ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

El-Shagi, Makram

Article

IWH-Indikatoren zur Kapitalmarktregulierung: Hinweise auf eine Renaissance der Kapitalverkehrskontrollen

Wirtschaft im Wandel

Provided in Cooperation with:
Halle Institute for Economic Research (IWH) – Member of the Leibniz Association

Suggested Citation: El-Shagi, Makram (2011) : IWH-Indikatoren zur Kapitalmarktregulierung: Hinweise auf eine Renaissance der Kapitalverkehrskontrollen, Wirtschaft im Wandel, ISSN 2194-2129, Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung Halle (IWH), Halle (Saale), Vol. 17, Iss. 6, pp. 226-232

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/143915

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

IWH, Wirtschaft im Wandel, Jg. 17 (6), 2011, S. 226-232

IWH-Indikatoren zur Kapitalmarktregulierung: Hinweise auf eine Renaissance der Kapitalverkehrskontrollen

Makram El-Shagi

Mittels der hier erstmals vorgestellten IWH-Indikatoren zur Beschreibung der Regulierungsintensität internationaler Kapitalmärkte ist es möglich, Kapitalverkehrskontrollen künftig mit ökonometrischen Verfahren zu evaluieren. Der Datensatz deckt über 150 Länder und einen Zeitraum von bisher 13 Jahren (1997 bis 2009) ab. Er unterscheidet Kapitalverkehrskontrollen nicht nur nach ihrer Intensität, sondern auch nach der Richtung (Zufluss oder Abfluss) der regulierten Kapitalströme. So kann den unterschiedlichen Folgen von Kapitalmarktpolitik Rechnung getragen werden, je nachdem, ob sie durch Zuflusskontrollen dem Aufbau riskanter Außenpositionen entgegenwirken möchte, oder ob sie – wesentlich weiter verbreitet – auf eine Erhöhung des heimischen Kapitalangebots abzielt. Die explizite Berücksichtigung von diskretionären Entscheidungsspielräumen gestattet es darüber hinaus, auch die institutionelle Ausgestaltung von Kapitalverkehrskontrollen in die empirische Analyse einzubeziehen.

Erste Auswertungen der Indikatoren zeigen in der Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise eine weltweite Renaissance der Regulierung grenzüberschreitender Kapitalströme. Der Anteil regulierter Teilmärkte ist von 2007 bis 2009 global um ca. zehn Prozentpunkte angestiegen. Kapitalimporte und -exporte sind dabei in ähnlicher Form betroffen. Der Anstieg der Kontrollintensität geht nicht auf massive Eingriffe einzelner Staaten zurück, sondern ist über alle betrachteten Ländergruppen hinweg zu beobachten. Teilweise, wie z. B. in den Transformationsökonomien des früheren Warschauer Paktes, wurden viele Jahre der Liberalisierungsanstrengungen in kurzer Zeit kompensiert. Diese Entwicklung ist insofern bedenklich, als dass sich theoretische Überlegungen bezüglich Kapitalverkehrskontrollen stark widersprechen und auch keine empirische Evidenz vorliegt, die eine solche Politik rechtfertigt.

Ansprechpartner: Makram El-Shagi (Makram.El-Shagi@iwh-halle.de)
JEL-Klassifikation: F42, G15
Schlagwörter: Kapitalmarktregulierung, Kapitalmarktintegration, Krise

Es war lange Zeit weitgehend Konsens in der Volkswirtschaftslehre, dass freie internationale Kapitalmärkte[1] mit erheblichen Vorteilen verbunden sind. Allerdings hat sich diese positive Wahrnehmung freier Kapitalmärkte durch die Finanzmarktkrise und die sich unmittelbar anschließende Schulden- und Vertrauenskrise im Euroraum erheblich zum Negativen verändert. Selbst ehemals eherne Advokaten der Kapitalmarktintegration wie der Internationale Währungsfonds (IWF), der die Liberalisierung in den vergangenen Jahrzehnten durch seine Politik maßgeblich vorangetrieben hat, fordern in jüngsten Publikationen die Einführung von (moderaten) Kapitalverkehrskontrollen.[2]

Obwohl diese Reaktion vor dem Hintergrund der weltweiten Krisenübertragung auf den ersten Blick verständlich scheint, muss doch hinterfragt werden, inwiefern die Verwirklichung von Risiken, die zwangsläufig mit freien Märkten einhergeht, ausreicht, die langfristigen Vorteile zu überwiegen. Theoretische Überlegungen zu dieser Frage sind ebenso wie die empirische Evidenz widersprüchlich. Letzteres liegt nicht zuletzt an einem Mangel an verlässlichen und hinreichend detaillierten Daten, die eine valide ökonometrische Auswertung erlauben.

