

Asien: Plädoyer für eine schrittweise Liberalisierung des Kapitalverkehrs und regionale Integration

Erik Klär
eklaer@diw.de

Kenan Šehović
sehovic@
uni-trier.de

Alfred Steinherr
asteinherr@diw.de

Die Asienkrise 1997/1998 hat zu einer kritischen Hinterfragung der Informations- und Allokationseffizienz internationaler Finanzmärkte geführt. Im Grundsatz ist unbestritten, dass freier Kapitalverkehr auf längere Sicht als erfolgversprechend für eine günstige Wirtschaftsentwicklung zu betrachten ist. Allerdings wird inzwischen vielfach darauf hingewiesen, dass die Rahmenbedingungen, unter denen die Liberalisierung des Finanzmarktes stattfindet, einen entscheidenden Einfluss auf den kurzfristigen Erfolg haben.

Die Länder Ostasiens haben inzwischen praktische Konsequenzen aus der Krise gezogen. Dabei wurden Reformen im Banken- und Finanzmarktsektor sowie Maßnahmen zur Kontrolle des internationalen Kapitalverkehrs durchgesetzt. Der Wechselkurs wurde vielfach freigegeben. Der Schlüssel zur Verbesserung der Wachstumsaussichten bei gleichzeitiger Minimierung der Risiken destabilisierender Kapitalströme dürfte auf längere Sicht allerdings vor allem in einer stärkeren regionalen Kooperation liegen, wie sie seit der Krise im Rahmen der Association of South East Asian Nations (ASEAN) zunehmend umgesetzt wird. Die Erfahrungen bei der Verwirklichung des gemeinsamen europäischen Finanzraums können dabei als Orientierung dienen.

Theorie: Liberalisierung von Kapitalströmen als Wachstumsmotor

Der freie Handel mit Waren und Dienstleistungen mehrt den Wohlstand aller einbezogenen Länder – dies gehört zu den zentralen Hypothesen der Makroökonomik offener Volkswirtschaften. Fasst man grenzüberschreitende Kapitalinvestitionen als intertemporale Form internationalen Handels auf, lässt sich analog zur Freihandelslogik auch eine Begründung für positive Wohlfahrtseffekte aus der Liberalisierung internationaler Kapitalbewegungen ableiten.¹ Danach wird Kapital bei weltweiter Mobilität und vollständiger Information automatisch dort angelegt, wo der Beitrag zur Erhöhung der Produktivität – und damit die Rendite – risikobereinigt am höchsten ist. Hiervon profitieren nicht nur die Exporteure von Kapital, die eine höhere Verzinsung erreichen können, als dies am nationalen Kapitalmarkt möglich wäre, sondern auch die Kapitalimporteure. Länder mit einer heimischen Sparquote, die hinter den Investitionsmöglichkeiten zurückbleibt, können durch internationale Kreditaufnahme diesem Engpass begegnen.

¹ Der intertemporale Ansatz der Kapitalmobilität geht auf den amerikanischen Ökonomen Irving Fisher zurück und wurde in den 80er Jahren populär; eine frühe, einflussreiche Abhandlung findet sich bei Jeffrey Sachs: The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s. In: Brookings Papers on Economic Activity 1, 1981, S. 201–268.

Nr. 33/2006

73. Jahrgang/16. August 2006

Inhalt

Asien: Plädoyer für eine schrittweise Liberalisierung des Kapitalverkehrs und regionale Integration
Seite **461**

Zahlenbeilage

Dieser Beitrag ist die Kurzfassung einer von Alfred Steinherr, Alessandro Cisotta, Erik Klär und Kenan Šehović verfassten Studie für die Asiatische Entwicklungsbank zur „Liberalization of Cross-Border Capital Flows and Effectiveness of Institutional Arrangements against Crisis in South-East Asia“.

