verbundenen heftigen Kurskorrekturen in der Folgezeit das kleinere Übel darstellen.

Neben flexiblen Wechselkursen mit ihren Abschirmungseigenschaften sollten insbesondere Schwellenländer mit starken Kapitalzuflüssen zusätzliche ordnungspolitische Maßnahmen ergreifen, um ihre nationalen Finanzmärkte transparenter und offener zu gestalten. Gerade schwache und ineffiziente Finanzsysteme waren bisher nicht in der Lage, starke Kapitalzuflüsse zu absorbieren. In diesen Fällen muss mit einem zunehmenden Qualitätsverlust der Investments und einem erhöhten Risiko von Preisblasen auf den Aktien- und Immobilienmärkten gerechnet werden. Zu einem ordnungspolitischen Maßnahmenpaket gehört auch eine weitgehende Liberalisierung des Kapitalexports. Zwar kann eine Aufhebung von Kapitalexportbeschränkungen zunächst den Kapitalzufluss verstärken, da aus Sicht der internationalen Kapitalgeber die politischen Risiken des Landes sinken, mittelfristig stellen die Kapitalexporte aber einen zusätzlichen Exit-Kanal für inländische Investoren bereit. Verschlechtern die Kapitalimporte zunehmend das Chance/Risiko-Profil von Investments im Inland, können die inländischen Finanzakteure verstärkt auf ausländische Anlagemöglichkeiten zurückgreifen.⁴⁴

⁴⁴ Positive Erfahrungen mit einer zunehmenden Liberalisierung von Kapitalexporten machte in den letzten Jahren Südkorea. Nach Freigabe der Kapitalexporte kam es zu einem sprunghaften Anstieg von Portfolioinvestitionen in ausländisches Eigenkapital. Zu den südkoreanischen Maßnahmen und

Zur Vermeidung stärkerer Ungleichgewichte zwischen den Industrie- und Schwellenländern sollte zudem eine gemeinsame Exit-Strategie entwickelt werden, mit der die immense Liquidität auf den internationalen Finanzmärkten eingesammelt wird. Eine geldpolitische Straffung sollte also nicht im Alleingang sondern im Gleichlauf zwischen den (Industrie)Ländern stattfinden, andernfalls dürften entstehende Zinsdifferenzen und eine mangelnde Konjunktursynchronisation weitere Umlenkungsprozesse in den internationalen Kapitalströmen initiieren.

Literatur

- ARIYOSHI, A. / HABERMEIER, K. / LAURENS, B. / ÖTKER-ROBE, I. / CANALES-KRILJENKO, J. I. / KIRILENKO, A. (2000): Capital controls: Country experiences with their use and liberalization, International Monetary Fund (IMF) Occasional Paper, No. 190, Washington D.C.
- BAKKER, A. F. P. (1996): The liberalization of capital movements in Europe, Amsterdam.
- BLANCHARD, O. / MILESI-FERRETTI, G. M. (2009): Global Imbalances, International Monetary Fund (IMF) Staff Position Note, No. 09/29, Washington D.C.
- CARDARELLI, R. / ELEKDAG, S. / KOSE, M. A. (2009): Capital inflows: Macroeconomic implications and policy responses, International Monetary Fund (IMF) Working Paper, No. 09/40, Washington D.C.
- CERRA, V. / SAXENA, S. C. (2008): Growth dynamics. The myth of economic recovery, in: American Economic Review, Vol. 98, S. 439-457.
- DAVID A. (2008): Controls on capital inflows and the transmission of external shocks, in: Cambridge Journal of Economics, Vol. 32, S. 887-906.
- DEMIRGUC-KUNT, A. / DETRAGIACHE, E. (1998): The determinants of banking crises in developing and developed countries, in: International Monetary Fund (IMF) Staff Papers, Vol. 45, S. 81-109.
- DORNBUSCH, R. (1988): Der Weg zur internationalen Währungsstabilität, in: Neue Züricher Zeitung vom 14.10.1988.
- EDWARDS, S. (1995): Capital controls, exchange rates, and monetary policy in the world economy, Cambridge.
- EICHENGREEN, B. (2000): Taming capital flows, in: World Development, Vol. 28, No. 6, S. 1105-1116.
- EICHENGREEN, B. / LEBLANG, D. (2002): Capital account liberalization and growth: Was Mr. Mahathir right?, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper, No. 9427, Cambridge/Mass.
- EICHENGREEN, B. / ROSE, A. K. (1998): Staying afloat when the wind shifts: External factors and emerging-market banking crises, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper, No. 6370, Cambridge/Mass.
- EPSTEIN, G. (2009): Should financial flows be regulated? Yes, United Nations Department of Economic and Social Affairs (DESA) Working Paper, No. 77, New York.
- FLOOD, R. P. / GARBER, P. M. (1984): Collapsing exchange rate regimes: Some linear example, in: Journal of International Economics, Vol. 17, S. 1-13.
- FORBES, K. J. (2005): The microeconomic evidence on capital controls: No free lunch, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper, No. 11372, Cambridge/Mass.
- FRENKEL, M. (2002): Kapitalverkehrskontrollen: Ein Überblick zur Theorie und zum empirischen Befund, in: Ohr, R. / Lang, F. P. (Hrsg.), Integration, Währung und Wachstum. Dimensionen