[1] Die Idee freier Kapitalmärkte bezieht sich dabei auf die Freiheit grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs und impliziert keinesfalls das Fehlen des notwendigen ordnungspolitischen Rahmens, zu dem beispielsweise Informationspflichten oder auch die Bankenregulierung zählen. Als Kapitalverkehrskontrollen werden – im Sinne dieser Abgrenzung – daher hier nur Regulierungen betrachtet, die darauf abzielen, Volumen oder Zusammensetzung internationaler Kapitalströme direkt zu beeinflussen.

[2] Vgl. z. B. *Ostry, J. D. et al.:* Capital Inflows – The Role of Controls, in: IMF Staff Position Note, SPN 10/04, 2010.

Um hier Abhilfe zu schaffen, erfolgt zurzeit am Institut für Wirtschaftsforschung Halle eine detaillierte Auswertung der jährlichen Berichte des IWF zur Wechselkursregulierung, um auf der Grundlage dieser Texte einen Satz von Indikatoren zur Kapitalmarktregulierung zu erstellen, der es ermöglicht, Kapitalverkehrskontrollen für fast 200 Länder von 1997 bis 2009 nach Intensität, Richtung und Ausgestaltung zu differenzieren.[3]

Im vorliegenden Beitrag soll zum einen die Konstruktion der neuen Indikatoren erläutert, zum anderen die jüngere Entwicklung der Kapitalverkehrskontrollen anhand einiger dieser Indikatoren vorgestellt werden.

Die Messung von Kapitalverkehrskontrollen

Der IWF berichtet in seinen *Annual Reports on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* für alle Mitgliedstaaten über Kontrollen auf mehr als einem Dutzend verschiedener Märkte. Während die tabellarischen Daten lediglich die Existenz von Kontrollen auf einem Markt erfassen, unterscheidet der Textteil der Berichte wesentlich genauer:

Insgesamt werden fünf Arten handelbarer Aktiva erfasst, nämlich Aktien (und ähnliche Besitzanteile), Anleihen, Geldmarktpapiere, Derivate und „Securities". Die Regulierung all dieser Märkte wird nach zwei Dimensionen unterteilt. Es wird erstens unterschieden, ob *Verkäufe* oder *Käufe*, und zweitens, ob *Auslandstransaktionen von Inländern* oder *Inlandstransaktionen von Ausländern* reglementiert sind.

Die resultierende Aufteilung in vier verschiedene Formen der Kapitalverkehrskontrollen auf jedem der abgedeckten Wertpapiermärkte erlaubt eine Gruppierung dieser Kontrollen in Kapitalzuflusskontrollen und Kapitalabflusskontrollen, wobei letztere näherungsweise in originäre Abflusskontrollen und Repatriierungskontrollen weiter differenziert werden können (vgl. Tabelle 1).

Neben Kontrollen auf Wertpapiermärkten werden für die hier vorgeschlagenen Indizes Kontrollen der internationalen Kreditvergabe berücksichtigt. Die *Annual Reports* unterscheiden dabei Kontrollen von Handelskrediten, Finanzkrediten und Kreditgarantien. Für alle drei Kreditmärkte wird unterschieden, ob die Kreditvergabe von *Inländern an Ausländer* beschränkt wird oder aber die Kreditvergabe von *Ausländern an Inländer.*

Tabelle 1:
Die Aufteilung von Kapitalverkehrskontrollen auf dem Wertpapiermarkt auf die Indizes

	Inländer im Ausland	Ausländer im Inland
Kauf	Abfluss	Zufluss
Verkauf	Zufluss	Rückfluss

Quelle: Darstellung des IWH.