Im theoretischen Idealfall führt eine umfassende Liberalisierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs zur vollständigen Angleichung der (risikobereinigten) internationalen Kapitalmarktzinsen, die einen Zustand perfekter Ressourcenallokation auf dem Finanzmarkt widerspiegelt. Darüber hinaus können internationale Kapitalbewegungen der Risikodiversifizierung dienen. Da einzelne Volkswirtschaften verschiedenen Arten von exogenen Schocks ausgesetzt sind, kann durch die internationale Streuung von Portfolioaktiva das durchschnittliche Risiko vermindert werden. Dies ist besonders für kleinere Volkswirtschaften von Bedeutung, die aufgrund begrenzter Produktionsspektren anfällig für industriespezifische Schocks sind.

Die uneingeschränkt positive Einschätzung internationaler Kapitalverkehrsmobilität ist insofern wenig überraschend, als aus rein theoretischer Sicht kein Unterschied zwischen der nationalen und internationalen Finanzintermediation besteht: Die erfolgreiche Vermittlung von Überschusseinheiten an Defiziteinheiten auf dem Finanzmarkt wirkt grundsätzlich effizienzsteigernd.

Schub der Kapitalmarktliberalisierung in den 90er Jahren

Die Glanzzeit der politischen Bewegung zur Liberalisierung grenzüberschreitender Finanzströme waren die 90er Jahre. Die Europäische Union (EU) feierte die Schaffung eines gemeinsamen Finanzraums und die Überwindung von Hindernissen für Kapitalverkehrstransaktionen innerhalb der EU. Auch die Aufbruchstimmung im Zuge der rapide betriebenen marktwirtschaftlichen Transformation der Volkswirtschaften des Ostblocks blies den Befürwortern internationaler Kapitalmarktliberalisierung frischen Wind in die Segel. Das US-Schatzamt, maßgeblich unterstützt vom Internationalen Währungsfonds (IWF), drängte mit Vehemenz auf die Öffnung der Kapitalmärkte in Schwellen- und Entwicklungsländern.² Überlegungen, die den Erfolg einer Liberalisierung in den Zusammenhang der spezifischen Rahmenbedingungen stellen, unter denen sie stattfindet, wurden dabei vernachlässigt.³ Tatsächlich wurde gerade für Schwellenländer die Öffnung der Kapitalmärkte für ausländische Investoren als aussichtsreiche Strategie zur Wachstumsförderung dargestellt. Denn schließlich zeigt die Theorie, dass eine effiziente Kapitalallokation und Risikostreuung umso eher zu erreichen sind, je integrierter der entsprechende Finanzraum ist. Länder mit weniger stark entwickelten heimischen Finanzmärkten können daher theoretisch in besonderer Weise von der Integration in einen größeren internationalen Markt profitieren. Hinzu kam das Argument, dass gerade für Länder im Aufholprozess

weitere günstige Effekte, etwa durch ausländische Direktinvestitionen entstehen können. Hierbei wurde insbesondere auf mögliche Technologietransfers bzw. die Ausbildungsfunktionen ausländischer Investoren hingewiesen. Vor diesem Hintergrund wurden die massiven Zuwächse von Kapitalflüssen gerade in die Länder Ostasiens Anfang bis Mitte der 90er Jahre von zahlreichen wirtschaftspolitischen Beobachtern begrüßt.⁴

Rückschlag: Die Asienkrise 1997–1998

Die große Ernüchterung kam mit der asiatischen Finanzkrise, die im Sommer 1997 als Währungskrise in Thailand begann und innerhalb kurzer Zeit auch die übrigen „Tigerstaaten“ Asiens erfasste. Am Anfang standen spekulative Angriffe auf die Währungen der betreffenden Länder, die in unterschiedlichen Formen an den US-Dollar gebunden waren.⁵ Die Versuche der Zentralbanken, den Wechselkurs durch Interventionen am Devisenmarkt zu stabilisieren, scheiterten, und eine starke Abwertung der betroffenen Währungen war die Folge. Diese wiederum brachte zahlreiche Bankinstitute in der Region in Schwierigkeiten, die – auch im Vertrauen auf die Wechselkursbindung – zum Teil enorm hohe kurzfristige Verbindlichkeiten in Fremdwährung (vornehmlich US-Dollar) eingegangen waren. Letztere nahmen mit der Abwertung der Landeswährung sprunghaft an Wert zu. In Finanzierungsschwierigkeiten geratene Banken reduzierten in der Folge ihrerseits die inländische Kreditvergabe und trieben ausstehende Forderungen ein. Damit gerieten schließlich auch die heimischen Unternehmen massiv unter Druck – sofern dies nicht bereits aufgrund direkter Aufnahme von Krediten in Fremdwährung der Fall gewesen war. Spätestens zu diesem Zeit-

