

Der Open-Access-Publikationsserver der ZBW – Leibniz-Informationzentrum Wirtschaft
The Open Access Publication Server of the ZBW – Leibniz Information Centre for Economics

Buch, Claudia M.; Heinrich, Ralph P.; Pierdzioch, Christian

Working Paper

Globalisierung der Finanzmärkte: Freier Kapitalverkehr oder Tobin-Steuer?

Kieler Diskussionsbeiträge, No. 381

Provided in cooperation with:
Institut für Weltwirtschaft (IfW)

Suggested citation: Buch, Claudia M.; Heinrich, Ralph P.; Pierdzioch, Christian (2001) :
Globalisierung der Finanzmärkte: Freier Kapitalverkehr oder Tobin-Steuer?, Kieler
Diskussionsbeiträge, No. 381, <http://hdl.handle.net/10419/17920>

Nutzungsbedingungen:

Die ZBW räumt Ihnen als Nutzerin/Nutzer das unentgeltliche, räumlich unbeschränkte und zeitlich auf die Dauer des Schutzrechts beschränkte einfache Recht ein, das ausgewählte Werk im Rahmen der unter

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen>
nachzulesenden vollständigen Nutzungsbedingungen zu vervielfältigen, mit denen die Nutzerin/der Nutzer sich durch die erste Nutzung einverstanden erklärt.

Terms of use:

The ZBW grants you, the user, the non-exclusive right to use the selected work free of charge, territorially unrestricted and within the time limit of the term of the property rights according to the terms specified at

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen>
By the first use of the selected work the user agrees and declares to comply with these terms of use.

Globalisierung der Finanzmärkte: Freier Kapitalverkehr oder Tobin-Steuer?

von **Claudia M. Buch, Ralph P. Heinrich und Christian Pierdzioch**

INHALT

- Freier internationaler Kapitalverkehr kann eine Reihe von positiven Effekten auf die wirtschaftliche Entwicklung haben. Kapital wird in die produktivsten Investitionsprojekte gelenkt, Investitionsrisiken werden gestreut, neue Technologien verbreitet, und effiziente Finanzsysteme können sich entwickeln. Dies macht eine Integration in die internationalen Kapitalmärkte attraktiv – nicht zuletzt auch für Länder in einem relativ frühen Entwicklungsstadium.
- Allerdings stehen diesen Vorteilen auch Risiken gegenüber. Eine Öffnung für internationales Kapital kann dazu führen, Zahlungsbilanz- und Währungskrisen über den internationalen Kapitalverkehr auf eigentlich unbeteiligte Drittländer zu übertragen. Zudem kann eine vergleichsweise schnelle Anpassung der Finanzmärkte zu einer Fehlleitung von realwirtschaftlichen Ressourcen führen. Häufig wird daher eine stärkere Besteuerung kurzfristiger Kapitalströme als Abwehrmaßnahme gegen diese Risiken gefordert. Vielfach beruft man sich dabei auf einen Vorschlag von James Tobin, der in den siebziger Jahren dafür plädiert hatte, durch eine Steuer auf Devisenmarkttransaktionen „Sand in das Getriebe der internationalen Geldmärkte zu streuen“.
- Allerdings ergeben empirische Untersuchungen kein klares Bild darüber, wie sich Steuern auf internationale Kapitalströme auswirken und ob sie nicht sogar unerwünschte Nebenwirkungen entfalten können. Grundsätzlich können durch diese Steuern spekulative Angriffe auf überbewertete Währungen nicht verhindert, sondern bestenfalls aufgeschoben werden. Zudem ist es angesichts der technologischen Entwicklung auf den internationalen Kapitalmärkten relativ einfach, einer solchen Steuer auszuweichen.
- Inwieweit die Vorteile des freien Kapitalverkehrs tatsächlich genutzt und die Gefahren eingegrenzt werden können, hängt in entscheidendem Maße von der inländischen Wirtschaftspolitik ab. Kernelemente einer erfolgreichen Integrationsstrategie sollten strukturelle Reformen sein, die auf makroökonomischer Ebene überbewertete Währungen und zu hohe Außenhandelsdefizite vermeiden helfen. Im mikroökonomischen Bereich sollten die Anreize so gesetzt werden, dass eine hohe Verschuldung in ausländischer Währung vermieden wird. In vielen sich entwickelnden Volkswirtschaften müssen hierzu das Bankensystem und die Bankenaufsicht reformiert werden. Zudem sollte eine klare und transparente Informationspolitik gegenüber den Märkten betrieben werden.

Inhalt

1 Die wirtschaftspolitische Debatte	3
2 Globalisierung der Finanzmärkte: Eine Bestandsaufnahme	4
2.1 Mobilität, Volumen und Struktur der internationalen Kapitalströme	4
2.2 Volatilität der internationalen Kapitalströme	7
3 Chancen und Risiken eines freien Kapitalverkehrs	10
3.1 Gesamtwirtschaftliche Effekte	10
3.2 Effizienz der Finanzmärkte	13
3.3 Zahlungsbilanzkrisen und Ansteckungsgefahren	15
4 Vor- und Nachteile einer Beschränkung des kurzfristigen Kapitalverkehrs	18
4.1 Transaktionssteuern auf kurzfristiges Kapital	18
4.2 Effekte von Transaktionssteuern	19
4.3 Der empirische Befund	22
5 Zusammenfassung und wirtschaftspolitische Empfehlungen	24
Literatur	27

Dieser Diskussionsbeitrag basiert auf einem Gutachten, das der Forschungsbereich „Finanzmärkte“ des Instituts für Weltwirtschaft für die Enquête-Kommission „Globalisierung der Weltwirtschaft – Herausforderungen und Antworten“ des Deutschen Bundestages erstellt hat.

1 Die wirtschaftspolitische Debatte

Die Globalisierung der Finanzmärkte ist eines der Schlagworte, durch die die internationale wirtschaftspolitische Debatte geprägt ist. Die Finanzkrisen der vergangenen Jahre haben eine Reihe sich entwickelnder Volkswirtschaften erfasst: angefangen mit Mexiko (1995) über die asiatischen Tigerstaaten (1997) bis hin zu Russland (1998). Die Auswirkungen dieser Finanzkrisen sind auch in den Industrieländern zu spüren gewesen. Sie haben Bedenken Raum geschaffen, die Liberalisierung des Kapitalverkehrs sei möglicherweise zu schnell erfolgt. Immerhin haben die Industrieländer Kapitalverkehrskontrollen nahezu vollständig abgeschafft. Weltweit ist der Anteil derjenigen Länder, die Kapitalbilanztransaktionen Beschränkungen auferlegen, zwischen 1970 und 1998 von knapp 80 auf 66 Prozent gesunken (Tabelle 1). Gerade in Europa ist dieser Trend besonders stark ausgeprägt: Innerhalb der Europäischen Union (EU) können sich die Kapitalströme frei über Grenzen hinweg bewegen, und auch die neu beitretenden Mitglieder Mittel- und Osteuropas dürfen grundsätzlich keine Kapitalverkehrsbeschränkungen beibehalten. Gleichzeitig zählen diese Länder aber auch zu der Gruppe der aufstrebenden Volkswirtschaften (emerging markets), die als besonders anfällig für Währungskrisen gelten. Es stellt sich für sie somit in besonderem Maße die Frage nach den Chancen und Risiken eines freien Kapitalverkehrs.

Tabelle 1: Beschränkungen des Kapitalverkehrs 1970–1998

	1970	1980	1990	1998
Zahl der berichtenden Länder	117	140	153	184
Anteil der Länder mit Beschränkungen auf Kapitalbilanztransaktionen (%)	79	75	78	66
Anteil der Länder mit Beschränkungen auf Finanzkredite (%)	–	–	–	62

Quelle: IMF (lfd. Jgg.).

Der mögliche kausale Zusammenhang zwischen einer Liberalisierung des Kapitalverkehrs und dem Auftreten von Währungskrisen¹ hat eine intensive wirtschaftspolitische Debatte um die Reform der „Internationalen Finanzarchitektur“ ausgelöst. Diskutiert werden Vorschläge, die von einer verbesserten Informationspolitik über eine Neufestlegung internationaler Standards für die Bankenaufsicht, eine verbesserte Koordination verschiedener Kontrollinstitutionen bis hin zu einer Neudefinition der Rolle des Internationalen Währungsfonds (IWF) reichen. Einer der weitreichendsten Vorschläge, der gleichwohl zunehmend populär geworden ist, fordert die Umkehr der bisherigen Liberalisierungspolitik und die (Wieder-)Einführung von mengenmäßigen oder steuerlichen Kapitalverkehrsbeschränkungen. Da gerade kurzfristige Kapitalströme als besonders volatil und damit potentiell risikoreich gelten, soll insbesondere der kurzfristige Kapitalverkehr – zumindest vorübergehend – stärker eingeschränkt werden.

Unter den Befürwortern derartiger Beschränkungen befinden sich eine Vielzahl international renommierter Ökonomen sowie die großen internationalen Finanzinstitutionen.² Eine jüngere Untersuchung verschiedener Liberalisierungsepisoden kommt zu dem Ergebnis, dass es strategisch sinnvoll sein kann, die Liberalisierung des Kapitalverkehrs hinauszuzögern und möglicherweise einzuschränken, um die Risiken des Integrationsprozesses zu begrenzen (Williamson und Mahar 1998: 65). Zudem hat eine Reihe von Ländern, wie etwa Malaysia, Russland oder Brasilien, in jüngster Zeit Kapitalverkehrsbeschränkungen eingeführt bzw. verstärkt, die in vielen Fällen sogar über das hinausgehen, was in akademischen Kreisen diskutiert wird.

Vorschläge, den internationalen Kapitalverkehr stärker zu besteuern, sind jedoch nicht neu.

¹ In der Tat zeigen empirische Untersuchungen, dass Währungskrisen gehäuft in denjenigen Ländern aufgetreten sind, die ihren internationalen Kapitalverkehr zuvor liberalisiert hatten (Kaminsky und Reinhart 1998).

² Vgl. beispielsweise Eichengreen (1999) oder World Bank (1998). Die Internet-Homepage von Nouriel Roubini bietet einen Überblick über den derzeitigen Stand der Diskussion (<http://www.stern.nyu.edu/Faculty/FacPict/Economics/index.htm>).

Bereits im Jahr 1978 hatte James Tobin vorgeschlagen, durch eine einheitliche Transaktionssteuer auf alle internationalen Zahlungsströme „Sand in die Räder der internationalen Geldmärkte zu streuen“, um Anlegern die Anreize zu nehmen, kurzfristig große Beträge umzusetzen und damit die Finanzmärkte möglicherweise zu destabilisieren (Tobin 1978: 154 f.). Wengleich viele der derzeit diskutierten wirtschaftspolitischen Empfehlungen unter dem Schlagwort „Tobin-Steuer“ firmieren, werden heute in der Regel Transaktionssteuern auf kurzfristiges Kapital nach dem Vorbild Chiles befürwortet. Gleichwohl hat sich das als Antwort auf die jüngsten Finanzkrisen gegründete Forum für Finanzmarktstabilität (*Financial Stability Forum*) bislang noch nicht für Kapitalverkehrskontrollen der chilenischen Art ausgesprochen (White 2000).

Im Gegensatz zu der ursprünglichen Tobin-Steuer hat Chile in den neunziger Jahren lediglich kurzfristige Kapitalzuflüsse mit einer Mindestreservspflicht belegt, die de facto einer Steuer auf diese Kapitalzuflüsse entsprach. Die Idee hinter solchen Kapitalverkehrsbeschränkungen ist, dass sie kurzfristige Kapitalströme überproportional verteuern: Ausgedrückt als ein konstanter Prozentsatz des Kapitalzuflusses ist der Steuersatz pro Zeiteinheit für kurzfristig angelegtes Kapital höher als für langfristig angelegtes. Da die Umsetzung des ursprünglichen Vorschlags von Tobin mit einer Reihe administrativer und politökonomischer Probleme behaftet wäre – beispielsweise müsste eine derartige Steuer weltweit und auf alle Zahlungsströme angewandt werden, zudem müsste eine international koordinierte Entscheidung über die Verwendung etwaiger Steuereinnahmen getroffen werden –, beschäftigt sich der vorliegende Beitrag vor allem mit einer Diskussion der Kapitalverkehrsbeschränkungen der chilenischen Art.

Ziel dieses Diskussionsbeitrags ist es, die derzeitige Debatte über die Vor- und Nachteile eines freien Kapitalverkehrs zusammenzufassen und die Ergebnisse kritisch zu bewerten. Im folgenden zweiten Kapitel werden die Globalisierungstendenzen auf den internationalen Kapitalmärkten kurz zusammengefasst. Besonderes Augen-

merk gilt dabei der Struktur und Fristigkeit internationaler Kapitalströme sowie deren Volatilität. Das dritte Kapitel beschäftigt sich mit den Effekten von Kapitalströmen auf gesamtwirtschaftliche Indikatoren wie Wachstum und Investitionen, wobei insbesondere auch der Zusammenhang zwischen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs und der Effizienz des inländischen Finanzsektors betont wird. Das vierte Kapitel wendet sich speziell der Diskussion um Steuern auf kurzfristige Kapitalströme zu, wobei neben einer allgemeinen analytischen Erörterung vor allem auf die Erfahrung Chiles mit einer Transaktionssteuer auf kurzfristiges Auslandskapital Bezug genommen wird. Im fünften Kapitel werden die wichtigsten Ergebnisse abschließend zusammengefasst.

2 Globalisierung der Finanzmärkte: Eine Bestandsaufnahme

Dieses Kapitel zeigt Veränderungen im Volumen und in der Struktur des internationalen Kapitalverkehrs auf. Darauf aufbauend werden Implikationen für die Volatilität des Kapitalverkehrs diskutiert.

2.1 Mobilität, Volumen und Struktur der internationalen Kapitalströme

Ungeachtet aller akademischen Debatten über die korrekte Messung des Grades der internationalen Kapitalmobilität kommt die überwiegende Zahl der empirischen Untersuchungen zu einem eindeutigen Ergebnis: Kapital ist derzeit international wesentlich mobiler als noch vor wenigen Jahrzehnten, und es gibt Hinweise darauf, dass der Grad der Kapitalmobilität weiter zunimmt.³ Zu dieser Entwicklung dürfte die fortschreitende

³ Für eine ausführliche Darstellung der theoretischen und empirischen Debatte zu diesem Thema vgl. Buch und Pierdzioch (2001). Zu den Erfahrungen Europas vgl. auch Lemmen (1998).

Liberalisierung des Kapitalverkehrs der vergangenen Jahrzehnte wesentlich beigetragen haben.

Gleichwohl gibt es auch eine Vielzahl von Belegen dafür, dass der Grad der Kapitalmobilität derzeit, im langfristigen Durchschnitt betrachtet, nicht außergewöhnlich hoch ist. Obstfeld und Taylor (1997) zeigen, dass die Zinsdifferenziale zwischen den USA und dem Vereinigten Königreich auch zur Zeit des Goldstandards vor 1914 relativ gering waren. Auch zu dieser Zeit haben also die Anleger in erheblichem Maße Arbitragemöglichkeiten nutzen und dadurch zu einem Rückgang der Zinsdifferenzen beitragen können. In der Folgezeit, und insbesondere während des Zweiten Weltkrieges, sind die internationalen Zinsdifferenzen erheblich angestiegen. Jüngere Daten zeigen einen Rückgang der Zinsdifferenziale auf etwa das Niveau des frühen zwanzigsten Jahrhunderts, der insbesondere nach Ende des Währungssystems von Bretton Woods eingesetzt hat. Zumindest bis Mitte der neunziger Jahre waren allerdings Entwicklungsländer im Durchschnitt weniger stark als Industrieländer in den internationalen Kapitalverkehr integriert und wiesen daher höhere Zinsabstände zum Ausland auf (Obstfeld 1995).

Neben Zinsdifferenzialen haben Feldstein und Horioka (1980) die Korrelation zwischen inländischen Ersparnissen und Investitionen als ein Maß der Kapitalmobilität vorgeschlagen. Sind die beiden Größen stark miteinander korreliert, können inländische Investoren kaum auf ausländische Ersparnisse zur Finanzierung ihrer Projekte zurückgreifen; Kapital wäre damit immobil. Wiederum zeigen längerfristige Untersuchungen dieser Korrelation, dass in den frühen neunziger Jahren ein Grad der internationalen Kapitalmobilität erreicht wurde, wie er bereits zu Beginn des Jahrhunderts zu beobachten war (Taylor 1996; Hoffmann 1999).

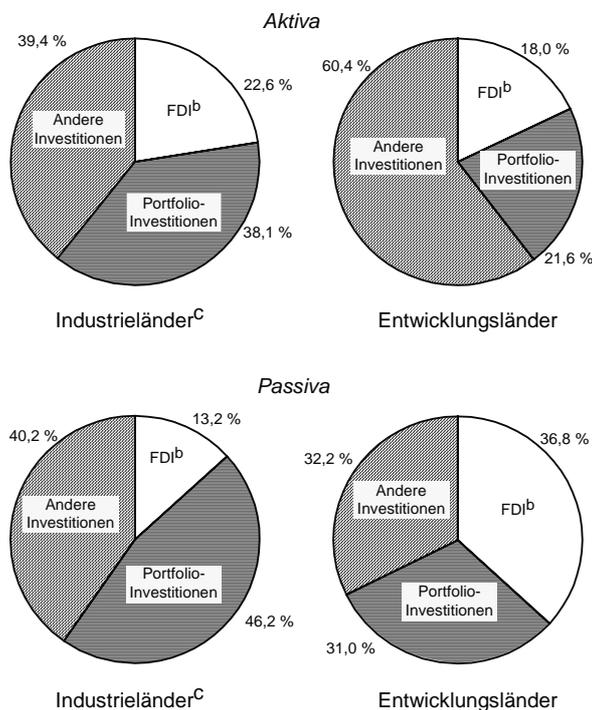
Ein einfaches und gleichzeitig aussagekräftiges Maß der Integration von Kapitalmärkten ist das Volumen der Bruttokapitalströme. Golub (1990) beispielsweise untersucht das Verhältnis von internationalen (Brutto-)Kapitalströmen relativ zu den Kapitalströmen im Inland und kommt zu ähnlichen Ergebnissen wie die oben zitierten Untersuchungen: Der Grad der internationalen

Kapitalmobilität ist zwar noch unvollständig, hat aber im Laufe der Zeit zugenommen.