Diese weitreichende Aufteilung erlaubt die Erstellung von Regulierungsindizes für Kapitalimporte (Zuflüsse), Kapitalexporte (Abflüsse) und (eingeschränkt) für Repatriierung (Rückflüsse). Die hier vorgestellten Indizes errechnen sich jeweils als Anteil der umgesetzten Regulierungen an den möglichen Regulierungen einer bestimmten Form. Alle Indizes nehmen somit Werte zwischen null und eins an, wobei ein höherer Indexwert eine umfassendere Regulierung bedeutet (zur genauen Definition der Indizes vgl. Kasten). Die Darstellung im Text bezieht sich jeweils auf den Regulierungsdichteindex.

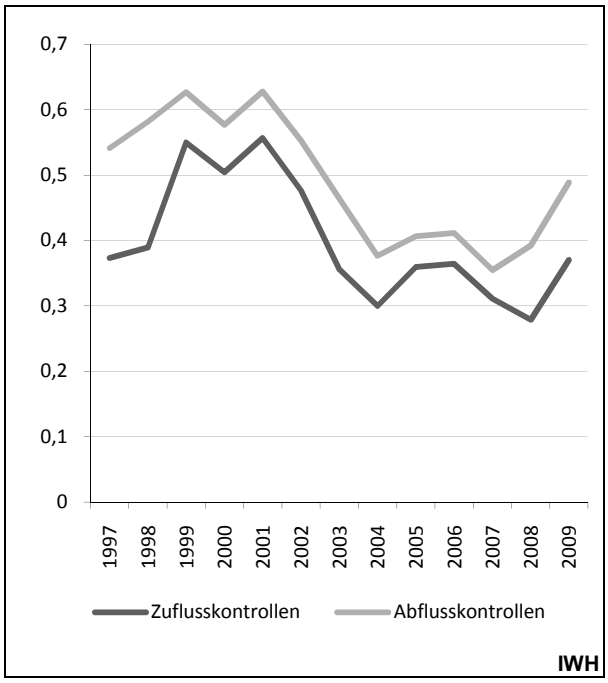
Kapitalabflüsse werden häufiger reguliert als Zuflüsse

Auffällig ist, dass weltweit die Regulierung von Kapitalabflüssen verbreiteter ist als die Regulierung von Kapitalzuflüssen. Dieses Ergebnis überrascht in gewisser Weise. Zumindest unter den Ökonomen, die Kapitalmarktregulierung unterstützt haben,[4] wurden Eingriffe in den Kapitalmarkt zumeist mit den Risiken begründet, denen sich gerade Schwellenländer durch eine Liberalisierung aussetzen. Bei einem unzureichend regulierten Bankensystem (oder

[3] Die Auswertung erfolgt aufbauend auf *El-Shagi, M.:* Korruption, Institutionen und Einkommensniveau, in: Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften, Bd. 58 (3), 2007, 227-249, sowie *El-Shagi, M.:* Capital Controls and International Interest Rate Differentials, in: Applied Economics, Vol. 42 (6), 2010, 681-688, und *El-Shagi, M.:* The Distorting Effect of Capital Controls, in: German Economic Review (im Erscheinen).

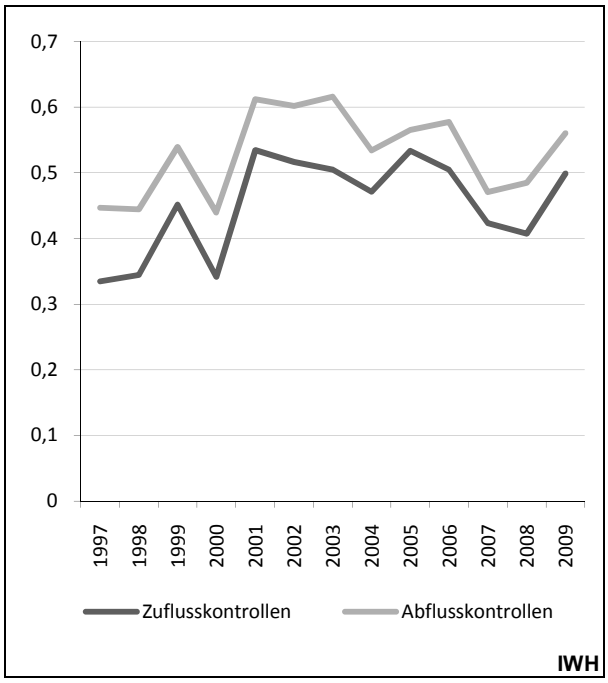
[4] Bedeutende Befürworter einer strengeren Regulierung von Kapitalflüssen gerade in Bezug auf Entwicklungsländer waren insbesondere Joseph Stiglitz und Dani Rodrik, siehe z. B. *Stiglitz, J. E.:* Globalization and its Discontents. London et al. 2002, und *Rodrik, D.:* Who Needs Capital-account Convertibility, in: P. Kenen (ed.), Should the IMF Pursue Capital-account Convertibility. Princeton 1998, 55-65.