² Vgl. J. Bradford DeLong und Barry Eichengreen: Between Melt-down and Moral Hazard: The International Monetary and Financial Policies of the Clinton Administration. In: Jeffrey A. Frankel und Peter R. Orszag (Hrsg.): American Economic Policy in the 1990s. Cambridge, Mass., 2002, S.191–254.

³ Solche Argumente auf Grundlage der "Theorie des Second Best" finden sich etwa bei Richard Brecher und Carlos Diaz-Alejandro: Tariffs, Foreign Capital, and Immiserizing Growth. In: Journal of International Economics. 1977, 7(4), S. 317–322, sowie Jagdish Bhagwati und Richard Brecher: The Paradoxes of Immiserizing Growth and Donor-Enriching Recipient-Immiserizing Transfers: A Tale of Two Literatures. In: Douglas Irwin (Hrsg.): Political Economy and International Economics: The Essays of Jagdish Bhagwati, Cambridge, Mass., 1991, S. 214–231. Brecher und Diaz-Alejandro betonen, dass bei Bestehen von Handelschranken zum Schutz bestimmter Branchen vor Importkonkurrenz zusätzliche Kapitalströme nicht in die Bereiche fließen, für die das aus allokalionstheoretischen Erwägungen sinnvoll wäre. Gleiches gilt, wie Bhagwati und Brecher nachweisen, im Falle von rigiden Reallöhnen, die zu einer vornehmlichen Allokation in kapitalintensiven Industrien führen. In beiden Fällen lautet die Schlussfolgerung, dass die bestehenden Unvollkommenheiten beseitigt werden müssen, bevor Kapitalmarktliberalisierung zu positiven Effekten führen kann.

⁴ Auch die Weltbank zeichnete noch 1996, ein Jahr vor der Asienkrise, ein überwiegend optimistisches Bild der Entwicklung in Asien, in dem die aufgezählten Argumente für eine stärkere Liberalisierung Verwendung finden. Vgl.: Weltbank: Managing Capital Flows in East Asia, Washington D. C., 1996.

⁵ Vgl. hierzu ausführlich Gustav A. Horn und Mechthild Schrooten: Finanzkrise in Asien: Realistische Währungspolitik erforderlich. In: Wochenbericht des DIW Berlin, Nr. 26/1998.

Tabelle 1

Reales Bruttoinlandsprodukt in ausgewählten asiatischen Ländern, 1996–2005

Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in %

Land	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Indonesien	7,8	4,7	-13,1	0,8	5,4	3,8	4,4	4,7	5,1	5,6
Thailand	5,9	-1,4	-10,5	4,4	4,8	2,2	5,3	7,0	6,2	4,4
Malaysia	10,0	7,3	-7,4	6,1	8,9	0,3	4,4	5,4	7,1	5,3
Südkorea	7,0	4,7	-6,9	9,5	8,5	3,8	7,0	3,1	4,6	4,0
Hongkong	4,2	5,1	-5,5	4,0	10,0	0,6	1,8	3,2	8,6	7,3
Philippinen	5,8	5,2	-0,6	3,4	6,0	1,8	4,4	4,5	6,0	5,1
China	10,0	9,3	7,8	7,1	8,4	8,3	9,1	10,0	10,1	9,9
Indien	7,5	4,7	6,0	7,0	5,3	4,1	4,2	7,2	8,1	8,3
Pakistan	2,9	1,8	3,1	4,0	3,0	2,5	4,1	5,7	7,1	7,0
Sri Lanka	3,8	6,4	4,7	4,3	6,0	-1,5	4,0	6,0	5,4	5,9
Bangladesch	5,0	5,3	5,0	5,4	5,6	4,8	4,8	5,8	5,9	5,8

Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook Datenbank April 2006.