Für OECD-Länder zeigen Buch und Pierdzioch (2001), dass Bruttozuflüsse und -abflüsse von ausländischem Kapital in den meisten Ländern ausgesprochen parallel verlaufen sind und gerade seit Mitte der neunziger Jahre deutlich zugenommen haben. Die Nettoströme sind hingegen relativ konstant geblieben. Gleichwohl ist das Volumen der Bruttokapitalströme mit weniger als 10 Prozent des BIP relativ gering.⁴ Ähnliche Beobachtungen lassen sich für viele Entwicklungsländer machen.

Was die Struktur ihrer Kapitalströme angeht, lassen sich zwischen Industrie- und Entwicklungsländern wesentliche Unterschiede feststellen (Abbildung 1). In den neunziger Jahren waren die Kapitalzuflüsse der Industrieländer von

Abbildung 1: Struktur der internationalen Kapitalströme in den neunziger Jahren^a



^aDurchschnitte der Jahre 1991–1997. – ^bAusländische Direktinvestitionen. – ^cOhne internationale Organisationen.

Quelle: IMF (1998).

⁴ Ausnahmen sind Länder wie die Schweiz oder das Vereinigte Königreich, in denen sich internationalen Finanzzentren befinden.

Portfoliakapital und Bankkrediten dominiert; Direktinvestitionen machten einen relativ kleinen Anteil von rund 13 Prozent aus. Für die Entwicklungsländer hatten Direktinvestitionen dagegen ein wesentlich größeres Gewicht: Die drei Finanzierungsformen waren etwa von gleicher Bedeutung.

Bei den Kapitalabflüssen zeigt sich im Fall der Industrieländer ein ähnliches Bild wie bei den Kapitalzuflüssen. Im Fall der Entwicklungsländer hingegen dominierte bei den Kapitalabflüssen die Kategorie „andere Investitionen“ (vor allem Bankkredite) mit einem Anteil von rund 60 Prozent, was in erster Linie auf die Bedienung von Auslandskrediten zurückzuführen sein dürfte.

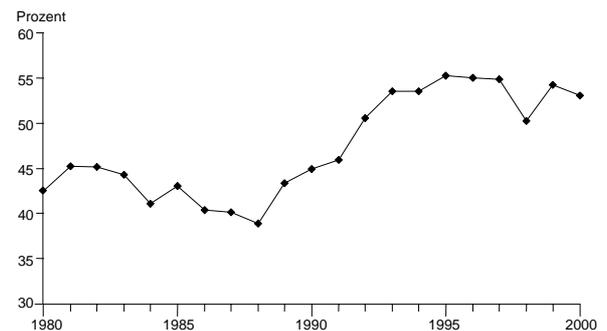
Betrachtet man die Entwicklung der Struktur des internationalen Kapitalverkehrs über die Zeit, so zeigt sich generell ein Trend zu einer verstärkten Verbriefung der Kapitalströme. In zunehmendem Maße werden insbesondere Bankkredite durch leichter handelbare Anleihen ersetzt, wobei Fortschritte in der Kommunikationstechnologie dieser Entwicklung sicherlich Vorschub geleistet haben. In diesem Sinne unterscheidet sich der derzeitige Grad der internationalen Kapitalmobilität zwar nicht unbedingt quantitativ, wohl aber qualitativ von dem zu Beginn des vorherigen Jahrhunderts. Allerdings ist auch zu berücksichtigen, dass Banken gerade bei der Finanzierung kleiner und mittelständischer Unternehmen nach wie vor eine besondere Rolle auf den internationalen Kapitalmärkten spielen (Eichengreen und Mody 2000).

Diese Beobachtungen stehen im Wesentlichen im Einklang mit jüngeren theoretischen Untersuchungen, denen zufolge asymmetrische Informationen auf Finanzmärkten einen wesentlichen Einfluss auf die Struktur der Kapitalströme haben (Razin et al. 1998; Hull und Tesar 2001). Demnach bevorzugen Firmen interne Formen der Finanzierung. Sollte eine Außenfinanzierung notwendig werden, werden zunächst Bankkredite aufgenommen, Anleihen und Aktienkapital folgen erst zu einem sehr viel späteren Zeitpunkt. Eine besondere Rolle kommt dabei ausländischen Direktinvestitionen zu, da diese die Informationskosten für Ausländer senken und zudem

einen Zugang zu besseren Technologien ermöglichen. Im Zuge der wirtschaftlichen Entwicklung von Ländern nehmen diese Vorteile von Direktinvestitionen tendenziell ab, so dass eine abnehmende Bedeutung dieser Finanzierungsform zu erwarten ist. In der Tat finden Hausmann und Fernandez-Arias (2000), dass der Anteil von Direktinvestitionen mit zunehmendem Pro-Kopf-Einkommen abnimmt. Zudem argumentieren die Autoren, dass ein hoher Anteil von Direktinvestitionen nicht notwendigerweise positiv zu beurteilen ist.⁵

Im Rahmen der vorliegenden Analyse ist der Anteil kurzfristigen Kapitals an den gesamten Zahlungsströmen von besonderem Interesse. Konsistente Daten über diese Anteile sind in erster Linie für internationale Bankkredite verfügbar; andere Kategorien der Kapitalbilanz werden nicht für alle Länder in Bezug auf ihre Fristigkeit ausgewiesen. Angaben über die Fristigkeit internationaler Bankkredite zeigen einen deutlichen Aufwärtstrend kurzfristiger Kredite in den neunziger Jahren (Abbildung 2): Während in den achtziger Jahren rund 40–45 Prozent der Kredite binnen eines Jahres fällig waren, stieg dieser Anteil bis 1995 auf rund 55 Prozent an.

Abbildung 2: Anteil kurzfristiger Bankkredite 1980–2000^a



^aVerbindlichkeiten gegenüber Banken im Berichtsgebiet der Bank for International Settlements (BIS) mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr.

Quelle: BIS (2000).

⁵ Beispielsweise weisen einige Länder mit sehr rohstofflastiger Wirtschaft vergleichsweise hohe Direktinvestitionen in den Rohstoffsektoren auf. Die Anbindung dieser Sektoren an die übrige Wirtschaft bleibt oft gering, so dass ausländische Direktinvestitionen in diesen Bereichen keinen dauerhaften Beitrag zur wirtschaftlichen Entwicklung leisten.

Tabelle 2: Anteil kurzfristiger Bankkredite nach Ländergruppen 1992–2000 (Prozent)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<i>Asien</i>	59,0	62,8	62,9	63,5	61,5	60,6	52,5	46,0	44,8
<i>Osteuropa</i>	27,3	37,2	35,2	39,1	44,2	43,4	36,0	39,4	43,2
Tschechien	–	–	40,4	48,6	49,3	50,0	58,8	53,5	49,6
Ungarn	23,8	26,9	30,7	34,6	39,2	34,2	34,7	29,5	31,5
Polen	31,4	33,1	23,2	29,6	33,2	38,1	40,7	39,7	33,6
Slowenien	–	–	39,8	30,9	17,8	21,2	22,9	22,0	24,8
<i>Lateinamerika</i>	43,4	50,0	51,3	52,3	53,7	54,8	51,8	48,3	48,4
Argentinien	47,6	52,6	53,4	56,5	44,8	61,4	54,8	52,5	56,2
Brasilien	48,5	54,8	50,3	56,0	63,0	64,1	56,0	54,1	49,6
Chile	42,7	52,4	53,7	54,7	51,2	49,8	39,6	32,8	43,5
Mexiko	42,4	47,1	51,3	45,4	60,1	61,3	44,9	38,2	35,1

Quelle: BIS (2000).

Diese aggregierten Zahlen verbergen jedoch unterschiedliche Entwicklungen in den einzelnen Ländergruppen (Tabelle 2). In den neunziger Jahren lag der Anteil kurzfristiger Kredite in Asien (bis zum Ausbruch der Asienkrise) bei mehr als 60 Prozent, in Lateinamerika bei durchschnittlich 50 Prozent und in Osteuropa bis Mitte der neunziger Jahre sogar bei weniger als 40 Prozent. Interessant ist, dass die Werte für Chile über den Großteil der Beobachtungsperiode hinweg nicht wesentlich von den Durchschnittswerten für die Region insgesamt abweichen. Erst gegen Ende des Jahrzehnts nimmt der Anteil kurzfristiger Kredite in Chile ab. In Slowenien, einem Land, das ähnliche Kapitalverkehrskontrollen wie Chile eingeführt hat, zeigt sich ein ähnlicher Trend im Vergleich zum übrigen Osteuropa.

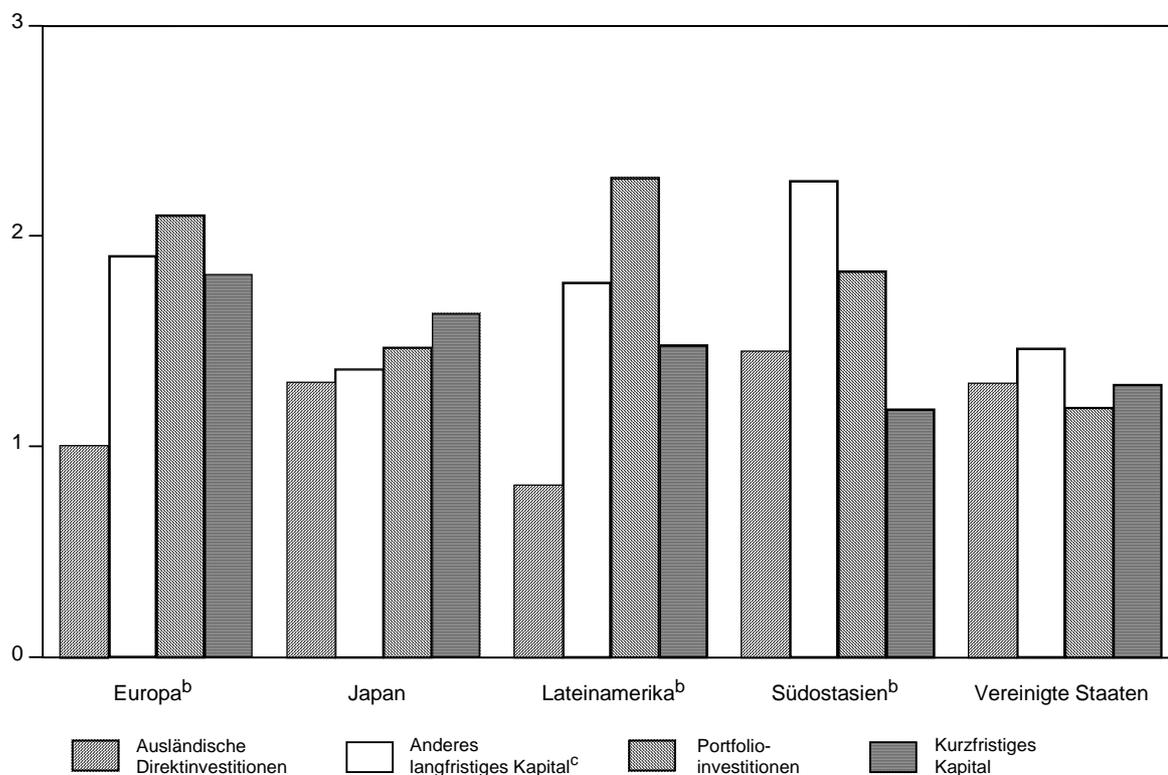
Empirische Untersuchungen zeigen, dass die Bedeutung kurzfristiger Kapitalströme unter anderem positiv vom Pro-Kopf-Einkommen des Empfängerlandes abhängt (Buch und Lusinyan 2000; Rodrik und Velasco 1999). Die Bedeutung dieser Faktoren unterscheidet sich dabei statistisch nicht zwischen entwickelten und sich entwickelnden Volkswirtschaften. Zudem haben Regulierungen Einfluss auf die Fristigkeit des Kapitalverkehrs: Länder, die Mitglieder in der OECD sind, haben tendenziell weniger kurzfristige Auslandsverbindlichkeiten als Nicht-OECD-Mitglieder. Dieses Ergebnis ist darauf zurückzuführen, dass kurzfristige Kredite an Nicht-OECD-Länder unter den Kapitaladäquanzrichtlinien der Bank for International Settlements

(BIS) mit höherem Eigenkapital unterlegt werden müssen. Empirische Untersuchungen zeigen zudem, dass die Fristigkeit von Kapitalströmen von der inländischen Wirtschaftspolitik entscheidend mitbestimmt wird. In Asien war beispielsweise der Anteil an kurzfristigem Kapital in denjenigen Ländern überdurchschnittlich hoch, die eine Politik fester Wechselkurse betrieben und zur Verteidigung der Wechselkursbindung die inländischen Zinsen auf hohem Niveau gehalten haben (Kaminsky und Reinhart 1998).

2.2 Volatilität der internationalen Kapitalströme

Der vorhergehende Abschnitt hat gezeigt, dass der Grad der internationalen Kapitalmobilität weltweit zugenommen hat und sich Industrie- und Entwicklungsländer hinsichtlich der Struktur ihrer Kapitalströme unterscheiden. Die entscheidende Frage ist, welche Auswirkungen diese Befunde auf die Volatilität des internationalen Kapitalverkehrs haben.

Ein zentrales Argument der aktuellen wirtschaftspolitischen Debatte ist die Hypothese, dass kurzfristiges Kapital volatiliter ist als andere Kapitalströme, insbesondere volatiliter als langfristig orientierte ausländische Direktinvestitionen. Abbildung 3 zeigt gleichwohl, dass diese Aussage zumindest im langfristigen Durchschnitt nicht unbedingt gilt. Diesen Zahlen zufolge war in den Jahren 1969 bis 1993 kurzfristiges Kapital

Abbildung 3: Volatilität internationaler Kapitalströme 1969–1993^a

^aAls Maß für die Volatilität wird der Variationskoeffizient (Standardabweichung/Mittelwert) genutzt. – ^bBasierend auf Nettokapitalströmen. – ^cEinschließlich des langfristigen Portfoliokapitals.

Quelle: Lipsey (1999: Tabelle 5).

lediglich in einer Region (Japan) volatiler als alle anderen Kapitalströme; in den anderen Regionen rangierte es erst an dritter oder vierter Stelle. Generell muss beachtet werden, dass sich auch Ströme ausländischer Direktinvestitionen schnell umkehren können, indem beispielsweise Aktiva verkauft oder Gewinne nicht erneut investiert, sondern abgezogen werden (Feldstein 2000). Gerade durch die neueren technischen Entwicklungen auf den internationalen Finanzmärkten werden daher die Grenzen zwischen den einzelnen Kapitalströmen zunehmend fließend.

Die relativ hohe Volatilität kurzfristiger Kapitalströme zeigt sich deutlicher in der Volatilität internationaler Bankkredite in den vergangenen zwei Jahrzehnten (Tabelle 3). Diesen Zahlen zufolge hat nicht nur die Volatilität des internationalen Kapitalverkehrs in den neunziger Jahren im Vergleich zu den achtziger Jahren zugenommen; diese Zunahme war zudem in erster Linie

durch die hohe Volatilität kurzfristigen Kapitals bedingt. Der Vergleich dieser Zahlen mit den langfristigen Durchschnittswerten zeigt jedoch wiederum, dass Vorsicht bei der Kategorisierung von Kapitalströmen hinsichtlich ihrer Volatilität angebracht ist.

Diese Schlussfolgerung wird durch die Ergebnisse einer empirischen Arbeit von Claessens et al. (1993) untermauert, in welcher die Dauerhaftigkeit von Kapitalströmen untersucht wird. Die Autoren zeigen, dass die Entwicklung kurzfristiger Kapitalbewegungen mindestens ebenso gut prognostiziert werden kann wie die Entwicklung ausländischer Direktinvestitionen. Aus der Frischtigkeit von Kapitalströmen allein kann diesen Arbeiten zufolge keine Aussage über deren Volatilität abgeleitet werden. Sarno und Taylor (1999) nutzen ein alternatives quantitatives Verfahren und finden in einer Reihe von Entwicklungsländern, dass sowohl private Portfolioin-

Tabelle 3: Volatilität internationaler Bankkredite 1980–1997

	Mittelwert ^a		Volatilität			
			Standardabweichung ^a		Variationskoeffizient ^c	
	1980–89	1990–97 ^b	1980–89	1990–97 ^b	1980–89	1990–97 ^b
<i>Kurzfristige Kredite</i>						
Alle Länder	298,3	408,4	25,4	84,1	0,09	0,21
Entwicklungsländer	232,0	323,1	16,7	81,1	0,07	0,25
<i>Langfristige Kredite</i>						
Alle Länder	344,9	328,6	66,7	21,7	0,19	0,07
Entwicklungsländer	273,8	267,4	60,5	16,4	0,22	0,06
<i>Gesamt</i>						
Alle Länder	685,9	789,1	74,6	106,0	0,11	0,13
Entwicklungsländer	538,0	622,9	57,7	101,1	0,11	0,16

^aIn Mrd. US-Dollar, in konstanten Preisen von 1995. – ^bOhne den Einfluss der Asienkrise. – ^cDefiniert als Standardabweichung/Mittelwert.