Abbildung 1:
Kapitalverkehrskontrollen in den mittel- und osteuropäischen Transformationsländern, 1997 bis 2009
- Regulierungsdichteindex (vgl. Kasten); ohne Kreditmärkte -



Quellen: Internationaler Währungsfonds (IWF); Berechnungen und Darstellung des IWH.

Abbildung 2:
Kapitalverkehrskontrollen in Ostasien, 1997 bis 2009
- Regulierungsdichteindex (vgl. Kasten); ohne Kreditmärkte -



Quellen: Internationaler Währungsfonds (IWF); Berechnungen und Darstellung des IWH.

staatlichen Interventionen in die Wirtschaft, die zu Fehlanreizen führen) kann es zu massiven Kapitalzuflüssen kommen, die sich bei Anzeichen von Problemen abrupt umkehren, so die Befürchtung.[5] Die aus dieser Sorge heraus geforderten Kapitalmarktbeschränkungen zielen naheliegenderweise nicht auf die Beschränkung von Abflüssen, sondern die Beschränkung von Zuflüssen ab, um so den Aufbau einer riskanten Außenposition zu vermeiden. Es scheint insofern, als würde sich das politische Motiv zur Einführung von Kapitalverkehrskontrollen oft von demjenigen der ökonomischen Schule, die diesem Gedanken nahesteht, erheblich unterscheiden. Kontrollen scheinen tendenziell eher darauf abzuzielen, Kapitalabflüsse zu vermeiden, denn darauf, von vornherein eine „gleichgewichtige“ Entwicklung zu fördern.

Heterogenität zwischen den Ländergruppen

Die Veränderung der Kapitalmarktregulierung ist über die Ländergruppen – Westliche Industrienationen, Transformationsökonomien, Lateinamerika, Südasien, Ostasien, Naher Osten (inklusive Nordafrika) und Afrika südlich der Sahara – hinweg eher heterogen. Im Jahrzehnt vor der Finanzmarktkrise kam es nur in zwei Ländergruppen zu einer Liberalisierung. Überraschend ist dabei, dass eine dieser Gruppen die westlichen Industrienationen sind, die bereits zu Beginn der Stichprobe im Jahr 1997 mit deutlichem Abstand weniger reguliert haben als der Rest der Welt. Bemerkenswert ist allerdings vor allem die Entwicklung in den mittel- und osteuropäischen (Post-)Transformationsländern. Nicht zuletzt getrieben durch die Integrationsbestrebungen zahlreicher post-kommunistischer Volkswirtschaften in Richtung Europäische Union kam es hier zu einer erheblichen Liberalisierung. Während sie zu Beginn der Stichprobe zu den am stärksten regulierenden Ländern gehörten, zählen die

[5] Auch unter den Gegnern von Kapitalmarktkontrollen wird natürlich die Gefahr gesehen, dass freie Kapitalmärkte, die nicht in ein entsprechendes marktwirtschaftliches System eingebettet sind, im Sinne der Second-Best-Theorie in Einzelfällen eher schaden als nützen könnten. Allerdings muss bedacht werden, dass es durchaus im Sinne des Wettbewerbs ist, wenn der Druck der Kapitalmärkte nicht nur die privaten, sondern auch die politischen Akteure in den betreffenden Ländern zu Verbesserungen anregt. So können freie Kapitalmärkte einen entscheidenden Anreiz setzen, die strukturellen Schwächen einer Volkswirtschaft zu beseitigen.