- internationaler Wirtschaftsbeziehungen, Festschrift für Dieter Bender zum 60. Geburtstag, Berlin, S. 243-263.
- FRENKEL, M. / MENKHOFF, L. (2000): *Stabile Weltfinanzen? Die Debatte um eine neue internationale Finanzarchitektur*, Berlin – Heidelberg.
- GOLDSTEIN, M. / XIE, D. (2009): *The impact of the financial crisis on emerging asia*, Peterson Institute for International Economics Working Paper Series, No. 09-11, Washington D.C.
- INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (2010): *Capital flows to emerging market economies*, IIF Research Note, January 26, 2010, Washington D.C.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2010): *Meeting new challenges to stability and building a safer system*. Global Financial Stability Report April 2010, Washington D.C.
- KAWAI, M. / TAKAGI, S. (2008): *A survey of the literature on managing capital inflows*, Asian Development Bank Institute (ADBI) Discussion Paper, No. 100, Tokyo.
- KAMINSKY, G. L. / SCHMUKLER, S. L. (2003): *Short-run pain, long-run gain: The effects of financial liberalization*, International Monetary Fund (IMF) Working Paper, No. 03/34, Washington D.C.
- KRUGMAN, P. (1979): *A model of balance of payments crises*, in: *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 11, S. 311-325.
- KRUGMAN, P. (1998): *What happened to Asia?*, Januar 1998, <http://web.mit.edu/krugman/www/disinter.html>, Zugriff: 02.04.2010.
- KOSE, M. A. / PRASAD, E. / ROGOFF, K. / WEIM, S.-J. (2006): *Financial globalization: A reappraisal*, International Monetary Fund (IMF) Working Paper, No. 06/189, Washington D.C.
- LEE, K.-K. / JAYADEV, A. (2005): *Capital account liberalization, growth and the labor share of income: Reviewing and extending the cross-evidence*, in: EPSTEIN, G. (Hg.), *Capital flight and capital controls in developing countries*, Northampton, S. 15-57.
- LEVY YEYATI, E. / SCHMUCKLER, S. L. / VAN HOREN, N. (2008): *Crises, capital controls, and financial integration*, Asian Development Bank Institute (ADBI) Working Paper Series, No. 121, Tokyo.
- LOAYZA, N. / RANCIERE, R. (2006): *Financial development, financial fragility, and growth*, in: *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 38, S. 1051-1076.
- MA, G. / MCCAULEY, R. N. (2008): *Efficacy of China's capital controls: Evidence from price and flow data*, in: *Pacific Economic Journal*, Vol. 13, No. 1, S. 104-123.
- MAGUD, N. / REINHART, C. (2007): *Capital controls: An evaluation*, in: EDWARDS, S. (Hg.), *Capital controls and capital flows in emerging economies: Policies, practices, and consequences*, Chicago, S. 645-674.
- MAGUD N. E. / REINHART, C. / ROGOFF, K. (2007): *Capital controls: Myth and reality. A portfolio balance approach to capital controls*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, No. 2007-31, San Francisco.
- MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2009): *Global capital markets: Entering a new area*, http://www.mckinsey.com/mgi/publications/gcm_sixth_annual_report/executive_summary.asp, Zugriff: 02.04.2010.
- MELITZ, J. (1994): *Comment on the Tobin tax*, Paper presented at Conference of Globalization of Markets CIDEI, Università di Roma La Sapienza, October 1994.
- MICHLER, A. F. / THIEME, H. J. (2003): *Finanzmarktintegration, Krisenprävention und Krisenmanagement*, in: CASSEL, D. / WELFENS, P. J. J. (Hrsg.), *Regionale Integration und Osterweiterung der Europäischen Union*, Stuttgart, S. 187-217.
- MOHAN, R. / KAPUR, M. (2010): *Liberalization and regulation of capital flows. Lessons for emerging market economies*, Asian Development Bank Institute (ADBI) Working Paper Series, No. 186, Tokyo.
- NEELY, C. J. (1999): *An introduction to capital controls*, in: *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, November / December, S. 13-30.

- OBSTFELD, M. (1986): Rational and self-fulfilling balance-of-payments crises, in: *American Economic Review*, Vol. 76, S. 72-81.
- OLMO, J. / PILBEAM, K. (2009): The profitability of carry trades, in: *Annals of Finance*, Vol. 5, S. 231-241.
- OSTRY, J. D. / GHOSH, A. R. / HABERMEIER, K. / CHAMON, M. / QURESHI, M. S. / REINHARDT, D. B. S. (2010): Capital inflows: The role of controls, International Monetary Fund (IMF) Staff Position Note, 10/04, Washington D.C.
- PATNAIK, I. / SHAH A. (2010): Asia confronts the impossible trinity, Asian Development Bank Institute (ADB) Working Paper Series, No. 204, Tokyo.
- REINHART, C. / ROGOFF, K. (2008): Banking crises: An equal opportunity menace, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper, No. 14587, Cambridge/Mass.
- RODRIK, D. / SUBRAMANIAM, A. (2008): Why did financial globalization disappoint? Mimeo, <http://www.piie.com/publications/papers/subramanian0308.pdf>, Zugriff: 02.04.2010.
- ROCHET, J.-C. (2008): Why are there so many banking crises? The politics and policy of bank regulation, Princeton.
- SUCHANEK, L. / VASISHTHA, G. (2009): The evolution of capital flows to emerging-market economies, in: *Bank of Canada Review*, Winter 2009 — 2010, S. 15-27.
- SULA, O. / WILLETT, T. D. (2009): The reversibility of different types of capital flows to emerging markets, in: *Emerging Market Review*, Vol. 10, S. 926-310.
- TOBIN, J. (1978): A proposal for international monetary reform, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University, Discussion Paper No. 506, New Haven.
- WAGNER, H. (2009): Einführung in die Weltwirtschaftspolitik, 6. A., München.