Quelle: BIS (2000); IMF (2000).

vestitionen als auch Kredite der öffentlichen Hand eine ausgeprägte transitorische (d.h. volatile) Komponente enthalten. Allerdings lässt diese Untersuchung keine Rückschlüsse auf die Volatilität von kurzfristigen im Vergleich zu langfristigen Kapitalströmen zu.

Für die Diskussion der Wohlfahrtswirkungen von Transaktionssteuern ist zudem das Zusammenspiel der Volatilitäten der verschiedenen Formen grenzüberschreitender Kapitalbewegungen von besonderem Interesse. So ist etwa das Ziel der von Tobin (1978) vorgeschlagenen Transaktionssteuer, insbesondere kurzfristige Kapitalbewegungen zu verteuern. Dieser Vorschlag basiert somit auf der Vorstellung, dass kurzfristige grenzüberschreitende Kapitalströme besonders volatil und gegebenenfalls sogar für die Schwankungsintensität der anderen Posten der Kapitalverkehrsbilanz verantwortlich sind. Chuhan et al. (1996) sowie Buch und Pierdzioch (2001) argumentieren hingegen auf der Basis der Ergebnisse empirischer Arbeiten, dass eine solche Auffassung von der Wirtschaftspolitik nicht unkritisch übernommen werden sollte.

So finden Chuhan et al. (1996) für eine Stichprobe von sogenannten aufstrebenden Ländern (emerging markets) zwar heraus, dass sich Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten für diejenigen Volkswirtschaften als besonders problematisch erweisen könnten, deren Kapital-

importe sich vornehmlich aus kurzfristigen Auslandsanlagen speisen. Dieses Ergebnis steht im Einklang mit der in Tabelle 3 dokumentierten Beobachtung, dass die Zunahme der Volatilität des internationalen Kapitalverkehrs in den neunziger Jahren relativ zu den achtziger Jahren vornehmlich durch die hohe Volatilität von kurzfristigem Kapital bedingt war. Gleichzeitig zeigt sich jedoch, dass Veränderungen im Volumen ausländischer Direktinvestitionen substantielle Anpassungen in dem Volumen kurzfristiger grenzüberschreitender Anlageformen auslösen können. Dieses Ergebnis wird von Buch und Pierdzioch (2001) weitgehend bestätigt. Auch diese Arbeit zeigt, dass die Schwankungsintensität von Portfolioinvestitionen und grenzüberschreitenden kurzfristigen Bankkrediten von der Volatilität ausländischer Direktinvestitionen beeinflusst wird. Insgesamt deutet die empirische Evidenz darauf hin, dass die Volatilität internationaler Direktinvestitionen Einfluss auf die Schwankungsintensität anderer Formen grenzüberschreitender Kapitalbewegungen hat. Diese Resultate legen den Schluss nahe, dass die Wirkung von Transaktionssteuern, die in erster Linie bei kurzfristigen Kapitalströmen ansetzen, als Mittel zur Reduzierung der Volatilität des internationalen Kapitalverkehrs nicht überschätzt werden sollte.

Um die Wohlfahrtswirkungen der voranschreitenden Integration der globalen Finanzmärkte

insbesondere für aufstrebende Volkswirtschaften beurteilen zu können, ist zudem nicht nur von Interesse, wie stark Kapitalströme um einen langfristigen Trend herum schwanken, sondern auch, wie oft es zu einer Umkehr der Fließrichtung des internationalen Finanzkapitals kommt (capital flow reversals). Eine abrupte Umkehr der internationalen Kapitalbewegungen kann in den davon betroffenen Volkswirtschaften schmerzhaft realwirtschaftliche Anpassungsprozesse auslösen, da letztlich durch eine Steigerung der heimischen Ersparnisbildung kurz- bis mittelfristig ausbleibende ausländische Kapitalexporte kompensiert werden müssen. Zu diesem Punkt liefert die Studie von Mussa et al. (1999) interessante Einsichten: Die Autoren zeigen, dass es in Entwicklungsländern in den neunziger Jahren häufiger zu einer „großen“ Umkehr von Kapitalströmen gekommen ist als in den vorangegangenen beiden Dekaden.

Bei der wirtschaftspolitischen Bewertung dieses Ergebnisses ist zu beachten, dass durch die Einführung von Transaktionssteuern, die besonders den kurzfristigen Kapitalverkehr verteuern, derartige „capital flow reversals“ nicht zwangsläufig eingedämmt werden müssen. So weisen Claessens et al. (1993) darauf hin, dass zwischen den einzelnen Formen globaler Kapitalströme signifikante Substitutionseffekte bestehen. Diese Wechselwirkungen können dazu führen, dass wirtschaftspolitische Maßnahmen, die an einzelnen Positionen der Kapitalverkehrsbilanz ansetzen, um die Struktur und/oder die Schwankungsintensität des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs einer Volkswirtschaft zu beeinflussen, mit unvorhergesehenen oder gar unerwünschten Nebenwirkungen behaftet sind. Im Extremfall kann sich sogar die Volatilität der Kapitalströme erhöhen. Es ist daher keineswegs sichergestellt, dass durch die Einführung einer Transaktionssteuer auf grenzüberschreitende Kapitalbewegungen die Anzahl signifikanter „capital flow reversals“ reduziert werden kann.

3 Chancen und Risiken eines freien Kapitalverkehrs

Das vorhergehende Kapitel hat gezeigt, dass die Entwicklungen auf den internationalen Kapitalmärkten von vier Haupttendenzen geprägt sind. Erstens hat der Grad der internationalen Kapitalmobilität über die vergangenen Jahrzehnte hinweg kontinuierlich zugenommen, ohne jedoch einen historischen Höchststand zu erreichen. Zweitens ist hinsichtlich der Struktur der Kapitalströme generell eine Verbriefungstendenz zu beobachten; der Anteil kurzfristiger Bankkredite ist in den neunziger Jahren angestiegen. Allerdings ist noch unklar, ob sich dieser Trend auch in Zukunft fortsetzen wird. Deutliche Unterschiede bestehen drittens hinsichtlich der Kapitalstruktur von Ländern mit unterschiedlichem Entwicklungsstand, denn in Entwicklungsländern haben Direktinvestitionen und Bankkredite ein größeres Gewicht als in Industrieländern. Viertens ist Vorsicht geboten bei der Klassifizierung von Kapitalströmen hinsichtlich ihrer Volatilität; insbesondere müssen hierbei Wechselwirkungen zwischen verschiedenen Anlageformen berücksichtigt werden, um zu einem Gesamtmaß der Volatilität zu gelangen.

Das folgende Kapitel beschäftigt sich mit der Frage, welche Wohlfahrtswirkungen von der Zunahme des internationalen Kapitalverkehrs ausgehen. Wir diskutieren dabei sowohl gesamtwirtschaftliche Effekte, d.h. den Zusammenhang zwischen Kapitalverkehr einerseits und Wachstum und Investitionen andererseits, als auch Auswirkungen auf die Effizienz des inländischen Finanzsektors. Schließlich werden die Ursachen und Konsequenzen von Währungskrisen diskutiert.

3.1 Gesamtwirtschaftliche Effekte

Grundsätzlich sind von freiem internationalem Kapitalverkehr eine Reihe positiver Effekte auf den wirtschaftlichen Wohlstand zu erwarten. Freie internationale Kapitalmärkte können dazu beitragen, Kapital auch über Grenzen hinweg in

seine produktivste Verwendung zu lenken. Sie ermöglichen es einem Land, kurzfristige Einkommensschwankungen durch Kapitalimporte bzw. -exporte auszugleichen, so dass diese Schwankungen nicht voll auf den gesamtwirtschaftlichen Konsum und die gesamtwirtschaftlichen Investitionen durchschlagen müssen. Darüber hinaus bieten freie Kapitalmärkte die Chance, Investitionsrisiken international zu streuen. Kapitalerträge sind dadurch weniger von Schwankungen auf dem inländischen Markt abhängig. Auch beim internationalen Technologietransfer, der gerade für Entwicklungsländer von zentraler Bedeutung ist, kann der internationale Kapitalverkehr eine wichtige Rolle übernehmen. Schließlich können internationale Kapitalströme zur Entwicklung eines effizienten Finanzsystems beitragen und auf diesem Wege für mehr Wirtschaftswachstum sorgen.

Diese Vorteile eines freien Kapitalverkehrs stellen sich jedoch nicht von selbst ein, sondern hängen von einer Reihe von Faktoren ab. Vieles deutet darauf hin, dass es zwischen Entwicklungsländern und Industrieländern, aber auch innerhalb der Gruppe der Entwicklungsländer, durchaus Unterschiede gibt in der Wirkung verschiedener Formen internationaler Kapitalströme und in den Kanälen, durch die sie ihre Wirkung entfalten. Von Bedeutung für die Wachstumswirkungen ist beispielsweise, in welchem Ausmaß ausländische Kapitalzuflüsse inländische Ersparnisse entweder ergänzen oder aber ersetzen. Außerdem belegt die vorhandene Evidenz, dass für manche Entwicklungsländer fehlendes Humankapital ein entscheidender Engpass sein kann, der sie daran hindert, die vollen Vorteile einer Integration in die internationalen Kapitalmärkte zu ernten. Ähnliches gilt für restriktive Außenhandelsregime. Im folgenden gehen wir auf diese Zusammenhänge näher ein.

Freie internationale Kapitalbewegungen erlauben es, in denjenigen Ländern zu investieren, in denen die Kapitalproduktivität am höchsten ist, und zwar unabhängig davon, wie hoch die Sparneigung oder das Einkommensniveau ist. Lohnende Investitionsprojekte, die ohne Kapitalmobilität vielleicht aufgrund fehlender inländischer Ersparnisse nicht verwirklicht werden könnten,

können durch Kapitalimporte realisiert werden. Umgekehrt können Ersparnisse exportiert werden, wenn im Ursprungsland nicht genügend lohnende Investitionsprojekte vorhanden sind.

Mitentscheidend für die Auswirkungen von Kapitalimporten auf das gesamtwirtschaftliche Wachstum ist jedoch, inwieweit die Kapitalzuflüsse inländische Ersparnisse ergänzen oder aber verdrängen und inwieweit sie zu mehr Investitionen im Empfängerland führen (Edwards 1998a). Zwar steigt grundsätzlich die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt auch dann, wenn mit ausländischem Kapital ein höherer Konsum in der Gegenwart finanziert wird. Aber eine konsumptive Verwendung von Kapitalzuflüssen erhöht das Risiko einer späteren Zahlungsunfähigkeit, insbesondere, wenn mit den Kapitalimporten eine erhöhte Verschuldung verbunden ist. Obstfeld (1995) kommt für Entwicklungsländer zu dem Schluss, dass Kapitalimporte in der Praxis inländische Ersparnisse zwar teilweise verdrängen, dass sie aber netto zu höheren inländischen Investitionen führen.

Für die asiatischen Tigerstaaten beobachtete man dagegen lange Zeit hohe Kapitalimporte bei gleichzeitig sehr hohen inländischen Sparquoten. Es wurde vermutet, dass sich in diesen Ländern Kapitalimporte und inländische Ersparnisse gegenseitig ergänzten (Turner 1995). Reinhart und Talvi (1998) zeigen jedoch, dass auch in diesen Ländern ausländische Kapitalzuflüsse negativ mit inländischen Ersparnissen korrelierten, wenn man die Ersparnisse um ihren langfristigen Trend bereinigte.

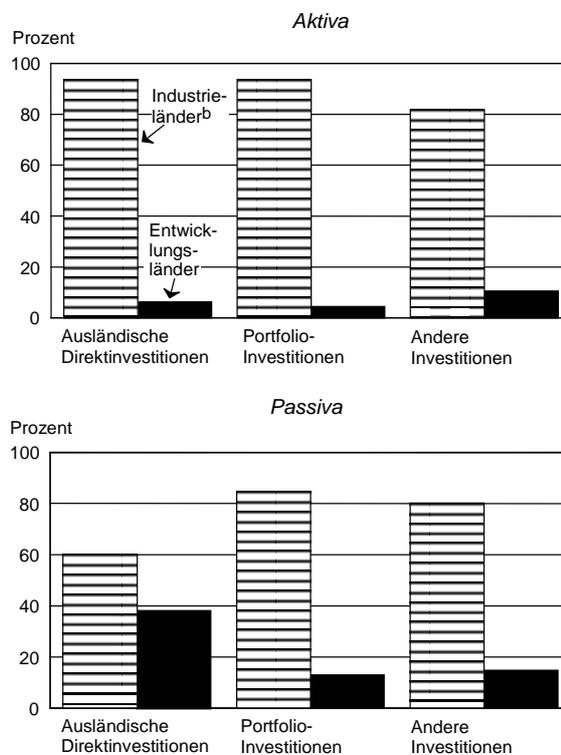
Offenbar bestehen für Entwicklungsländer erhebliche Unterschiede zwischen den verschiedenen Arten von Kapitalzuflüssen (Bosworth und Collins 1999). So haben ausländische Direktinvestitionen nicht nur mit Abstand den stärksten Einfluss auf die gesamtwirtschaftliche Investitionstätigkeit, sie regen, möglicherweise über höhere Kapitalrenditen, sogar die inländische Ersparnis zusätzlich an. Portfolio-Zuflüsse dagegen haben einen sehr geringen Einfluss sowohl auf die inländische Ersparnis als auch auf die Investitionen. Bankkredite nehmen eine Mittelstellung ein. Im Durchschnitt werden Brutto-Kapitalimporte etwa zur Hälfte für zusätzliche

Investitionen verwendet. Die andere Hälfte fließt in den Aufbau von Währungsreserven und in Kapitalexporte des Empfängerlandes.

Ein weiterer wichtiger Faktor, von dem die Wohlfahrtswirkungen einer Integration in die internationalen Kapitalmärkte abhängen, ist das vorhandene Humankapital. Darunter ist im Wesentlichen das Bildungsniveau eines Landes zu verstehen. Die Ausstattung mit Humankapital beeinflusst sowohl die Attraktivität eines Landes für ausländisches Kapital als auch den Nutzen, den das Land aus diesem Kapital ziehen kann. Vernachlässigt man den Faktor Humankapital, so lässt sich die Richtung der internationalen Kapitalströme im Aggregat kaum erklären. Die traditionelle Sichtweise der Solow'schen Wachstumstheorie, wonach die Produktivität von Investitionen in Industrieländern aufgrund des großen bereits vorhandenen Kapitalstocks geringer ist als in Entwicklungsländern, impliziert, dass Kapital hauptsächlich von den Industrieländern in die Entwicklungsländer fließt. Dies ist jedoch nicht der Fall: Der Großteil der internationalen Kapitalströme fließt zwischen den Industrieländern (Abbildung 4). Dieser scheinbare Widerspruch löst sich weitgehend auf, wenn man unterstellt, dass zusätzliches Kapital dort eine größere Produktivität entfaltet, wo mehr Humankapital zur Verfügung steht (Lucas 1990; vgl. auch Gundlach 1994).

Der Zusammenhang zwischen der Humankapitalausstattung des Empfängerlandes und den Wachstumswirkungen ausländischer Kapitalströme wird besonders deutlich, wenn es darum geht, neue Technologien zu verbreiten. Die neuere Wachstumstheorie hat gezeigt, dass technologische Innovationen in der Lage sind, langfristige Wachstumsprozesse in Gang zu setzen (Romer 1990; Grossman und Helpman 1991). Dabei kommt ausländischen Direktinvestitionen eine besondere Bedeutung zu. Sie können unmittelbar zu einem Import neuer Technologien führen. Darüber hinaus können sie dazu beitragen, dass neue Managementfähigkeiten und produktionsorientiertes Wissen in die Empfängerländer transferiert wird. Besonders ausgeprägt ist dieser Effekt, wenn auch inländische Unternehmen neues Wissen erwerben, sei es als Zulieferer der aus-

Abbildung 4: Anteile an den globalen Kapitalströmen in den neunziger Jahren^a



^aDurchschnitte der Jahre 1991–1997. – ^bOhne internationale Organisationen.

Quelle: IMF (1998).

ländischen Unternehmen, sei es als Nachahmer im Wettbewerb mit ihnen (Bertschek 1995). Dadurch kann auch die inländische Investitionstätigkeit weiter angeregt werden.

Empirisch zeigt sich jedoch, dass höhere ausländische Direktinvestitionen nicht automatisch auch zu einem höheren Wirtschaftswachstum führen (Nunnenkamp 2000). Eine neuere Untersuchung der UNCTAD (1999) weist keinen positiven Effekt von Direktinvestitionen auf das Wachstum aus. Soto (1999) findet nur dann einen positiven Einfluss, wenn ein nichtlinearer Zusammenhang mit der inländischen Sparquote unterstellt wird. Außerdem sind die Schätzergebnisse nicht stabil. Eine erfolgreiche Verbreitung neuen Wissens und neuer Technologien durch Direktinvestitionen setzt vielmehr voraus, dass das neue Wissen in den Empfängerländern auch verarbeitet und angewendet werden kann. Daher haben ausländische Direktinvestitionen nur dann

einen ausgeprägt positiven Einfluss auf das Wirtschaftswachstum, wenn das Empfängerland über einen hinreichenden Bestand an Humankapital verfügt (Borensztein et al. 1998). In diesen Fällen sind ausländische Direktinvestitionen auch produktiver als Investitionen inländischer Unternehmen und regen die Investitionstätigkeit inländischer Unternehmen an.

Neben der Ausstattung mit Humankapital spielt auch die Offenheit der Handelsbilanz eine entscheidende Rolle für die Wachstumswirkungen ausländischer Direktinvestitionen. In Ländern, die eine Importsubstitutionsstrategie verfolgten, konnten im Gegensatz zu anderen Ländern praktisch keine positiven Effekte ausländischer Direktinvestitionen nachgewiesen werden (Balasubramanyam et al. 1996).