Kasten:
Die IWH-Indikatoren zur Kapitalmarktregulierung

Die *Annual Reports* des IWF unterscheiden je 13 Bereiche, in denen Kapitalimporte bzw. Kapitalexporte beschränkt werden können. Kapitalexportkontrollen könnten dabei weiter untergliedert werden in acht originäre Exportkontrollen und fünf Repatriierungskontrollen, wobei hier Kapitalexportkontrollen, die Ausländer betreffen, generell als Repatriierungskontrollen betrachtet werden.

Als Grundlage für die vorgeschlagenen Indizes werden für alle 26 erfassten Sektoren Dummy-Variablen kodiert. Jegliche Kontrolle, die über eine Registrierungspflicht hinausgeht, entspricht dabei einer „1“, keine Kontrollen sowie reine Registrierungspflichten werden als „0“ erfasst. Ausschließlich auf mehr Transparenz abzielende Maßnahmen, die die grundsätzliche Freiheit internationaler Kapitalmärkte nicht einschränken, werden dementsprechend im Rahmen dieser Indizes nicht als Kontrollen bewertet.

Über diese Dummy-Variablen werden je drei Sätze von Kontrollindizes (Basisindex, Regulierungsdichteindex, Abschottungsindex) für Kapitalimporte, Kapitalexporte sowie Repatriierung erstellt.

Der **Basisindex (C_B)** erfasst den Anteil der regulierten Kapitalmarkttransaktionen eines Landes an allen im IWF-Bericht erfassten Transaktionen der gerade betrachteten Form (Kapitalimport, Kapitalexport oder Repatriierung), d. h.

$$C_B = \frac{\sum_{i=1}^{n} D_i}{n},$$

wobei n die Zahl der Sektoren ist und D_i den Regulierungsdummy für Sektor i beschreibt. Dieser Index ist für alle Fragestellungen relevant, in denen die Quantität der Regulierung an sich entscheidend ist.

Der **Regulierungsdichteindex (C_D)** erfasst den Anteil der regulierten Sektoren an den Sektoren, die in einem Land tatsächlich existieren, also:

$$C_D = \frac{\sum_{i=1}^{n} D_i}{n - x},$$

wobei x die Zahl der Sektoren beschreibt, für die im betroffenen Land kein Kapitalmarkt existiert. Nicht vorhandene Kapitalmarktsektoren werden im Nenner entsprechend nicht berücksichtigt. Dieser Index ist für Analysen relevant, bei denen entscheidend ist, wie sehr ein Land seine Regulierungsspielräume ausnutzt.

Der **Abschottungsindex (C_A)** beschreibt den Anteil aller regulierten und nicht vorhandenen Sektoren an den im Bericht erfassten Sektoren:

$$C_A = \frac{x + \sum_{i=1}^{n} D_i}{n}.$$

Ein nicht vorhandener Sektor wird somit als quasi regulierter Sektor betrachtet. Dieser Index ist vor allem für Fragestellungen relevant, bei denen die tatsächliche Abschottung eines Landes von den internationalen Kapitalmärkten im Vordergrund steht, unabhängig davon, ob die Abschottung politisch gewollt oder einer mangelnden Kapitalmarktentwicklung geschuldet ist.

Ein zusätzlicher Indikator erfasst den Anteil der Kontrollen, die diskretionäre Spielräume für Politiker und/oder Bürokraten vorsehen. Damit liegt erstmals für ein größeres Panel an Ländern ein Indikator vor, der die institutionelle Ausgestaltung der Kontrollen mit berücksichtigt.

Der vorgeschlagene **Bürokratieindex *B*** berechnet sich nach der Formel:

$$B = \frac{\sum_{i=1}^{n} S_i}{\sum_{i=1}^{n} D_i}, \text{ wenn } \sum_{i=1}^{n} D_i > 0, \text{ sonst } B = 0,$$

wobei S_i eine Dummy-Variable ist, die für Kontrollen mit bürokratischen Spielräumen „1" beträgt, sonst „0". Da S_i nur dann „1" sein kann, wenn auch D_i den Wert „1" hat, liegt B zwingend zwischen null und eins.