Die Integration der internationalen Kapitalmärkte erhöht die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt jedoch nicht nur dadurch, dass Ländern die Möglichkeit gegeben wird, inländische Investitionen durch ausländische Ersparnisse zu finanzieren. Vielmehr wird den Anlegern auch die Möglichkeit gegeben, ihre Portfolios optimal aufzuteilen.⁶ Je mobiler das Kapital international ist, desto besser können diese Möglichkeiten genutzt werden. Gleichzeitig kann der Integrationsgrad der Kapitalmärkte daran getestet werden, ob Anlageentscheidungen den Voraussagen der sogenannten Portfoliotheorie entsprechen. Folgt den Anlegern dieser Theorie, so hielten alle Investoren Kombinationen eines möglichst breit gestreuten „Marktportfolios“ und einer risikofreien Anlage, wobei die jeweiligen Anteile von der Risikopräferenz der Anleger abhingen. Die optimale Zusammensetzung des Marktportfolios selbst hingegen wäre unabhängig von der Risikopräferenz. Durch die breite Streuung ihrer Portfolios könnten die Anleger Risiken senken und höhere Erträge realisieren.

⁶ Vgl. auch Feldstein (2000). Feldstein weist zudem auf mögliche positive Wohlfahrtswirkungen des internationalen Kapitalverkehrs hin, die durch den Export von institutionellen Rahmenbedingungen entstehen. Außerdem wird durch eine Liberalisierung des Kapitalverkehrs tendenziell der Spielraum von Regierungen beschränkt, eine ineffiziente Wirtschaftspolitik zu betreiben.

Gerade für den Kapitalverkehr zwischen sich entwickelnden Ländern und Industrieländern hat diese Theorie bedeutende Implikationen. Da die Renditen von Anlagen in diesen Ländergruppen typischerweise eine relativ geringe (teilweise sogar negative) Korrelation aufweisen, ist das Potential zur Risikominderung besonders hoch. Reisen (1996) argumentiert daher beispielsweise, dass eine stärkere Nutzung von Anlagemöglichkeiten für beide Ländergruppen erhebliche Wohlfahrtsgewinne bringen kann: Die Industrieländer können durch verstärkte Kapitalanlagen in Entwicklungsländern mit höherem Wachstumspotential Finanzierungsprobleme in der Altersvorsorge reduzieren, für Entwicklungsländer können Kapitalimporte verbesserte Wachstumschancen bieten.

Gleichwohl bleiben diese Wohlfahrtsgewinne so lange lediglich ein theoretisches Konstrukt, wie die Anleger nur in geringem Maße von den Vorteilen der internationalen Portfoliodiversifizierung Gebrauch machen. Empirisch zeigt sich, dass Investoren überproportional hohe Anteile ihrer Anlageportfolios in Finanzaktiva ihres Heimatlandes halten.⁷ Die Gründe für diese Heimatpräferenz (home bias) in Anlageportfolios sind noch weitgehend unbekannt; mögliche Erklärungsansätze reichen von rechtlichen Beschränkungen bei der Portfoliozusammensetzung institutioneller Anleger über steuerliche Anreize, unvollständige oder asymmetrische Informationen bis hin zu Friktionen bei der Integration des realen Sektors.⁸

3.2 Effizienz der Finanzmärkte

Ein weiterer Kanal, über den der internationale Kapitalverkehr Wohlfahrtsgewinne bewirken kann, sind Effizienzgewinne im Finanzsektor. Theoretische Argumente und empirische Ergebnisse legen den Schluss nahe, dass ein hoch entwickelter Finanzsektor eine wichtige Voraus-

⁷ Vgl. French und Poterba (1990, 1991) sowie Tesar und Werner (1992). Kilka (1998) und Lapp (2001) untersuchen den Fall deutscher Investoren.

⁸ Vgl. Lewis (1999) sowie Obstfeld und Rogoff (1996).

setzung für wirtschaftliches Wachstum ist (Levine 1997). Die neuere Wachstumstheorie hat im Wesentlichen zwei Quellen eines dauerhaften Wirtschaftswachstums identifiziert: Kapitalakkumulation mit zunehmenden Skalenerträgen (Romer 1986; Lucas 1988) und die Entwicklung neuer Güter und Produktionsprozesse (Romer 1990; Grossman und Helpman 1991). Die Aufgabe des Finanzsystems besteht darin, Informations- und Transaktionskosten zu senken. Es versichert gegen Risiken, leitet Kapital in die produktivsten Investitionsprojekte, mobilisiert Ersparnisse und stellt Liquidität bereit für den Handel von Gütern und Dienstleistungen. Niedrigere Informations- und Transaktionskosten führen zu höheren Ersparnissen, höheren Investitionen, mehr Innovation und damit letztlich zu höherem Wachstum.

Internationale Kapitalmobilität kann dabei eine wichtige Rolle spielen. Sie kann Risiken senken, sie kann die länderübergreifende Verbreitung von Innovationen voranbringen, und sie kann zur Entwicklung eines leistungsfähigen Finanzsystems in dreierlei Weise beitragen: Erstens verschafft Kapitalmobilität den Unternehmen aus Ländern mit unterentwickelten Finanzsystemen Zugang zum Weltkapitalmarkt und versetzt sie dadurch potentiell in die Lage, die Nachteile zu überwinden, die sich aus dieser Unterentwicklung ergeben (Klein und Olivei 1999). Zweitens kann Kapitalmobilität die Liquidität der Finanzmärkte, besonders in kleinen Ländern, erhöhen; gerade die Liquidität der inländischen Kapitalmärkte hat sich als wichtige Determinante des Wirtschaftswachstums erwiesen (Levine und Zervos 1998). Drittens kann Kapitalmobilität den Wettbewerbsdruck erhöhen und dadurch Reformen in Richtung eines effektiveren inländischen Finanzsystems anstoßen. Unter anderem lässt sich zeigen, dass die Zulassung ausländischer Banken auf dem inländischen Markt die Finanzierungskosten im Inland senken und dadurch zu mehr Investitionen in Humankapital, Forschung und Entwicklung und letztlich zu höherem Wirtschaftswachstum führen kann (Baldwin und Forslid 1996).

Entsprechend finden Klein und Olivei (1999) empirisch einen signifikant positiven Zusammen-

hang zwischen freiem Kapitalverkehr und finanzieller Entwicklung einerseits und zwischen finanzieller Entwicklung und Wirtschaftswachstum andererseits. Allerdings scheint der Zusammenhang zwischen freiem Kapitalverkehr und finanzieller Entwicklung vor allem für OECD-Länder zu gelten. Dies würde darauf hindeuten, dass sich Industrieländer und Entwicklungsländer zumindest in den Kanälen unterscheiden, durch die internationale Kapitalströme ihre Wirkung entfalten. Dieses Ergebnis passt zu dem Befund, dass sich die beiden Ländergruppen in der Struktur ihrer Kapitalströme unterscheiden (Abschnitt 2.1). Zur finanziellen Entwicklung tragen möglicherweise die Portfolio-Investitionen und Bankkredite, die den Kapitalverkehr zwischen Industrieländern dominieren, mehr bei als ausländische Direktinvestitionen, die für Entwicklungsländer ein größeres Gewicht haben. Hier stellt sich allerdings die Frage nach der Kausalität: Ist das größere Gewicht der Portfolio-Investitionen in Industrieländern eine Ursache oder eine Folge ihrer weiter entwickelten Finanzsysteme?

Die Vorteile und Nachteile einer Öffnung für ausländisches Kapital werden typischerweise unter gesamtwirtschaftlichen, makroökonomischen Aspekten diskutiert. Eine Analyse der Wohlfahrtseffekte sollte jedoch auch Auswirkungen auf den inländischen Finanzsektor und auf dessen Effizienz berücksichtigen.⁹ In der Literatur ist diese Frage unter dem Gesichtspunkt der optimalen Abfolge der internen und externen Liberalisierung der Finanzmärkte diskutiert worden. In der Regel wird vorgeschlagen, den Kapitalverkehr erst dann umfassend zu liberalisieren, wenn das inländische Finanzsystem hinreichend stark reformiert worden ist. Eine (zu) schnelle Öffnung für ausländischen Wettbewerb könnte andernfalls zu Konkursen inländischer Banken führen und deren Anreize erhöhen, risikoreiche Kredite zu vergeben. Eine parallele Liberalisierung des Kapitalverkehrs wird dagegen nur selten vorgeschlagen. Gleichwohl kann eine solche Parallelstrategie sinnvoll sein, wenn mehr Wettbewerb von außen zu einer erhöhten Effizienz des

⁹ Für eine ausführliche Darstellung vgl. Buch (2001).

Bankensystems insgesamt führt und damit die im Markt verbleibenden (inländischen) Banken weniger anfällig für Krisen macht.

Ob Wettbewerb im Bankensektor stabilisierend und/oder effizienzerhöhend wirkt, ist dabei letztlich eine empirische Frage. Gerade für Entwicklungsländer scheinen die positiven Effekte zu überwiegen. Claessens et al. (1998) kommen beispielsweise zu dem Ergebnis, dass Auslandsbanken effizienter sind und geringere Zinsspannen aufweisen als inländische Banken. Zwar hat der Marktzutritt von Auslandsbanken einen Verlust an Marktanteilen bei den inländischen Banken zur Folge; die Wohlfahrtswirkungen insgesamt sind allerdings als positiv einzustufen. Jüngere Untersuchungen für Argentinien und Mexiko zeigen zudem, dass der Marktzutritt von Auslandsbanken zu einer erhöhten Stabilität des inländischen Bankensektors beigetragen hat (Goldberg et al. 1999). Gleichzeitig finden jedoch Van Rijckeghem und Weder (2000), dass im Fall der thailändischen und der mexikanischen Währungskrise die internationale Kreditvergabe von Banken und die Tatsache, dass Länder „gemeinsame Kreditgeber“ hatten, durchaus zur Übertragung von Kriseneffekten geführt hat. Um die Wohlfahrtseffekte einer Öffnung für ausländisches Kapital beurteilen zu können, muss somit abgewogen werden, in welchem Verhältnis Effizienzgewinne und die möglichen Übertragungseffekte durch Auslandsbanken stehen.

3.3 Zahlungsbilanzkrisen und Ansteckungsgefahren

Die Zahlungsbilanzkrisen der vergangenen Jahre haben gezeigt, dass die Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs den Ländern nicht nur Vorteile bringt, sondern auch das Risiko erhöht, trotz solider Wirtschaftspolitik in den Strudel internationaler Zahlungsbilanzkrisen gerissen zu werden – mit möglicherweise negativen Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt. In diesem Abschnitt wird daher diskutiert, welche Faktoren zum Ausbruch einer Zahlungsbilanzkrise beitragen können und wie Ansteckungseffekte gemessen werden können.

Zahlungsbilanzkrisen können verschiedene Ursachen haben; ein möglicher Auslöser sind Inkonsistenzen in der heimischen Wirtschaftspolitik (Krugman 1979; Flood und Garber 1984). Solche Inkonsistenzen zwischen Wechselkurs-, Geld- und Fiskalpolitik sind in der Vergangenheit in zahlreichen Entwicklungsländern aufgetreten. Der nominale Wechselkurs wurde fixiert, um den Binnenwert der heimischen Währung zu stabilisieren. Gleichzeitig wurde jedoch eine expansive Geldpolitik betrieben, mit der staatliche Haushaltsdefizite finanziert wurden. Der nominale Wechselkurs konnte bei steigendem inländischen Geldangebot nur durch Stützungskäufe stabil gehalten werden. Im Ergebnis gingen die Währungsreserven so weit zurück, dass ausländische und vor allem auch inländische Anleger schließlich das Vertrauen in die heimische Währung verloren.

Neben den beschriebenen makroökonomischen Inkonsistenzen können auch Probleme auf der mikroökonomischen Ebene zu einer Zahlungsbilanzkrise führen. Insbesondere treten Zahlungsbilanzkrisen häufig in engem zeitlichen Zusammenhang mit Krisen im inländischen Bankensektor auf (Kaminsky und Reinhart 1996; Kaminsky 1999). Eine Bankenkrise kann eine Zahlungsbilanzkrise auslösen, wenn die mit einer Rettungsaktion für den Bankensektor verbundenen fiskalischen Kosten zu makroökonomischen Ungleichgewichten führen (Calvo 1995; Velasco 1987). Hinzu kommt, dass Bankkredite einen großen Teil der internationalen Kapitalströme ausmachen. Daher kann es auch zu einer Zahlungsbilanzkrise kommen, wenn die inländischen Banken im Zuge einer Bankenkrise ihre Kreditwürdigkeit im Ausland einbüßen (Buch und Heinrich 1999). Rückkoppelungseffekte können diesen Effekt noch verstärken, wenn die Banken offene Fremdwährungsverbindlichkeiten halten, da Abwertungen bzw. durch Abwertungserwartungen steigende Zinsen dann im Bankensektor zusätzliche Verluste verursachen (vgl. auch Mishkin 1997).

Besonders gefährdet sind Länder, in denen das Regelwerk, innerhalb dessen der inländische Finanzsektor operiert, gravierende Schwächen aufweist (McKinnon und Pill 1995). Ein funktionie-

rendes Regelwerk ist nicht nur notwendig, um zu vermeiden, dass „binnenwirtschaftliche“ Krisen im Finanzsektor auf die Zahlungsbilanz ausstrahlen. Es ist auch unabdingbar, wenn gewährleistet werden soll, dass Kapitalzuflüsse aus dem Ausland im Inland sinnvoll investiert werden, und wenn eine Überschuldung gegenüber dem Ausland vermieden werden soll. Das Ausmaß der Überschuldung von Banken, aber auch von anderen Unternehmen wurde beispielsweise in der Krise in Asien 1997 erst im Nachhinein offenbar. Zuvor war es bereits überschuldeten Unternehmen und Banken aufgrund fehlender Transparenz gelungen, neue Kredite zu beschaffen und damit hochspekulative Projekte, beispielsweise in der Bauwirtschaft, zu finanzieren. Ein anderes Beispiel liefert die russische Krise von 1998, in der kaum regulierte und überwachte inländische Banken zunächst von der Bankenaufsicht nahezu unbemerkt ungedeckte Fremdwährungspositionen aufbauten, die ihre Kapitalbasis bei weitem überstiegen.

Zahlungsbilanzkrisen können jedoch selbst dann auftreten, wenn die heimische Wirtschaftspolitik solche und andere Inkonsistenzen weitgehend vermeidet (Obstfeld 1986). In diesem Fall kommt den Erwartungen der Marktteilnehmer entscheidende Bedeutung zu. Grundsätzlich besteht die Möglichkeit, einen festen Wechselkurs gegen spekulative Attacken zu verteidigen, indem man die inländischen Zinsen erhöht und so das Angebot an inländischer Währung hinreichend verknappt. Bei einer massiven spekulativen Attacke kann eine solche für die Verteidigung des Wechselkurses notwendige monetäre Kontraktion jedoch kurzfristig zu so erheblichen Einkommens- und Beschäftigungsverlusten führen, dass der politische Druck, das Wechselkursziel aufzugeben und abzuwerten, zu groß wird. Die Abwertungserwartung der Märkte erweist sich damit als begründet. Bleibt dagegen die spekulative Attacke aus, so kann der Wechselkurs ohne weiteres durchgehalten werden. Mit anderen Worten, ob es zu einer Krise kommt, hängt davon ab, ob eine spekulative Attacke unternommen wird. Dies wiederum hängt davon ab, ob die Märkte einer solchen Attacke gute Erfolgsaussichten geben. Mitunter können an

sich relativ unbedeutende Ereignisse die Erwartungsbildung an den Märkten beeinflussen und so zum Auslöser spekulativer Kapitalströme werden.

Gleichwohl hat die neuere empirische Literatur zu den Ursachen von Zahlungsbilanzkrisen eine Reihe von Indikatoren hervorgebracht, mit deren Hilfe vergangene Krisen erfolgreich hätten prognostiziert werden können (Kaminsky und Reinhart 1998; Kaminsky et al. 1998). Sinkende Exporterlöse und steigende Leistungsbilanzdefizite, Abweichungen des realen Wechselkurses von seinem langfristigen Trend, eine hohe und steigende Kreditaufnahme gerade des öffentlichen Sektors, hohe und zunehmende Inflationsraten im Inland sowie abnehmende Währungsreserven haben sich als brauchbare Indikatoren erwiesen. Hinweise auf mögliche Gefahren ließen sich bereits bis zu zwei Jahre vor dem tatsächlichen Ausbruch einer Krise feststellen.

Die in diesen Indikatoren erfassten Entwicklungen können durch die nationale Wirtschaftspolitik beeinflusst werden. Die Ergebnisse von Kaminsky und Reinhart deuten darauf hin, dass sich in der Regel durchaus eine wirtschaftspolitische Handhabe bietet, um Zahlungsbilanzkrisen vorzubeugen oder zumindest ihre negativen Auswirkungen zu begrenzen. Unter anderem konnte gezeigt werden, dass die Asienkrise 1997 keineswegs aus heiterem Himmel kam, sondern bereits 18 Monate zuvor Anzeichen für krisenhafte Entwicklungen, insbesondere im inländischen Finanzsektor, zu beobachten waren (Kaminsky 1999; Schweickert 2000).¹⁰ Für die Zukunft wird es daher darauf ankommen, die Entwicklung der Risiko-Indikatoren genau zu verfolgen, um frühzeitig auf Warnsignale reagieren zu können. Voraussetzung ist allerdings, dass verlässliche In-

¹⁰ Eine Ausnahme stellt Indonesien dar. Zwar war auch das indonesische Bankensystem bereits vor Ausbruch der Krise instabil, und die kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten überstiegen die vorhandenen Währungsreserven deutlich. Aber das Leistungsbilanzdefizit war relativ gering und stabil, das gesamtwirtschaftliche Wachstum ging noch nicht zurück, und die reale Aufwertung blieb geringer als in den anderen Ländern. Insgesamt ergaben die von Kaminsky und Reinhart vorgeschlagenen Indikatoren keinen Hinweis auf eine dramatische Verschlechterung der Situation im Jahre 1997.

formationen über die relevanten Indikatoren anders als in der Vergangenheit zeitnah gesammelt und veröffentlicht werden.

Trotz der bedeutenden Rolle, die der heimischen Wirtschaftspolitik in Bezug auf die Nachhaltigkeit einer Integration in den internationalen Kapitalverkehr zukommt, besteht dennoch die Möglichkeit einer Übertragung von krisenhaften Entwicklungen über Ländergrenzen hinweg. Ansteckungseffekte können beispielsweise dann auftreten, wenn sich die Renditeerwartungen in nur einem Land ändern, die Anleger aber in dessen Folge ihre gesamten Portfolios umstrukturieren (Schinasi und Smith 1999). Währungskrisen können bei internationalen Anlegern Liquiditätsbedarf auslösen und sie veranlassen, auch Positionen in ursprünglich nicht von der Krise betroffenen Ländern aufzulösen. Dies kann zu einer plötzlichen Umkehr insbesondere bei kurzfristigen Kapitalströmen führen (Montiel und Reinhart 1997) und so das betroffene Land und seinen Finanzsektor in eine sich selbst verstärkende Liquiditätskrise stürzen (Goldfajn und Valdés 1997). Ein ähnlicher Effekt kann auftreten, wenn die Märkte aufgrund unzureichender Informationen vorhandene Unterschiede in der wirtschaftlichen Lage einzelner Länder nicht hinreichend gewichten und bei Krisensymptomen in einem Land ihr Kapital auch aus anderen, scheinbar ähnlichen Ländern abziehen.

In der empirischen Literatur ist die Frage, wie Ansteckungseffekte von Zahlungsbilanzkrisen gemessen werden sollten, intensiv diskutiert worden. Eine weitere, weit verbreitete Definition von Ansteckungseffekten setzt bei Rückkoppelungseffekten an, die nicht durch Änderungen von Fundamentaldaten zu erklären sind. Ein Nachteil der meisten dieser Definitionen ist, dass sie nicht klar zwischen normalen Rückkoppelungseffekten zwischen Märkten und solchen Rückkoppelungseffekten, die speziell mit dem Auftreten einer Zahlungsbilanzkrise verbunden sind, unterscheiden. Forbes und Rigobon (2000) haben daher darauf hingewiesen, dass (krisenbedingte) Ansteckungseffekte und (normale) Rückkoppelungseffekte unterschieden werden müssen. Normale Rückkoppelungseffekte zwischen Märkten resultieren beispielsweise aus engen Verflech-

tungen im Außenhandel oder im Kapitalverkehr oder aus hohen Korrelationen zwischen Renditen. Nur ein signifikanter Anstieg dieser Verbindungen (oder Korrelationen) im Zuge einer Zahlungsbilanzkrise stellt nach der Definition von Forbes und Rigobon (2000) einen Ansteckungseffekt dar.

Die von Forbes und Rigobon vorgeschlagene Definition eines Ansteckungseffekts kontrastiert deutlich mit Definitionen, die lediglich ein gleichzeitiges Auftreten von Zahlungsbilanzkrisen postulieren. Ebenso stark unterscheiden sich die wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen. Wenn schon das gleichzeitige Auftreten von Zahlungsbilanzkrisen als Ansteckungseffekt gedeutet wird und Krisen langfristig negative Effekte haben, könnten wirtschaftspolitische Maßnahmen erforderlich sein. Wenn jedoch das oft beobachtete gleichzeitige Auftreten von Zahlungsbilanzkrisen lediglich Reflex starker dauerhafter Verbindungen zwischen Märkten ist, könnte es kontraproduktiv sein, diese Rückkoppelungseffekte – etwa durch das Einführen von Kapitalverkehrskontrollen – zu verhindern oder zu begrenzen. Zumindest aber müsste abgewogen werden, wie groß die Wohlfahrtseinbußen einer solchen Politik in dem Sinne wären, dass die Vorteile einer optimalen internationalen Allokation von Kapital und der Diversifizierung von Anlageportfolios nicht genutzt werden könnten.

Insgesamt deutet jedenfalls die verfügbare empirische Evidenz darauf hin, dass das simultane Auftreten von Zahlungsbilanzkrisen in vielen Fällen ohnehin bestehende enge Marktverflechtungen reflektiert. Forbes und Rigobon (2000) zeigen beispielsweise, dass die Korrelationen zwischen den Renditen lateinamerikanischer Wertpapiere während der Finanzkrisen der vergangenen Jahre nicht signifikant zugenommen haben.¹¹ Linne (1999) stellt ähnliche Berechnungen an und unterscheidet positive Ansteckungseffekte (d.h. ein Anstieg in Renditekorrelationen) von nega-

¹¹ Diese Berechnungen berücksichtigen eine mögliche Verzerrung der beobachteten Korrelationskoeffizienten infolge des Anstiegs der Varianz während Finanzkrisen. Vgl. Forbes und Rigobon (2000) für eine technische Darstellung dieser Methode.

tiven Ansteckungseffekten (d.h. abnehmende Korrelationen). Seinen Berechnungen zufolge sind von der Asienkrise keine negativen Ansteckungseffekte, wohl aber relativ starke positive Ansteckungseffekte ausgegangen, die global zu spüren waren. Diese Ansteckungseffekte der Asien- oder auch Russlandkrise sind ein Anlass dafür gewesen, Reformen des internationalen Finanzsystems zu fordern. Allerdings müssen auch diese Ergebnisse in einen historischen Zusammenhang gestellt werden. Auf Grundlage langfristiger Daten, die bis in das 19. Jahrhundert zurückreichen, kommen Bordo und Murshid (2000) zu dem Ergebnis, dass es keine klaren Belege dafür gibt, dass die von Finanzkrisen ausgehenden Ansteckungsrisiken im Laufe der Zeit zugenommen haben.

4 Vor- und Nachteile einer Beschränkung des kurzfristigen Kapitalverkehrs

Trotz aller potentiellen Vorteile, die mit einer Liberalisierung des Kapitalverkehrs verbunden sind, bleibt das Risiko bestehen, dass Länder, die eine vernünftige Wirtschaftspolitik betreiben, ohne eigenes Zutun in den Sog von Währungskrisen geraten. Diese negativen Ansteckungseffekte sind ein Grund dafür, dass Kontrollen auf (kurzfristige) Kapitalströme empfohlen werden. In diesem Kapitel werden wirtschaftspolitische Empfehlungen diskutiert, den Anteil des kurzfristigen Kapitalverkehrs durch Transaktionssteuern zu begrenzen. Es werden sowohl der Vorschlag von Tobin als auch Varianten dieses Vorschlags vorgestellt. Dabei werden zunächst theoretische Überlegungen bezüglich der Auswirkungen von Transaktionssteuern diskutiert. Abschließend wird die empirische Evidenz analysiert.

4.1 Transaktionssteuern auf kurzfristiges Kapital

Bereits in einem im Jahre 1978 publizierten Aufsatz wurde von James Tobin vorgeschlagen, die spekulativen Kapitalströme mit Hilfe einer international gleichförmigen Steuer auf grenzüberschreitende Geldmarkttransaktionen zu begrenzen. Die Hauptzielsetzung einer solchen wirtschaftspolitischen Maßnahme sollte es sein, den seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems im Jahre 1973 beobachteten Anstieg der Volatilität nominaler und realer Wechselkurse zu reduzieren. Die von Tobin (1978) vorgeschlagene Transaktionssteuer betrifft grundsätzlich alle mit einem Währungstausch verbundenen Transaktionen auf dem Kassamarkt. Die Steuer müsste weltweit implementiert und von den jeweiligen nationalen Steuerbehörden erhoben werden. Ein wesentliches Merkmal dieses unter dem Begriff „Tobin-Steuer“ diskutierten Ansatzes ist, dass der Steuersatz invariant im Hinblick auf das gerade vorherrschende internationale Zinsgefüge und die Maturität der an den globalen Finanzmärkten gehandelten Anlageformen sein soll. Durch eine solche Konstruktion würden insbesondere kurzfristige Kapitalströme überproportional betroffen, da für derartige Investitionen der Steuersatz pro Zeiteinheit höher wäre als für längerfristige Anlagen.

Aufbauend auf diesen Vorstellungen wurden in den vergangenen zwei Jahrzehnten in der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung alternative Varianten von Transaktionssteuern erörtert. So wurde vorgeschlagen, die Volatilität internationaler Kapitalströme zu reduzieren, indem eine Mindestreservepflicht, welche mit einer impliziten Steuer auf das eingesetzte Kapital gleichzusetzen ist, auf alle in heimischer Währung an ausländische Wirtschaftssubjekte vergebenen Kredite erhoben wird.¹² Hauptzielsetzung dieser Transaktionssteuer ist es, der Wirtschaftspolitik ein Instrument zur Stabilisierung der heimischen

¹² Vgl. etwa Eichengreen et al. (1995: 166). Eine weitere Variante setzt bei den Auslandstransaktionen von Banken an und belegt Nettodevisenpositionen mit einer Mindestreservepflicht (Garber und Taylor 1995).

Kapitalverkehrsbilanz an die Hand zu geben. Im Gegensatz zu dem von Tobin (1978) unterbreiteten Konzept würde die Einführung der skizzierten Mindestreservepflicht implizieren, dass der Steuersatz mit dem heimischen Zinssatz ansteigt. Dies ergibt sich aus dem Umstand, dass ein Anstieg des heimischen Zinssatzes für die beteiligten Finanzmarktakteure automatisch die Kosten der Reservehaltung in Form entgangener Gewinne (Opportunitätskosten) erhöhen würde. Ein weiterer Unterschied zur ursprünglichen Tobin-Steuer besteht darin, dass die Mindestreservepflicht auf nationaler Ebene implementiert werden könnte.

4.2 Effekte von Transaktionssteuern

Das zentrale „Trilemma“ (Obstfeld und Taylor 1998) der Politik in global vernetzten Ökonomien ist, dass allenfalls zwei der drei wirtschaftspolitischen Ziele – Offenheit der internationalen Kapitalmärkte, monetäre Autonomie und stabile nominale Wechselkurse – gleichzeitig erreicht werden können. So ist es zumindest temporär möglich, unter Aufgabe der monetären Autonomie ein System fixierter und damit stabiler Wechselkurse bei gleichzeitig hoher internationaler Kapitalmobilität zu etablieren. Ein solches System kann jedoch nur durch begleitende Interventionen der Zentralbank verteidigt werden. Dies impliziert, dass die Geldmenge nicht mehr autonom von den geldpolitischen Entscheidungsträgern kontrolliert werden kann. Entscheidet sich die Wirtschaftspolitik hingegen für offene internationale Kapitalmärkte und ein entsprechend hohes Volumen grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs, so kann eine autonome nationale Geldpolitik nur um den Preis flexibler und damit, wie die seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems im Jahre 1973 gesammelten Erfahrungen zeigen, volatiler Wechselkurse implementiert werden. Die Besteuerung von grenzüberschreitenden Kapitalbewegungen stellt einen Versuch dar, die Offenheit der internationalen Kapitalmärkte zumindest partiell aufzugeben, um sich trotz Wechselkursbindung eine gewisse monetäre Autonomie zu erhalten.

Transaktionssteuern auf grenzüberschreitende Kapitalbewegungen werden häufig mit der Aussage begründet, dass Preisanpassungen auf Finanzmärkten wesentlich schneller als auf Gütermärkten ablaufen. Unmittelbarer Ausdruck einer solchen Asymmetrie ist die in empirischen Arbeiten dokumentierte Beobachtung, dass die Volatilität realer Wechselkurse vornehmlich von Schwankungen nominaler Wechselkurse getragen zu werden scheint (vgl. etwa Flood und Rose 1995). Gleichzeitig deutet die empirische Evidenz darauf hin, dass das Geschehen an den Devisenkassamärkten zumindest phasenweise von spekulativen Übertreibungen und Herdenverhalten geprägt ist.¹³ Aufgrund der zentralen Stellung, welche der reale Wechselkurs in offenen Volkswirtschaften einnimmt, impliziert dieser Befund, dass eine hohe Volatilität von Finanzmarktpreisen im Allgemeinen und von nominalen Wechselkursen im Besonderen zu einer Fehlleitung von Investitionen und zu negativen Effekten auf den Außenhandel führen kann. Die in der Diskussion um die Effekte von Kapitalverkehrskontrollen wohl am häufigsten erörterte Frage ist daher, ob Transaktionssteuern auf grenzüberschreitende Kapitalbewegungen ein geeignetes Instrument sind, um Finanzmarktvolatilität zu reduzieren und auf diesem Wege realwirtschaftliche Anpassungen zu erleichtern.

Nicht allein aufgrund theoretischer Überlegungen, sondern insbesondere aufgrund empirischer Befunde ist ein solches Vorgehen mit Skepsis zu betrachten. *Erstens* muss beachtet werden, dass die Erhebung von Steuern auf grenzüberschreitende Kapitalbewegungen helfen soll, bestimmte Transaktionen an den globalen Finanzmärkten zu unterbinden. Effektive Transaktionssteuern sollen insbesondere einen negativen Effekt auf die Profitabilität spekulativer Investitionen entfalten. Selbst wenn die Einführung einer Kapitalverkehrssteuer erfolgreich wäre, würde damit letztlich auch die Liquidität der besteuerten Märkte abnehmen. Dies könnte zur Folge haben, dass im Vergleich zu einer Situation, in der die Transaktionssteuer nicht erhoben wird, schon relativ

¹³ Vgl. etwa Allen und Taylor (1990, 1992) sowie Frankel und Froot (1990).

kleine exogene Störungen starke Preisbewegungen auslösen könnten.¹⁴ Hinzu kommt, dass offensichtlich gerade Marktteilnehmer, die spekulative Transaktionen tätigen, eine relativ hohe Bereitschaft zur Übernahme von Risiken aufweisen. Wenn durch eine Transaktionssteuer gerade solche Marktteilnehmer aus dem Markt gedrängt würden, könnte insgesamt die Fähigkeit der betroffenen Finanzmärkte zur Übernahme und Streuung von Risiken abnehmen.

Zweitens muss bei einer Erörterung der Vorteile und Nachteile einer Transaktionssteuer auf grenzüberschreitende Kapitalbewegungen beachtet werden, dass Agenten an den Finanzmärkten über den Handelsprozess letztlich nicht nur Finanztitel, sondern auch Informationen austauschen. Gerade in den global vernetzten Finanzmärkten beobachten die Marktteilnehmer einander sehr genau, und allein das Faktum, dass bestimmte Händler oder Händlergruppen bestimmte Kauf- oder Verkaufsentscheidungen treffen oder unterlassen, enthüllt den übrigen Marktteilnehmern einen Teil der Informationsbasis, welche diese Händler besitzen (vgl. etwa Scharfstein und Stein 1990). Wenn nun spekulative Transaktionen erfolgreich besteuert und damit seltener durchgeführt werden, dann wird der Informationsgehalt der Transaktionen, welche die im Markt verbliebenen spekulativen Anleger trotz der Steuer durchführen, von den übrigen Marktteilnehmern stärker gewichtet werden (vgl. auch Caplin und Leahy 1994). Das liegt daran, dass diese Handlungen nun teurer geworden sind und zudem seltener vorkommen. Wenn also ein Marktteilnehmer trotz der erhobenen Steuer eine den Preis eines Finanztitels destabilisierende Transaktion durchführt, dann werden die übrigen Marktteilnehmer davon ausgehen, dass er sich dazu nur aufgrund einer besonders guten Informationsbasis entschließt. Die Signalwirkung einer solchen Transaktion wird also durch die Steuer verstärkt. Dies erhöht für die übrigen Marktteilnehmer den Anreiz, sich ebenfalls für diese Handelsstrategie zu entscheiden. Eine solche Entwicklung kann schließlich dazu führen,

dass als Konsequenz der Implementierung einer Transaktionssteuer an den internationalen Finanzmärkten stärkere Preisausschläge auftreten (Kirman 1995).

Drittens darf nicht übersehen werden, dass mit einer relativ niedrigen Transaktionssteuer kaum die aus spekulativen Transaktionen resultierenden hohen Gewinne aufgezehrt werden dürften. Daher erscheint es zweifelhaft, ob durch die Einführung einer Transaktionssteuer das an den Finanzmärkten vorherrschende Investitionsverhalten signifikant beeinflusst werden kann. Insbesondere ist eine Transaktionssteuer auf kurzfristiges Kapital letztendlich nicht in der Lage, spekulative Attacken auf überbewertete Währungen zu verhindern (Park und Sachs 1996). Da derartige spekulative Attacken zu großen und oft sprunghaften Wechselkursbewegungen in relativ kurzer Zeit führen, eröffnen sie den Marktteilnehmern die Möglichkeit, im Fall einer erfolgreichen Attacke entsprechend hohe spekulative Gewinne zu erzielen. Im besten Fall kann eine Transaktionssteuer daher der Wirtschaftspolitik helfen, eine Währungskrise zeitlich zu verschieben.