Einige Beispiele:

Lao People's Democratic Republic, Controls on commercial credits „by residents to nonresidents" (2008):

„APPROVED LOANS MUST BE REGISTERED, AND THE PERFORMANCE OF THE LOAN, FROM DISBURSEMENT TO FULL REPAYMENT THROUGH THE BANKING SYSTEM, MUST BE REPORTED TO THE BOL"

***D* = 0, *S* = 0,** da lediglich Registrierungspflichten vorliegen.

Malaysia, Controls on derivatives (...),„Sale or Issue abroad by residents" (2008):

„RESIDENTS MUST OBTAIN PERMISSION FROM THE COFE TO ISSUE OR SELL FINANCIAL INSTRUMENTS ABROAD (…)"

***D* = 1, *S* = 1**, da eine Regulierung vorliegt, die eine Genehmigungspflicht durch eine bestimmte Stelle vorsieht.

Namibia, Controls on shares (...),„Purchase abroad by residents" (2008):

„THESE TRANSACTIONS ARE PERMITTED UP TO THE N$2 MILLION FOREIGN INVESTMENT LIMIT OF RESIDENT INDIVIDUALS"

***D* = 1, *S* = 0,** da eine Regulierung vorliegt, die einer klaren Regel folgt.

Transformationsländer mittlerweile unter den aufstrebenden Volkswirtschaften zu den am wenigsten regulierenden Gruppen. Abbildung 1 zeigt die Entwicklung getrennt nach Zu- und Abflusskontrollen für Wertpapiere (also Aktien und andere Anteilsscheine, Anleihen, Geldmarktpapiere und handelbare Derivate).

Relativ unverändert blieb das Niveau der Kapitalmarktregulierung hingegen in Südasien, im südlichen Afrika und dem Nahen Osten (inklusive Nordafrika). Lateinamerika ist bis kurz nach der Jahrtausendwende ebenfalls durch eine relativ stabile Entwicklung gekennzeichnet, verzeichnet aber in der zweiten Hälfte des Beobachtungszeitraums in der Tendenz einen Anstieg der Kontrollintensität.

Auffällig ist der starke Anstieg der Kontrollintensität in Ostasien im Zeitraum von 1997 bis 2001. Diese Entwicklung dürfte nicht zuletzt durch die Asienkrise zu erklären sein, die zeitlich am Beginn der Datenreihe steht (vgl. Abbildung 2).

Die Entwicklung in der Krise

Im Zuge der Finanzmarktkrise ist die Kontrollintensität über alle Märkte und alle Kontinente hinweg erheblich angestiegen. Exemplarisch zeigt Tabelle 2 die Entwicklung in den Jahren 2007 bis 2009 für die Zufluss- und Abflusskontrollen. Ähnliche Entwicklungen zeigen sich jedoch auch in den hier nicht aufgeführten Teilindizes für Kredit- bzw. Wertpapiermärkte. Vor allem in Südasien kam es zu einem drastischen Anstieg sowohl bei den Zufluss- als auch bei den Abflusskontrollen. Die Veränderungen in den verbleibenden Gruppen mögen klein wirken, sind aber gemessen an der im Zeitverlauf vergleichsweise geringen Volatilität der über die Ländergruppen aggregierten Indizes durchaus erheblich. So lagen beispielsweise die Indexwerte für die Zuflusskontrollen in Lateinamerika in den Jahren vor der Krise durchweg zwischen 0,29 und 0,34.

Diese Entwicklung ist durchaus besorgniserregend. Die empirischen Hinweise auf Vorteile der Kapitalmarktregulierung sind dünn gesät. In der jüngeren Literatur mehren sich hingegen Hinweise auf negative Wachstumseffekte von Kontrollen.[6] Selbst Gegner der Kapitalmarktliberalisierung konnten in ihren ökonometrischen Modellen bestenfalls die Unsicherheit in der Wirkung von Kontrollen belegen,[7] keinesfalls aber deren Vorteilhaftigkeit.

Auch bei Betrachtung der Asienkrise, die immer wieder als Paradebeispiel für fehlgeschlagene Liberalisierung angeführt wird, muss bedacht werden, dass die „asiatischen Tiger" ihr Wachstum nicht

6 Siehe z. B. *Quinn, D. P.; Toyoda, A. M.:* Does Capital Account Liberalization Lead to Growth, in: Review of Financial Studies, Vol. 21 (3), 2008, 1403-1449, sowie *Chanda, A.:* The Influence of Capital Controls on Long Run Growth: Where and how Much?, in: Journal of Development Economics, Vol. 77 (2), 2005, 441-466.

7 *Rodrik, D.,* a. a. O.

Tabelle 2:
Kapitalverkehrskontrollen vor und nach der Finanzkrise
- Regulierungsdichteindex (vgl. Kasten) -

Ländergruppe	Zuflusskontrollen			Abflusskontrollen		
	2007	2009	Differenz	2007	2009	Differenz
Westliche Industriestaaten	0,03	0,07	+ 0,04	0,08	0,13	+ 0,05
Transformationsländer	0,28	0,34	+ 0,06	0,37	0,46	+ 0,09
Ostasien	0,44	0,48	+ 0,04	0,45	0,52	+ 0,07
Südasien	0,53	0,68	+ 0,15	0,48	0,73	+ 0,25
Naher Osten und Nordafrika	0,32	0,40	+ 0,08	0,45	0,46	+ 0,01
Afrika südlich der Sahara	0,45	0,55	+ 0,10	0,59	0,66	+ 0,07
Lateinamerika	0,31	0,37	+ 0,06	0,31	0,37	+ 0,06

Anmerkung: Die hier aufgeführten Werte umfassen sowohl Kontrollen von Wertpapierhandel und -emission als auch Kontrollen von Kreditgeschäften.
Quellen: Internationaler Währungsfonds (IWF); Berechnungen des IWH.

zuletzt den Kapitalzuflüssen vor der Krise zu verdanken haben, und dass sie sich nach der Krise schnell wieder fingen und so nach wie vor einem steilen Wachstumspfad folgen.

Ohnehin sind die „Stabilitätskosten", die von Kritikern freier Kapitalmärkte als Preis für das generierte Wachstum gesehen werden, umstritten.[8]

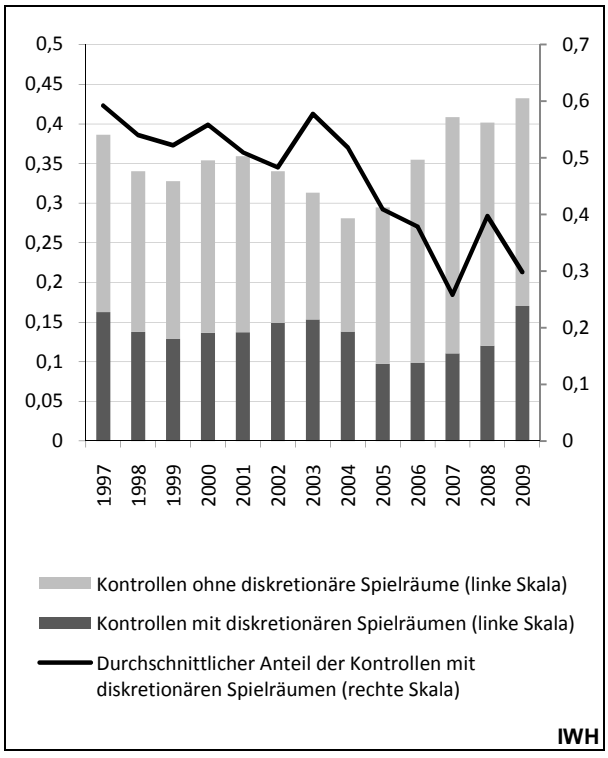
Diskretionäre Entscheidungsspielräume

Die Bedenken angesichts der jüngsten Entwicklung werden genährt durch eine genauere Betrachtung der institutionellen Ausgestaltung von Kapitalverkehrskontrollen. Die hier vorgestellten Indizes differenzieren nicht nur nach Intensität und Richtung der Regulierung, sondern erfassen auch den Anteil von Kontrollen, in denen Entscheidungsträgern aus Politik und Behörden ein erheblicher diskretionärer Spielraum zugebilligt wird.

Gerade in den Schwellenländern Asiens und Afrikas liegt der Anteil entsprechender Kontrollen mit ca. 40% bis 50% vergleichsweise hoch. Angesichts der dort ohnehin bereits hohen Kontrolldichte ist somit das Potenzial für willkürliche Eingriffe in den Kapitalmarkt in diesen Ländern enorm.