Viertens muss beachtet werden, dass die Effektivität einer Transaktionssteuer insbesondere auch davon abhängt, in welchem Umfang die Marktteilnehmer auf Marktsegmente ausweichen können, die nicht von der Steuer betroffen sind. Ergebnisse einer von Campbell und Froot (1994) durchgeführten empirischen Studie deuten darauf hin, dass eine Transaktionssteuer Anreize setzt, den mit einer solchen repressiven Maßnahme verbundenen Belastungen auszuweichen. Die Nachfrage nach den Finanzinstrumenten, welche von der Steuer betroffen sind, dürfte mithin zurückgehen. Gerade die jüngeren Entwicklungen auf den Märkten für derivative Finanzprodukte vereinfachen ein solches Ausweichverhalten erheblich. Optimierende rationale Wirtschaftssubjekte würden versuchen, den durch den besteuerten Finanztitel induzierten zukünftigen Zahlungsstrom durch Investitionen in andere Instrumente, welche nicht besteuert werden, zu replizieren. So dürfte es für die Akteure an den internationalen Finanzmärkten kein nennenswertes Problem darstellen, nahezu jeden beliebigen Zahlungsstrom aus einer traditionellen, der Steuer unterliegen-

¹⁴ Vgl. Buch et al. (1998) sowie Kolck und Rübesamen (1999).

den Finanzanlage durch den Einsatz derivativer Finanzinstrumente zu synthetisieren und auf diesem Wege einer Transaktionssteuer auszuweichen (vgl. auch König 1997). Dies kann zur Folge haben, dass die Transaktionssteuer letztlich nur zu einer Verlagerung der Volatilität vom Devisenmarkt auf andere Finanzmärkte einer Volkswirtschaft führt.

Fünftens entstehen Auswirkungen auf die Volatilität anderer Märkte nicht nur durch das Ausweichen von Händlern auf andere Märkte, sondern auch aufgrund der in den vergangenen Jahrzehnten realisierten bedeutenden Fortschritte in den Informations- und Kommunikationstechnologien. Moderne Finanzmärkte stellen letztlich ein hochgradig interdependentes komplexes System dar, in dem Wechselwirkungen berücksichtigt werden müssen. Pierdzioch und Stadtmann (2000) zeigen, dass durch die Interdependenz von Finanzmärkten Übertragungseffekte zwischen den verschiedenen Marktsegmenten auftreten können. Selbst wenn die Wirtschaftspolitik in der Lage wäre, etwa durch Einführung einer Transaktionssteuer auf einem Markt kurzfristige spekulative Aktivitäten zu reduzieren, so wäre damit keinesfalls gewährleistet, dass sich dieser Markt – selbst in Abwesenheit von exogenen Störungen – in seinem stationären Gleichgewicht einpendelt. In letzter Konsequenz könnten kurzfristige spekulative Aktivitäten nur verhindert werden, indem grundsätzlich die auf allen existierenden Finanzmärkten getätigten Transaktionen einer Steuer unterworfen würden. Ein solches System dürfte aber weder mit der ursprünglichen Idee, „Sand in die Räder der internationalen Geldmärkte zu streuen“, vereinbar noch politisch durchsetzbar sein.

Diese Argumente lassen es fraglich erscheinen, ob die Einführung einer Transaktionssteuer auf grenzüberschreitende Kapitalbewegungen die Volatilität von Finanzmarktpreisen im Allgemeinen und von nominalen und realen Wechselkursen im Besonderen eindämmen kann. Insgesamt erscheint es somit fraglich, ob durch die Einführung einer Transaktionssteuer auf den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr die Schwankungsintensität von Finanzmarktpreisen deutlich vermindert werden kann.

Einer solchen Einschätzung könnte gleichwohl entgegnet werden, dass in theoretischen Modellen gezeigt werden kann, dass die Einführung einer Steuer auf kurzfristiges Kapital das Überschießen von Wechselkursen vermindern und damit gerade zur Verminderung der Volatilität realer Wechselkurse beitragen kann (Buch et al. 1998). Ein solcher Effekt tritt dann auf, wenn durch die Transaktionssteuer gerade diejenigen Wirtschaftssubjekte aus dem Markt gedrängt werden können, die Investitionsentscheidungen vornehmlich auf der Basis trendextrapolierender Handelsstrategien treffen und somit die Finanzmärkte potentiell destabilisieren. Allerdings ist in diesen Modellen zu beachten, dass die Einführung einer Steuer selbst ein exogener Schock ist, der eine Ökonomie auf einen neuen Gleichgewichtspfad bringt (Buch et al. 1998).¹⁵ Es lässt sich zeigen, dass aus diesem Grunde gerade bei unterstellter träger Anpassung im realwirtschaftlichen Sektor einer Ökonomie *sowohl die Einführung als auch die Wiederabschaffung* einer Tobin-Steuer ein Überschießen des Wechselkurses erzeugen kann. Die Einführung einer Transaktionssteuer würde in einem solchen Szenario also selbst die Volatilität der Wechselkurse erhöhen. Dieser Mechanismus sollte insbesondere bei der Empfehlung berücksichtigt werden, nur in Krisenzeiten geltende Kapitalverkehrskontrollen einzuführen.

Ferner darf nicht übersehen werden, dass Kapitalverkehrskontrollen nicht nur direkte, sondern auch indirekte Effekte auf die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt haben können. Offenkundig sind diese Effekte schwierig zu messen und daher bislang kaum das Ergebnis empirischer Studien gewesen. Aus theoretischer Sicht sind jedoch einige Überlegungen in diesem Zusammenhang interessant. Ein Land, das seinen internationalen Kapitalverkehr beschränkt, nimmt *ceteris paribus* eine restriktivere Position ein als andere Länder. Sind (ausländische) Investoren nur unvollständig über die Ziele der jeweiligen

¹⁵ Zudem greift dieses Argument nur unter der *Ceteris paribus*-Annahme, dass mögliche aus einer solchen Veränderung der Marktstruktur resultierende zusätzliche Effekte auf die Volatilität von Finanzmärkten ausgeblendet werden können.

Regierung informiert, könnten sie dies als Signal für weitere Eingriffe in den Marktmechanismus in der Zukunft deuten (Bartolini und Drazen 1997). Dies wiederum kann negative Effekte auf die Investitionen haben (Clark 1997; Labán und Larrain 1997). Eine der wichtigsten wirtschaftspolitischen Lehren ist daher, dass Informationen über die Wirtschaftspolitik und deren Effekte transparent, schnell und verlässlich verfügbar sein sollten. Bessere und zeitnähere Informationen reduzieren die Kosten der Informationsbeschaffung für die Marktteilnehmer und dürften daher tendenziell langfristige und stabilere Kapitalzuflüsse fördern.

4.3 Der empirische Befund

Der Fall Chiles gilt in der Regel als eines der wichtigsten Beispiele für Erfolg und Misserfolg von Steuern auf kurzfristiges Auslandskapital.¹⁶ Das Interesse an Chile rührt sicherlich daher, dass dessen Kapitalverkehrskontrollen dem ursprünglichen Vorschlag Tobins am nächsten kommen. Nicht zuletzt aus diesem Grund ist die für Chile vorliegende empirische Evidenz ausgesprochen umfangreich. Zu beachten ist jedoch, dass Kapitalverkehrskontrollen der chilenischen Art keine reinen Tobin-Steuern sind, denn sie werden weder allen grenzüberschreitenden Zahlungsströmen auferlegt, noch werden sie multilateral erhoben.

Seit 1991 müssen 20 Prozent von Krediten aus dem Ausland und von Einlagen von Ausländern bei chilenischen Banken auf einem Konto bei der Zentralbank hinterlegt werden. Zumindest zu Beginn wurde diese Politik als ein Erfolg eingestuft

und die Effektivität der Kapitalverkehrsbeschränkung begrüßt (vgl. etwa Labán et al. 1997). Da jedoch die Märkte Wege gefunden haben, die Kontrollen zu umgehen und auf nichtregulierte Anlageformen auszuweichen, waren Anpassungen erforderlich, und die Kontrollen wurden zunächst schrittweise ausgeweitet (Labán und Larrain 1998). Der Reservesatz wurde auf 30 Prozent erhöht, die Hinterlegungsfrist auf ein Jahr festgelegt und die Steuer auf andere Kapitalströme ausgeweitet.

Weniger Beachtung findet typischerweise Slowenien, das im Jahr 1995 in ähnlicher Weise eine Mindestreservepflicht für ausländische Kredite eingeführt hat: 40 Prozent aller Kredite aus dem Ausland mit einer Laufzeit von bis zu sieben Jahren mussten bei der Zentralbank unverzinslich hinterlegt werden; für längerfristige Kredite betrug dieser Anteil 10 Prozent. Beide Länder haben unlängst den Reservesatz auf Null gesenkt, das System aber im Prinzip beibehalten.

Im Folgenden wird der Erfolg der chilenischen (und slowenischen) Politik, Finanzkredite einer Mindestreserve zu unterwerfen, anhand von drei Kriterien diskutiert: dem Gewinn an wirtschaftspolitischem Handlungsspielraum, insbesondere auf dem Gebiet der Geldpolitik, der Senkung der Finanzmarktvolatilität und den Auswirkungen auf inländische Investitionen.¹⁷ Hierbei muss allerdings durchweg berücksichtigt werden, dass Chile (wie auch Slowenien und andere Länder) nicht nur Kapitalverkehrskontrollen eingeführt, sondern gleichzeitig eine Reihe anderer wirtschaftspolitischer Maßnahmen umgesetzt haben. Es ist daher schwierig, die Effekte empirisch klar zu trennen (Nadal-De Simone und Sorsa 1999).

Damit Kapitalverkehrskontrollen dem *ersten* Erfolgskriterium genügen und zu einem Gewinn an geldpolitischer Autonomie führen, müssen zwei Voraussetzungen gegeben sein. Einerseits müssen die Kapitalverkehrskontrollen quantitativ relevant sein. Gemessen an den Steuereinnahmen, die durch die Kontrollen erzielt wurden, war dies in Chile in der Tat der Fall (Valdés-

¹⁶ Malaysia gilt vielfach als ein Land, das erfolgreich Kapitalverkehrskontrollen eingeführt hat. Allerdings war der Umfang dieser Kontrollen weitaus drastischer als die hier diskutierten Vorschläge einer Transaktionssteuer auf kurzfristige Kapitalströme. Die Erfahrung Malaysias zeigt, dass die Kapitalverkehrskontrollen in dem Sinne erfolgreich waren, dass der Grad der geldpolitischen Autonomie erhöht sowie Wechselkurse und Zinsen stabilisiert werden konnten (vgl. etwa Edison und Reinhart 2000). Allerdings wurden diese Maßnahmen erst nach Ausbruch der Krise verhängt. Die langfristigen Wirkungen dieser Kontrollen, insbesondere was den Schutz vor zukünftigen Krisen betrifft, bleiben daher abzuwarten.

¹⁷ Einen Überblick über weitere Gründe für die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen, wie z.B. die Vergrößerung der heimischen Steuerbasis, geben Grilli und Milesi-Ferretti (1995).

Prieto und Soto 1998). Dies steht im Gegensatz zu den Erfahrungen vieler anderer Entwicklungsländer, in denen die Umgehung der Kapitalverkehrskontrollen erheblich war und somit faktisch keine Steuereinnahmen erzielt wurden (Dooley 1996).

Andererseits müssen die Kontrollen einen dämpfenden Effekt auf die Zuflüsse an Auslandskapital haben, um zu mehr geldpolitischer Autonomie zu führen. Im Fall Chiles waren die Kapitalzuflüsse dagegen angestiegen, was nicht zuletzt ein Ergebnis der soliden Fundamentaldaten der chilenischen Wirtschaft sowie günstiger weltwirtschaftlicher Rahmenbedingungen war. Zudem gibt es keine Belege dafür, dass der Zinszusammenhang mit dem Ausland langfristig weniger eng geworden wäre (Edwards 1998c; Laurens und Cardoso 1998), wenngleich die Zentralbank offenbar kurzfristig mehr Bewegungsspielraum gewann (De Gregorio et al. 2000). Die Zentralbank sah sich somit mit der Notwendigkeit konfrontiert, die Kapitalzuflüsse entweder zu sterilisieren oder eine Aufwertung zuzulassen, die wiederum eine Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit chilenischer Exporteure bedeutet hätte. Einen eindeutigen langfristigen Effekt der Kapitalverkehrskontrollen auf den realen Wechselkurs scheint es nicht gegeben zu haben (De Gregorio et al. 2000; Edwards 1998c). Ähnliche Beobachtungen können für Slowenien gemacht werden (Buch und Hanschel 2000). Insgesamt steht der Befund, dass Kapitalverkehrskontrollen allenfalls einen zeitlich begrenzten Einfluss auf Nettokapitalströme, Zinsdifferenziale oder den realen Wechselkurs haben, im Einklang mit breiter angelegten empirischen Untersuchungen für andere Länder und Zeitabschnitte (Johnston und Ryan 1994; Lee 1996; Dooley et al. 1997; Cardoso und Goldfajn 1998).

Während somit der Gewinn an geldpolitischer Autonomie eher gering war, gibt es auch wenig Anlass zu der Vermutung, dass es die Kapitalverkehrskontrollen den Ländern ermöglichen, einen zeitlichen Spielraum für Reformen in anderen Bereichen zu gewinnen. Laurens und Cardoso (1998) argumentieren, dass vielmehr in Chile das Gegenteil der Fall war und durch die Kontrollen

die Integration in die internationalen Kapitalmärkte verzögert wurde.

In Bezug auf die Möglichkeit, ein schwaches inländisches Finanzsystem durch Kapitalverkehrskontrollen vor ausländischer Konkurrenz zu schützen, um Zeit für Reformen zu schaffen, muss auf ein grundlegendes Dilemma hingewiesen werden. Gerade in den Ländern, in denen die Bankenaufsicht nicht in der Lage ist, die Stabilität und Effizienz des inländischen Bankensystems zu gewährleisten, sind die Aufsichtsbehörden in der Regel auch nur unzureichend in der Lage, die Einhaltung von Kapitalverkehrskontrollen effektiv zu überwachen (Laurens und Cardoso 1998: 21; Valdés-Prieto und Soto 1998). Ergebnisse von Dooley (1996: 675) bestätigen dieses Argument grundsätzlich. Seinen Untersuchungen zufolge haben Kapitalverkehrskontrollen in Industrieländern (mit relativ effizienten Aufsichtsbehörden) einen größeren Einfluss auf Volumen und Struktur von Kapitalflüssen als in Entwicklungsländern (mit weniger effizienten Aufsichtsbehörden).

Ein zweites Kriterium zur Beurteilung der Effektivität von Kapitalverkehrskontrollen ist deren Einfluss auf die Volatilität der Kapitalströme. Durch eine Senkung des Anteils (volatiler) kurzfristiger Kapitalanlagen sollen Kapitalverkehrskontrollen der chilenischen Art die Kapitalströme insgesamt weniger volatil machen. Während zumeist konstatiert wird, dass der Anteil kurzfristiger Kapitalströme im Fall Chiles gesunken ist (Tabelle 2), muss generell darauf hingewiesen werden, dass die zugrunde liegenden Statistiken aufgrund der Anreize, Kapitalzuflüsse umzudeklarieren und damit die Steuer zu umgehen, zunehmend ungenau geworden sind. Im Fall Sloweniens ist der Einfluss auf die Struktur der Kapitalströme wesentlich deutlicher sichtbar (Buch und Hanschel 2000).

In beiden Fällen finden sich jedoch keine eindeutigen Belege dafür, dass die Volatilität der Kapitalströme insgesamt infolge der Einführung der Kontrollen gesunken ist. Zwar hat die Wechselkursvolatilität abgenommen, aber die Effekte von Devisenmarktinterventionen der Zentralbank und von Kapitalverkehrskontrollen sind nicht eindeutig voneinander zu trennen (Laurens und

Cardoso 1998: 14). Edwards (1999) findet zwar einen dämpfenden Einfluss der Kapitalverkehrskontrollen auf die Volatilität des chilenischen Aktienindex, nicht aber auf die kurzfristigen Zinssätze. In einer allgemeinen, nicht speziell auf den Fall Chiles bezogenen Studie kommen schließlich Kono und Schuknecht (2000) zu dem Ergebnis, dass Länder, die ihren internationalen Finanzdienstleistungsverkehr stark reguliert haben, sogar häufiger das Opfer von Finanzkrisen werden als Länder, die den Dienstleistungsverkehr in diesem Bereich weitgehend freigegeben haben.

Während bereits eine genaue empirische Analyse der Effekte von Kapitalverkehrskontrollen auf den Grad der geldpolitischen Autonomie oder die Stabilität der Finanzmärkte Schwierigkeiten bereitet, ist die Bestimmung der Auswirkungen auf die Investitionen im Inland – das *dritte* Erfolgskriterium – noch schwieriger. In einer breit angelegten empirischen Studie kommen Williamson und Mahar (1998) zu dem Ergebnis, dass eine Liberalisierung des Kapitalverkehrs den Zugang von Unternehmen zu externen Finanzierungsquellen verbessert und die Effizienz von Investitionen erhöht hat. Hinsichtlich der Auswirkungen von Kapitalverkehrskontrollen der chilenischen Art auf die Investitionstätigkeit ist zudem zu berücksichtigen, dass eine mögliche Beschränkung kurzfristiger Kredite kleine und mittlere Unternehmen überproportional stark belastet, da deren externe Finanzierung in der Regel von kurzfristigen Bankkrediten dominiert wird (Valdés-Prieto und Soto 1998). De Gregorio et al. (2000) finden Hinweise darauf, dass die Kapitalkosten in Chile nach Einführung der Transaktionssteuer gestiegen sind, was sich wiederum negativ auf die Investitionen ausgewirkt haben könnte.

5 Zusammenfassung und wirtschaftspolitische Empfehlungen

Eine verstärkte Integration in den internationalen Kapitalverkehr kann eine Reihe positiver Effekte gerade auch für diejenigen Länder haben, die

sich noch in einem relativ frühen Entwicklungsstadium befinden. Freie internationale Kapitalmärkte können dazu beitragen, Kapital in seine produktivste Verwendung zu lenken, kurzfristige Schwankungen im Sozialprodukt durch Kapitalimporte bzw. -exporte auszugleichen, Investitionsrisiken international zu streuen, neue Technologien zu importieren und zur Entwicklung eines effizienten Finanzsystems beizutragen. Die vorstehende Analyse hat aber auch gezeigt, dass die Antwort auf die Frage, inwieweit diese Vorteile genutzt werden können, in entscheidendem Maße sowohl von den grundlegenden Ausgangsbedingungen als auch von der Wirtschaftspolitik des jeweiligen Landes abhängt.

In der Diskussion um die Vor- und Nachteile einer Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs hat in den letzten Jahren eine Trendwende stattgefunden. Während die progressive Liberalisierung der internationalen Kapitalströme in den vergangenen Jahrzehnten mit dem Ziel erfolgt ist, die Vorteile einer Integration in den internationalen Kapitalverkehr stärker zu nutzen, haben die schwerwiegenden Finanz- und Währungskrisen, denen eine Reihe von Schwellenländern unlängst ausgesetzt waren, die Suche nach Lösungsansätzen zur Verhinderung negativer Ansteckungseffekte verstärkt.

Steuern auf kurzfristige Kapitalströme, wie sie im Jahr 1978 von James Tobin vorgeschlagen und in Chile im Jahr 1991 in Form unverzinslicher Mindestreserveanforderungen eingeführt wurden, werden besonders heftig diskutiert. Da kurzfristige Kapitalströme als volatil gelten als langfristiges Kapital, versuchen sich Länder durch derartige Kapitalverkehrskontrollen vor einer zunehmenden Volatilität zu schützen.

Die Erfahrungen zweier dieser Länder, nämlich Chiles und Sloweniens, sind in diesem Zusammenhang von besonderer Bedeutung, da sie Kapitalverkehrsbeschränkungen haben, die dem Vorschlag Tobins nahe kommen. Allerdings sind die chilenischen Kapitalverkehrskontrollen keine reinen Tobin-Steuern, denn sie werden weder allen grenzüberschreitenden Zahlungsströmen auferlegt, noch werden sie multilateral erhoben.

Die verfügbare Evidenz der Effektivität von Kapitalverkehrskontrollen zeigt, dass diese Kontrollen kein Allheilmittel sind. Dies sollte nicht

verwundern, denn es gibt keine wirtschaftspolitische Maßnahme, die, in Isolation betrachtet, immer und überall positive Effekte erzielt. In der Tat würden Befürworter der Kontrollen argumentieren, dass diese Maßnahmen Teil eines umfassenden und konsistenten Reformprogramms sein müssten. Ohne Schutzmaßnahmen gegen volatile Kapitalströme könnten Finanzkrisen auch auf Länder mit einer sonst soliden Wirtschaftspolitik übergreifen.

Die zentrale Intuition hinter der Einführung einer Steuer auf kurzfristiges Auslandskapital ist die Überlegung, dass Anpassungen auf Finanzmärkten schneller erfolgen als Anpassungen auf Gütermärkten und dass das Zusammenspiel von Händlern auf Finanzmärkten zu Herdenverhalten führen kann. Die resultierende Fehlleitung von knappen Ressourcen kann negative Auswirkungen auf Investitionen und Exporte und damit auf die Wohlfahrt als Ganzes haben, so dass eine Steuer zur Korrektur des Marktversagens erforderlich ist, so die Überlegung.

Dieses Argument kann grundsätzlich kaum in Frage gestellt werden. Allerdings zeigt sowohl die empirische als auch die theoretische Evidenz, dass die Einführung von Beschränkungen auf kurzfristige Kapitalströme nur unter bestimmten Bedingungen wohlfahrtsfördernd sein kann. Diese Bedingungen sind jedoch in der Realität aus vier Gründen nur selten gegeben.

Erstens ist die konkrete Ausgestaltung und die Durchsetzung von Kontrollen kurzfristigen Kapitals eine offene Frage. Es gibt weder klare Evidenz bezüglich der Volatilität bestimmter Kapitalströme noch bezüglich der Änderung der Volatilität durch Kontrollen der chilenischen Art. Selbst wenn eine Steuer auf kurzfristige Kapitalströme den Zufluss dieses Kapitals reduziert, ist aus theoretischer und aus empirischer Sicht unklar, welche Auswirkungen dies auf die Volatilität hat. Auch wenn die Mindestreservepflicht auf ausländische Finanzkredite im Fall Chiles und Sloweniens die Zuflüsse an kurzfristigem Auslandskapital tendenziell reduziert hat, so ist ein Einfluss auf die Volatilität der Kapitalströme insgesamt weitaus schwerer festzustellen. Ein Grund hierfür könnte sein, dass eine einfache Klassifizierung von Kapitalströmen hinsichtlich ihrer Volatilität nicht immer möglich ist, sondern

vielmehr komplexe Wechselwirkungen zwischen einzelnen Kapitalströmen zu berücksichtigen sind.

Zweitens wird es gerade dann, wenn Kapital- und Leistungsbilanztransaktionen grundsätzlich liberalisiert wurden, zunehmend schwierig, die Steuer auch tatsächlich zu erheben. Auch wenn die dann bestehenden Ausweichmöglichkeiten die Wirkung einer Steuer auf kurzfristiges Auslandskapital nicht völlig beseitigen, kann diese doch erheblich beeinträchtigt werden. Dies wird durch die rasanten technologischen Entwicklungen auf den internationalen Kapitalmärkten verstärkt, die es den Marktteilnehmern erleichtern, auf nichtregulierte Märkte auszuweichen. Nicht zuletzt müssen für die Kontrolle der Einhaltung der Steuer Ressourcen eingesetzt werden, die dann in anderen wirtschaftspolitischen Bereichen fehlen.

Drittens haben Kapitalverkehrskontrollen zwar grundsätzlich das Potential, das Überschießen des Wechselkurses und die damit möglicherweise verbundenen negativen realwirtschaftlichen Anpassungen zu mindern. Allerdings kann die Einführung (und Wiederabschaffung) einer solchen Steuer selbst ein Überschießen des Wechselkurses auslösen und damit potentiell destabilisierend wirken. Aus diesem Grund ist gerade bei der nur vorübergehenden Einführung von Kapitalverkehrskontrollen Vorsicht geboten.

Viertens gibt es kaum Belege dafür, dass die Kontrollen den Grad der geldpolitischen Autonomie durch eine Absenkung der Kapitalzuflüsse insgesamt erhöhen. Generell können durch Kapitalverkehrskontrollen der chilenischen Art spekulative Attacken auf eine überbewertete Währung nicht verhindert, sondern bestenfalls aufgeschoben werden. Ein solcher zeitlicher Spielraum könnte in der Tat Zeit für notwendige Reformen im Inland schaffen. Entscheidend ist daher, wie schnell die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger strukturelle Probleme in Angriff nehmen.

Ein Bereich, in dem in vielen Ländern akuter Reformbedarf herrscht, ist das inländische Finanzsystem. Jüngste Episoden von Banken- und Zahlungsbilanzkrisen haben daher den Ruf nach Beschränkungen des Kapitalverkehrs zur Sicherung der Stabilität von Bankensystemen laut werden lassen. Wenn Verzerrungen im heimischen

Bankensystem, die z.B. aus einer automatischen Einlagenversicherung oder einer schwachen Bankenaufsicht resultieren, kurzfristig nicht beseitigt werden können, könnte es sinnvoll sein, kurzfristige Kapitalströme zu beschränken. Allerdings wird das Argument für eine schrittweise Liberalisierung des Kapitalverkehrs und eine vorherige Reform des inländischen Bankensystems schwächer, wenn zwei zusätzliche Aspekte berücksichtigt werden.

Erstens sind gerade diejenigen Länder, die eine schwache Bankenaufsicht haben, oftmals aufgrund administrativer Engpässe gar nicht in der Lage, Beschränkungen des Kapitalverkehrs effektiv umzusetzen. Gerade dies sind aber die Länder, für die das obige Argument einer schrittweisen Liberalisierung das größte Gewicht hat.

Zweitens kann die Öffnung der Märkte für ausländische Banken und die Liberalisierung des Kapitalverkehrs positive Auswirkungen auf die Effizienz der inländischen Banken haben. Gerade die Länder, die ihre Märkte frühzeitig geöffnet haben, verfügen in der Regel über stabilere und effizientere Bankensysteme als Länder, die eine schrittweise Öffnungsstrategie gewählt haben. Anstatt Liberalisierungsschritte sequenziell aufeinander abzustimmen, scheint es daher sinnvoll, die interne und externe Liberalisierung der Finanzmärkte parallel vorzunehmen. Zum Zeitpunkt einer Öffnung der Märkte für ausländisches Kapital sollten bestimmte Mindeststandards der Bankenaufsicht erfüllt sein und keine großen Verzerrungen von dem System der Einlagenversicherung ausgehen. Technische Hilfe aus dem Ausland kann hierbei eine wichtige Stütze sein.

Insgesamt zeigen die Erfahrungen mit der Einführung von Kapitalverkehrskontrollen, dass die Wirtschaftspolitik sich nicht auf Kontrollen kurzfristiger Kapitalströme bei der Bekämpfung möglicher negativer Effekte globaler Kapitalströme verlassen sollte. Die Einführung derartiger Kontrollen kann sogar, wenn sie fehlerhaft durchgeführt wird, negative Signale an in- und ausländische Investoren aussenden und zu einem Rückgang der Investitionen führen.

Generell sind stabile wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen die *conditio sine qua non* für eine erfolgreiche Integration in den internationalen Kapitalverkehr. Auch wenn Finanz-

Krisen in vielen Fällen ein globales Phänomen sind, so zeigt die Erfahrung doch, dass die Märkte in der Regel relativ schnell zwischen Ländern mit einer soliden und solchen mit einer unsoliden Wirtschaftspolitik unterscheiden. Zudem zeigen empirische Untersuchungen, dass die Fristigkeit der Kapitalströme von der Wirtschaftspolitik im Inland mitbestimmt wird.

Dies zeigt, dass die Wirtschaftspolitik auch in globalisierten Finanzmärkten einen nicht unerheblichen Spielraum hat. Vielversprechender als eine Beschränkung des Kapitalverkehrs ist es somit, eine klare und transparente Informationspolitik zu betreiben, strukturelle Reformen durchzuführen und Marktmechanismen zur Beeinflussung der Struktur der Kapitalströme zu nutzen. Auf diese Weise können Regierungen knappe Ressourcen sinnvoll einsetzen und das Risiko, ohne eigenes Zutun von ausländischen Finanzkrisen getroffen zu werden, mindern. Hierbei fällt internationalen Institutionen eine wichtige Rolle bei der Schaffung eines institutionellen Rahmens zu, in dem derartige Mechanismen durchgesetzt werden können.

Kernelemente eines solchen institutionellen Rahmens sollten strukturelle Reformen sein, die auf der makroökonomischen Ebene das Auftreten einer überbewerteten Währung und (zu) hoher Außenhandelsdefizite vermeiden helfen. Auf der mikroökonomischen Ebene sollten die Anreize so gesetzt werden, dass hohe (Netto-)Verbindlichkeiten in ausländischer Währung vermieden werden. In vielen sich entwickelnden Volkswirtschaften sind hierzu erhebliche Anstrengungen erforderlich, das Bankensystem und die Bankenaufsicht entsprechend zu reformieren.

Letztlich aber benötigt die Umsetzung derartiger Maßnahmen nicht nur Zeit. Auch bei einer hinreichenden Umsetzung bleibt die Gefahr, Opfer einer Liquiditätskrise zu werden. In jüngster Zeit sind daher einige Vorschläge unterbreitet worden, wie durch eine geeignete Ausgestaltung internationaler Kreditverträge diese Ansteckungsrisiken gemindert werden können.¹⁸

¹⁸ Vgl. etwa Buitert und Sibert (1999).

Literatur

- Allen, H., und M.P. Taylor (1990). Charts, Noise, and Fundamentals in the London Foreign Exchange Market. *Economic Journal* 100(400): 49–59.
- Allen, H., und M.P. Taylor (1992). The Use of Technical Analysis in the Foreign Exchange Market. *Journal of International Money and Finance* 11(3): 304–314.
- Balasubramanyam, V.N., M. Salisu und D. Sapsford (1996). Foreign Direct Investment and Growth in EP and IS Countries. *Economic Journal* 106(Januar): 92–105.
- Baldwin, R.E., und R. Forslid (1996). Trade Liberalization and Endogenous Growth: A Q-Theory Approach. CEPR Discussion Paper 1397. Centre for European Policy Research, London.
- Bartolini, L., und A. Drazen (1997). Capital-Account Liberalization as a Signal. *American Economic Review* 87(1): 138–154.
- Bertscheck, I. (1995). Product and Process Innovation as a Response to Increasing Imports and Foreign Direct Investment. *Journal of Industrial Economics* 43(4): 341–357.
- BIS (Bank for International Settlements) (2000). *Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments*. (Februar). Basel.
- Bordo, M.D., und A.P. Murshid (2000). Are Financial Crises Becoming Increasingly More Contagious? What Is the Historical Evidence on Contagion? NBER Working Paper 7900. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Bordo, M.D., B.J. Eichengreen und J. Kim (1998). Was There Really an Earlier Period of International Financial Integration Comparable to Today? NBER Working Paper 6738. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Borensztein, E.R., J. De Gregorio und J.-W. Lee (1998). How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth? *Journal of International Economics* 45(1): 115–135.
- Bosworth, B.P., und S.M. Collins (1999). Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment. *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 143–169.
- Brainard, S.L. (1993). An Empirical Assessment of the Proximity-Concentration Trade-off between Multi-national Sales and Trade. NBER Working Paper 4580. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Buch, C.M. (1999). Chilean-Type Capital Controls: A Building Block of the New International Financial Architecture? Kieler Diskussionsbeiträge 350. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Buch, C.M. (2001). Is Foreign Control a Panacea? — On Governance and Restructuring of Commercial Banks in Transition Economies. In A. Winkler (Hrsg.), *Financial Development in Eastern Europe: The First Ten Years*. (Erscheint demnächst.)
- Buch, C.M., und E. Hanschel (2000). The Effectiveness of Capital Controls: The Case of Slovenia. *Journal of Economic Integration* 15(4): 602–628.
- Buch, C.M., und R.P. Heinrich (1999). Twin Crises and the Intermediary Role of Banks. *International Journal of Finance and Economics* 4(4): 313–323.
- Buch, C.M., und L. Lusinyan (2000). Determinants of Short-Term Debt. Kieler Arbeitspapiere 994. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Buch, C.M., und C. Pierdzioch (2001). The Growth and Volatility of International Capital Flows: Reconciling the Evidence. In H. Siebert (Hrsg.), *The World's New Financial Landscape: Challenges for Economic Policy*. Berlin.
- Buch, C.M., R.P. Heinrich und C. Pierdzioch (1998). Taxing Short-Term Capital Flows – An Option for Transition Economies? Kieler Diskussionsbeiträge 321. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Buiter, W.H., und A.C. Sibert (1999). UDROP: A Contribution to the New International Financial Architecture. *International Finance* 2(2): 227–247.

- Calvo, G. (1995). Varieties of Capital-Market Crises. Working Paper 306. Inter-American Development Bank, Washington, D.C.
- Campbell J.Y., und K.A. Froot (1994). International Experiences with Securities Transaction Taxes. In J.A. Frankel (Hrsg.), *The Internationalization of Equity Markets*. Chicago.
- Caplin, A.S., und J.V. Leahy (1994). Business as Usual, Market Crashes, and Wisdom after the Fact. *American Economic Review* 84(3): 548–565.
- Cardoso, E.A., und I. Goldfajn (1998). Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls. *IMF Staff Papers* 45(1):161–202.
- Chuhan, P., G. Perez-Quiros und H. Popper (1996). International Capital Flows: Do Short-Term Investment and Direct Investment Differ? Policy Research Working Paper 1669. World Bank, Washington, D.C.
- Claessens, S., M.P. Dooley und A. Warner (1993). Portfolio Capital Flows: Hot or Cool? In S. Claessens und S. Gooptu (Hrsg.), *Portfolio Investment in Developing Countries*. World Bank Discussion Paper 228. World Bank, Washington, D.C.
- Claessens, S., A. Demirgüç-Kunt und H.P. Huizinga (1998). How Does Foreign Entry Affect the Domestic Banking Market? Policy Research Working Paper 1918. World Bank, Washington, D.C.
- Clark, E. (1997). Valuing Political Risk. *Journal of International Money and Finance* 16(3): 477–490.
- Cordella, T. (1998). Can Short-Term Capital Controls Promote Capital Inflows? IMF Working Paper 131. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- De Gregorio, J., S. Edwards und R.O. Valdés (2000). Controls on Capital Inflows: Do They Work? NBER Working Paper 7645. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Dooley, M.P. (1996). A Survey of Literature on Controls over International Capital Transactions. *IMF Staff Paper* 43(4): 639–687.
- Dooley, M.P., D.J. Mathieson und L. Rojas-Suarez (1997). Capital Mobility and Exchange Market Intervention in Developing Countries. NBER Working Paper 6247. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Edison, H.J., und C.M. Reinhart (2000). Capital Controls during Financial Crises: The Case of Malaysia and Thailand. International Finance Discussion Paper 662. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.
- Edwards, S. (1998a). Introduction. 9th Interamerican Seminar on Economics. Special Issue. *Journal of Development Economics* 57(1): 1–3.
- Edwards, S. (1998b). Interest Rate Volatility, Capital Controls and Contagion. NBER Working Paper 6756. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Edwards, S. (1998c). Capital Flows, Real Exchange Rates, and Capital Controls: Some Latin American Experiences. NBER Working Paper 6800. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Edwards, S. (1999). How Effective Are Capital Controls? *Journal of Economic Perspectives* 13(4): 65–84.
- Eichengreen, B. (1999). *Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*. Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Eichengreen, B., und A. Mody (2000). Lending Booms, Reserves and the Sustainability of Short-Term Debt: Inferences from the Pricing of Syndicated Bank Loans. *Journal of Development Economics* 63(1):5–44.
- Eichengreen, B., J. Tobin und C. Wyplosz (1995). Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance. *Economic Journal* 105(Januar): 162–172.
- Eichengreen B., M.L. Mussa, G. Dell’Ariccia, E. Detragiache, G.M. Milesi-Ferretti und A. Tweedie (1998). Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects. Occasional Paper 172. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Eichengreen, B., M.L. Mussa, G. Dell’Ariccia, E. Detragiache, G.M. Milesi-Ferretti und A. Tweedie (1999). Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues. Economic Issues 17. International Monetary Fund, Washington, D.C.