Angesichts der Summen, die auf den internationalen Kapitalmärkten bewegt werden, sind die Möglichkeiten zum *rent-seeking* erheblich. Die häufig nachgewiesene Korrelation zwischen der Intensität der Kapitalmarktregulierung und dem Ausmaß an Korruption lässt sich nahezu ausschließlich auf eben jenen Anteil der Kontrollen zurückführen.

Abbildung 3:
Abflusskontrollen mit diskretionären Entscheidungsspielräumen in Lateinamerika, 1997 bis 2009
- Regulierungsdichteindex (vgl. Kasten), aufgeteilt nach Kontrollen mit und ohne diskretionäre(n) Spielräume(n) -



Quellen: Internationaler Währungsfonds (IWF); Berechnungen und Darstellung des IWH.

[8] So zeigen *Kose, M. A.; Prasad, E.; Rogoff, K.; Wei, S.-J.*: Financial Globalization: A Reappraisal, in: IMF Staff Papers, Vol. 56 (1), 2009, 8-62, in einer breiten Metastudie über die Literatur, dass die bisherigen empirischen Ergebnisse nicht belegen, dass Länder, die Kapitalflüsse stark regulieren, weniger anfällig gegenüber (Finanz-)Krisen sind.

Eine substanzielle Rückführung diskretionärer Entscheidungsspielräume lässt sich lediglich in den Transformationsländern sowie in Lateinamerika beobachten. Allerdings liegt die Ursache dieser Entwicklung zumindest in Lateinamerika eher an der Einführung neuer Regulierungen ohne diskretionäre Entscheidungsspielräume als an der Abschaffung bestehender Regulierungen mit willkürlichen Eingriffsmöglichkeiten (vgl. Abbildung 3).[9] Anders ist die Situation in den Post-Transformationsländern zu beurteilen, wo es offenbar neben einer fortschreitenden Liberalisierung auch zu strukturellen Reformen der verbleibenden Regulierungen kam.

Schlussbemerkungen

Die hier vorgestellten Indikatoren sollen die Möglichkeit bieten, Kapitalmarktregulierung umfassend empirisch zu analysieren. Kapitalmarktregulierung verändert sich im Zeitablauf zu langsam, um allgemeine Schlussfolgerungen aus der zeitlichen Entwicklung in nur einem Land abzuleiten. Daher ist eine solche Quantifizierung, die breit angelegte Panelstudien ermöglicht, unverzichtbar, wenn evidenzbasiert wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen gezogen werden sollen. Gerade bei der Analyse von Kapitalmärkten, in der sich theoretische Ergebnisse vielfach durch kleine Variationen in den Annahmen erheblich verändern, ist eine solche ökonometrische Herangehensweise unverzichtbar. Vor allem kann nur so der hier dokumentierten Diskrepanz zwischen der institutionellen Umsetzung und den theoretischen Vorstellungen der Regulierung angemessen Rechnung getragen werden.

Erste Studien, die am IWH auf der Grundlage des hier vorgestellten Datensatzes durchgeführt wurden, bestätigen die in diesem Beitrag dargestellte Sorge, dass die „Flucht“ in Kapitalmarktregulierung eine vorschnelle Reaktion auf die Krise war, die Medizin mithin riskiert, ebenso schädlich wie die Krankheit zu sein. So zeigt sich beispielsweise, dass Länder, die Kapitalflüsse bereits vor der Krise stark reguliert hatten, von der Krise nicht weniger betroffen waren als Länder mit freien Kapitalmärkten.[10]

[9] Der Anteil der Kontrollen mit diskretionären Spielräumen bezieht sich auf den Durchschnitt der Länder, nicht den Durchschnitt der Kontrollen. Dass heißt, eine stark regulierte Volkswirtschaft (Basisindex = 1), in der es keine diskretionären Spielräume gibt (Bürokratieindex = 0), und eine schwach regulierte Volkswirtschaft (Basisindex = 0,2), in der alle Regulierungen Entscheidungsspielräume vorsehen (Bürokratindex = 0), würden im Schnitt zu einem Bürokratieindex von 0,5 führen, obwohl nur 1/6 aller im Aggregat vorhandenen Regulierungen einen Spielraum vorsehen.

[10] Vgl. *El-Shagi, M.:* Protect and Survive? Did Capital Controls Help Shield Emerging Markets from the Crisis? IWH-Diskussionspapier (im Erscheinen).