- Feldstein, M. (2000). Aspects of Global Economic Integration: Outlook for the Future. NBER Working Paper 7899. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Feldstein, M., und C. Horioka (1980). Domestic Saving and International Capital Flows. *Economic Journal* 90(Juni): 314–329.
- Fischer S., R.N. Cooper, R. Dornbusch, P.M. Garber, C. Massad Abud, J.J. Polak, D. Rodrik und S.S. Tarapore (1998). Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility? *Essays in International Finance* 207. International Finance Section, Princeton University, Princeton, N.J.
- Flood, R.P., und P.M. Garber (1984). Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples. *Journal of International Economics* 17(1/2): 1–13.
- Flood, R.P., und A.K. Rose (1995). Fixing Exchange Rates: A Virtual Quest for Fundamentals. *Journal of Monetary Economics* 36(1): 3–37.
- Forbes, K., und R. Rigobon (2000). Contagion in Latin America: Definitions, Measurement, and Policy Implications. NBER Working Paper 7885. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Frankel, J.A., und K.A. Froot (1990). Chartists, Fundamentalists, and the Demand for Dollars. In A.S. Courakis und M.P. Taylor (Hrsg.), *Private Behavior and Government Policy in Interdependent Economies*. Oxford.
- French, K.R., und J.M. Poterba (1990). Japanese and U.S. Cross-Border Common Stock Investments. *Journal of the Japanese and International Economies* 4(4): 476–493.
- French, K.R., und J.M. Poterba (1991). Investor Diversification and International Equity Markets. *American Economic Review* 81(2): 222–226.
- Garber, P., und M.P. Taylor (1995). Sand in the Wheels of Foreign Exchange Markets: A Sceptical Note. *Economic Journal* 105(Januar): 173–180.
- Goldberg, L., G. Dages und D. Kimney (1999). Lending in Emerging Markets: Foreign and Domestic Banks Compared. Mimeo. Federal Reserve Bank of New York and National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Goldfajn, I., und R.O. Valdés (1997). Capital Flows and the Twin Crises: The Role of Liquidity. IMF Working Paper 97/87. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Golub, S.S. (1990). International Capital Mobility: Net Versus Gross Stocks and Flows. *Journal of International Money and Finance* 9(4):424–439.
- Grilli, V.U., und G.M. Milesi-Ferretti (1995). Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls. *IMF Staff Papers* 42(3): 517–551.
- Grossman, S., und E. Helpman (1991). Quality Ladders in the Theory of Growth. *Review of Economic Studies* 58(1): 43–61.
- Gundlach, E. (1994). Accounting for the Stock of Human Capital: Selected Evidence and Potential Implications. *Weltwirtschaftliches Archiv* 130(2): 350–374.
- Hausmann, R., und E. Fernandez-Arias (2000). Foreign Direct Investment: Good Cholesterol? Working Paper 417. Research Department, Inter-American Development Bank, New York.
- Hoffmann, M. (1999). The Feldstein-Horioka Puzzle and a New Measure of International Capital Mobility. Discussion Papers in Economics and Econometrics 9916. Department of Economics, University of Southampton.
- Hull, L., und L.L. Tesar (2001). The Structure of International Capital Flows. In H. Siebert (Hrsg.), *The World's New Financial Landscape: Challenges for Economic Policy*. Berlin.
- IMF (International Monetary Fund) (1998). *Balance of Payments Statistics Yearbook 1998. Part 2: World and Regional Tables*. Washington, D.C.
- IMF (International Monetary Fund) (2000). *International Financial Statistics on CD-ROM*. Washington, D.C.
- IMF (International Monetary Fund) (lfd. Jgg.). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. Washington, D.C.

- Johnston, B.R., und C. Ryan (1994). The Impact of Controls on Capital Movements on the Private Capital Accounts of Countries' Balance of Payments: Empirical Estimates and Policy Implications. IMF Working Paper WP 78. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Johnston, B.R., und N.T. Tamirisa (1998). Why Do Countries Use Capital Controls? IMF Working Paper WP 181. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Kaminsky, G.L. (1999). Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress. International Monetary Fund. IMF Working Paper WP 99/178. Washington, D.C.
- Kaminsky, G.L., und C.M. Reinhart (1996). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. International Finance Discussion Paper 544. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.
- Kaminsky G.L., und C.M. Reinhart (1998). Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now. *American Economic Review* 88(2): 444–448.
- Kaminsky, G.L., S. Lizondo und C.M. Reinhart (1998). Leading Indicators of Currency Crises. *IMF Staff Papers* 45(1): 1–48.
- Kilka, M. (1998). *Internationale Diversifikation von Aktienportfolios: Home Bias in Kurserwartungen und Präferenzen*. Frankfurt am Main.
- Kirman, A.P. (1995). The Behaviour of the Foreign Exchange Market. *Bank of England Quarterly Bulletin* 35(3): 286–293.
- Klein, M., und G. Olivei (1999). Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth. NBER Working Paper 7384. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- König, I. (1997). *Devisenumsatzsteuer und Wechselkursverlauf*. Berlin.
- Kolck, G., und D. Rübesamen (1999). Tobin Tax and Exchange Rate Volatility. Unveröffentlichtes Manuskript. Universität Hannover.
- Kono, M., und L. Schuknecht (2000). How Does Financial Services Trade Affect Capital Flows and Financial Stability? In S. Claessens und U. Jansen (Hrsg.), *The Internationalization of Financial Services: Issues and Lessons for Developing Countries*. London.
- Krugman, P.R. (1979). A Model of Balance-of-Payment Crises. *Journal of Money, Credit, and Banking* 11: 311–25.
- Labán, R.M., und F.B. Larrain (1997). Can a Liberalization of Capital Outflows Increase Net Capital Inflows? *Journal of International Money and Finance* 16(3): 415–431.
- Labán, R.M., und F.B. Larrain (1998). The Return of Private Capital to Chile in the 1990s: Causes, Effects, and Policy Reactions. Faculty Research Working Paper 98–02. John F. Kennedy School of Government. Harvard University, Cambridge, Mass.
- Labán, R.M., F.B. Larrain und R.A. Chumacero (1997). What Determines Capital Inflows? An Empirical Analysis for Chile. Development Discussion Paper 590. Harvard Institute for International Development. Cambridge, Mass.
- Lapp, S. (2001). *Internationale Diversifikation in den Portfolios deutscher Kapitalanleger: Theorie und Empirie*. Kieler Studien 314. Berlin. (Erscheint demnächst.)
- Laurens, B., und J. Cardoso (1998). Managing Capital Flows: Lessons from the Experience of Chile. IMF Working Paper WP 168. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Lee, J. (1996). Implications of a Surge in Capital Inflows: Available Tools and Consequences for the Conduct of Monetary Policy. IMF Working Paper WP 96/53. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Lemmen, J. (1998). *Integrating Financial Markets in the European Union*. Cheltenham.
- Levine, R.E. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature* 35(2): 688–726.
- Levine, R.E., und S.J. Zervos (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *American Economic Review* 88(3): 537–558.

- Lewis, K.K. (1999). Trying to Explain the Home Bias in Equities and Consumption. *Journal of Economic Literature* 37(2): 571–608.
- Linne, T. (1999). Contagion Effects of Central and East European Currency Crises. Diskussionspapiere 96. Institut für Wirtschaftsforschung, Halle.
- Lipse, R.E. (1999). The Role of Foreign Direct Investment in International Capital Flows. NBER Working Paper 7094. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Lucas, R.E., Jr. (1988). On the Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics* 22(1): 3–42.
- Lucas, R.E., Jr. (1990). Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? *American Economic Review* 80(2): 92–96.
- Markusen, J.R. (1995). The Boundaries of Multinational Enterprises and the Theory of International Trade. *Journal of Economic Perspectives* 9(2): 169–189.
- McKinnon, R.I., and H. Pill (1995). Credible Liberalizations and International Capital Flows: The „Over-Borrowing Syndrome“. Center for Economic Policy Research. Policy Paper 437. Stanford University, Stanford, Calif.
- Mishkin, F.S. (1997). Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. In M. Bruno und B. Pleskovic (Hrsg.), *Annual World Bank Conference on Development Economics 1996*. Washington, D.C.
- Montiel, P., und C.M. Reinhart (1997). The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies during the 1990s. Mimeo. University of Maryland.
- Mussa, M., A. Swoboda, J. Zettelmeyer und O. Jeanne (1999). Moderating Fluctuations in Capital Flows to Emerging Market Economies. Paper presented at the Conference on Key Issues in Reform of the International Monetary and Financial System. May 28–29, 1999. Washington, D.C.
- Nadal-De Simone, F., und P. Sorsa (1999). A Review of Capital Account Restrictions in Chile in the 1990s. IMF Working Paper WP 99/52. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Nunnenkamp, P. (2000). Ausländische Direktinvestitionen und gesamtwirtschaftliches Wachstum in Entwicklungs- und Schwellenländern. *Die Weltwirtschaft* (2): 187–206.
- Obstfeld, M. (1986). Speculative Attack and the External Constraint in a Maximizing Model of the Balance of Payments. *Canadian Journal of Economics* 29(1): 1–22.
- Obstfeld, M. (1993). International Capital Mobility in the 1990s. NBER Working Paper 4534. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Obstfeld, M. (1995). Effects of Foreign Resource Inflows on Saving: A Methodological Overview. Mimeo. University of California at Berkeley.
- Obstfeld, M., und K.S. Rogoff (1996). *Foundations of International Macroeconomics*. Cambridge, Mass.
- Obstfeld, M., und A.M. Taylor (1997). The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run. NBER Working Paper 5960. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Obstfeld, M., und A.M. Taylor (1998). The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run. In M.D. Bordo, D.C. Goldin und E.N. White (Hrsg.), *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*. Chicago.
- Park, D., und J.D. Sachs (1996). The Timing of Exchange Regime Collapses under Capital Controls. *International Economic Journal* 10(4): 123–141.
- Pierdzioch, C., und G. Stadtmann (2000). Komplexe Aktien- und Wechselkursdynamik in einem makroökonomischen Modell mit heterogener Erwartungsbildung. *Kredit und Kapital* 33(3): 377–409.
- Quirk, P.J., und O. Evans (1995). Capital Account Convertibility: Review of Experience and Implications for IMF Policies. IMF Occasional Paper 131. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Rajan, R.G., und L. Zingales (1998). Financial Dependence and Growth. *American Economic Review* 88(3): 559–586.

- Razin, A., E. Sadka und C.W. Yuen (1998). A Pecking Order of Capital Flows and International Tax Principles. *Journal of International Economics* 44(1): 45–68.
- Reinhart, C.M., und R.T. Smith (1997). Temporary Capital Controls. University of Maryland and International Monetary Fund. Mimeo. <http://www.stern.nyu.edu/Faculty/FacPict/Economics/index.htm> (Zugriff am 21. April 1999).
- Reinhart, C.M., und E. Talvi (1998). Capital Flows and Saving in Latin America and Asia: A Reinterpretation. *Journal of Development Economics* 57(1): 45–66.
- Reisen, H. (1996). Alterssicherung, Pensionsfonds und die aufstrebenden Aktienmärkte. In K. Bischofberger und D. Duwendag (Hrsg.), *Finanzmärkte, Finanzinnovationen und Geldpolitik*. Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F., 242. Berlin.
- Rodrik, D., und A. Velasco (1999). Short-Term Capital Flows. NBER Working Paper 7364. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Romer, P. (1986). Increasing Returns and Long-Run Growth. *Journal of Political Economy* 94(5): 1002–1037.
- Romer, P. (1990). Endogenous Technological Change. *Journal of Political Economy* 98(5): 71–102.
- Sarno, L., und M.P. Taylor (1999). Hot Money, Accounting Lables and the Permanence of Capital Flows to Developing Countries: An Empirical Investigation. *Journal of Development Economics* 59(2): 337–364.
- Scharfstein, D.S., und J.C. Stein (1990). Herd Behavior and Investment. *American Economic Review* 80(3): 465–479.
- Schinasi, G.J., und R.T. Smith (1999). Portfolio Diversification, Leverage, and Financial Contagion. IMF Working Paper WP 99/136. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Schweickert, R. (2000). *Leistungsbilanzentwicklung ausgewählter Schwellenländer Asiens und Lateinamerikas: Ursachen und wirtschaftspolitische Konsequenzen*. Kieler Studien 306. Tübingen.
- Soto, M. (1999). *Capital Flows and Growth. Empirical Evidence from the 1990s*. OECD Development Centre, Paris.
- Taylor, A.M. (1996). International Capital Mobility in History: The Saving-Investment Relationship. NBER Working Paper 5743. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Tesar, L.L., und I.M. Werner (1992). Home Bias and Globalization of Securities Markets. NBER Working Paper 4218. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Tobin, J. (1978). A Proposal for International Monetary Reform. *Eastern Economic Journal* 4(3/4): 153–159.
- Turner, P. (1995). Capital Flows in Latin America: A New Phase. BIS Economic Paper 44. Bank for International Settlements, Basel.
- UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development) (1999). *World Investment Report*. New York.
- Valdés-Prieto, S., und M. Soto (1998). The Effectiveness of Capital Controls: Theory and Evidence from Chile. *Empirica* 25(2): 133–164.
- Van Rijckeghem, C., und B. Weder (2000). Spillovers through Banking Centers: A Panel Data Analysis. IMF Working Paper WP 00/88. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Velasco, A. (1987). Financial Crises and Balance of Payments Crises: A Simple Model of the Southern Cone Experience. *Journal of Development Economics* 27(1/2): 263–283.
- White, W.R. (2000). Recent Initiatives to Improve the Regulation and Supervision of Private Capital Flows. BIS Working Paper 92. Bank for International Settlements, Basel.
- Williamson, J., und M. Mahar (1998). A Survey of Financial Liberalization. *Essays in International Finance* 211. Department of Economics, Princeton University, Princeton, N.J.
- World Bank (1998). Foreword to „Global Economic Prospects and the Developing Countries 1998/99: Beyond Financial Crisis“. <http://www.worldbank.org/prospects/gep98-99/foreword.htm> (Zugriff am 15. April 1999).

Kieler Diskussionsbeiträge

Kiel Discussion Papers

366. Regionen als Innovationsmotoren: Zur Neuorientierung in der deutschen Technologiepolitik. Von Dirk Dohse. Kiel, August 2000. 30 S. *DM 15,-*.
367. The Paradigm of Locational Competition. By Horst Siebert. Kiel, August 2000. 28 S. *DM 15,-*.
368. East Timor's Transition to Independence: Building up an Economy from Scratch. By Rainer Thiele. Kiel, Oktober 2000. 23 S. *DM 15,-*.
369. Euroland: Peak of the Upswing—Little Evidence of a New Economy. By Klaus-Jürgen Gern, Christophe Kamps, Carsten-Patrick Meier, and Joachim Scheide. Kiel, Oktober 2000. 22 S. *DM 15,-*.
370. Global Strategic Alliances in Scheduled Air Transport—Implications for Competition Policy. By Claus-Friedrich Laaser, Henning Sichelschmidt, Rüdiger Soltwedel, and Hartmut Wolf. Kiel, Oktober 2000. 46 S. *DM 15,-*.
371. Zur institutionellen Ausgestaltung der Strommarktregulierung: Brauchen wir eine eigenständige Regulierungsbehörde für den Stromtransport? Von Lars Kumkar. Kiel, November 2000. 38 S. *DM 15,-*.
372. Russlands Aufschwung in Gefahr. Kiel, Dezember 2000. 28 S. *DM 15,-*.
373. Lehren aus der Asienkrise. Wirtschaftspolitische Reaktionen und fortbestehende Reformdefizite. Von Markus Diehl und Peter Nunnenkamp. Kiel, April 2001. 30 S. *DM 15,-*.
374. End of the Upswing in Euroland—No Reason to Cut Interest Rates. By Christophe Kamps and Joachim Scheide. Kiel, April 2001. 20 S. *DM 15,-*.
375. The Essence of the New Economy. By Henning Klodt. Kiel, Juni 2001. 15 S. *DM 15,-*.
- 376./ 377. European Economic Outlook. General Report Presented at the AIECE Meeting in Paris, May 9–11, 2001. By Klaus-Jürgen Gern, Christophe Kamps, and Joachim Scheide. Kiel, Juni 2001. 80 S. *DM 30,-*.
- 378./ 379. Strommarktliberalisierung in Kalifornien: Schlägt das Pendel zurück? Von Lars Kumkar. Kiel, Juni 2001. 96 S. *DM 30,-*.
380. Foreign Direct Investment in Developing Countries. What Policymakers Should Not Do and What Economists Don't Know. By Peter Nunnenkamp. Kiel, Juli 2001. 18 S. *DM 15,-*.
381. Globalisierung der Finanzmärkte: Freier Kapitalverkehr oder Tobin-Steuer? Von Claudia M. Buch, Ralph P. Heinrich und Christian Pierdzioch. Kiel, Oktober 2001. 32 S. *DM 15,-*.

Mehr Informationen über Publikationen des Instituts für Weltwirtschaft unter <http://www.uni-kiel.de/ifw/pub/pub.htm>, mehr Informationen über das IfW unter <http://www.uni-kiel.de/ifw/>

Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel
D-24100 Kiel