DIW Berlin 2006

punkt begannen nahezu alle internationalen Investoren um ihre Anlagen zu fürchten und zogen in massivem Umfang Kapital aus den Krisenländern ab. Die finanzielle Situation der heimischen Finanzintermediäre und Unternehmen verschärfte sich. Die von der Krise betroffenen asiatischen Volkswirtschaften verzeichneten in der zweiten Jahreshälfte 1997 deutliche Kapitalabflüsse. Während im Jahr 1996 von Südkorea, Thailand, Indonesien, Malaysia und den Philippinen zusammen private Nettokapitalzuflüsse in Höhe von 93 Mrd. US-Dollar realisiert wurden, kam es zu Nettokapitalabflüssen in Höhe von 12 Mrd. US-Dollar im Jahr 1997. In der Summe entsprach dieser Umschwung rund 11 % des Bruttoinlandsprodukts jener Volkswirtschaften.⁶ Das Bruttoinlandsprodukt brach im Zuge der Krise deutlich ein (Tabelle 1). Von den sozialen Folgen der Krise waren primär die unteren sozialen Schichten betroffen und hierbei vor allem die Menschen, die in den großen Städten als sogenannte „urban poor“ leben.⁷

Regulierungsdefizite in den Krisenländern

Die Ursachenanalyse setzte bereits unmittelbar nach dem Auftreten der Krise ein. Dabei wurden zum einen strukturelle Probleme im Finanzsektor und zum anderen makroökonomische Ungleichgewichte als Faktoren herausgearbeitet. Thematisiert wurde insbesondere die mangelhafte Bankenregulierung, die die überbordende Verschuldung der Geschäftsbanken in ausländischer Währung ermöglicht hatte. Diese auf dem internationalen Finanzmarkt aufgenommenen Kredite waren vielfach nur in Ansätzen durch entsprechende Aktivposten in Fremdwährung gedeckt. Gleiches gilt für die Struktur der Kredite des Bankensektors, die in vielen Ländern extrem kurzfristiger Natur waren und mit Einsetzen der Krise kaum mehr verlängert wurden.

Die unzureichende Finanzmarktregulierung wird auch als ein Hauptgrund für Ineffizienzen im Kreditgeschäft genannt, wo Kredite für Projekte vergeben wurden, bei denen nur eine geringe Aussicht darauf bestand, dass sie die hohen Kreditzinsen durch entsprechende Investitionsrenditen würden einbringen können.⁸ Dieses Problem wurde durch implizite Staatsgarantien für riskante Investitionsprojekte eher noch verstärkt. Diese Garantien spielten laut Krugman eine wesentliche Rolle bei der Kreditvergabe zugrundeliegenden Risikobewertung; folglich dürften sie auch das Entstehen spekulativer Blasen begünstigt haben.⁹

Die mangelhafte Regulierung allein kann jedoch kaum für die Finanzkrise verantwortlich gemacht werden. Die Krisenländer und andere asiatische Schwellenländer unterschieden sich kaum bezüglich der Qualität der Bankregulierung. Ähnliches gilt für die grundsätzliche Wettbewerbsorientierung des Bankensektors, auch mit Blick auf staatliche Garantien bei Investitionsprojekten, die in ganz Ostasien verbreitet sind.¹⁰ Und auch andere traditionelle Krisenindikatoren, wie etwa die Situation der öffentlichen Haushalte, Leistungsbilanzsalden, Inflationsentwicklung oder Indikatoren für die Nachhaltigkeit der externen Verschuldung, wiesen nicht auf eine besondere Verwundbarkeit der betroffenen Länder hin, wie Tabelle 2 verdeutlicht.

⁶ Vgl. Institute for International Finance: Capital Flows to Emerging Market Economies, Washington D.C., Januar 1998.

⁷ Zu den verheerenden sozialen Folgen der Krise vgl. Weltbank: Social Crisis in East Asia. Washington D.C., 1998; Asiatische Entwicklungsbank: Assessing the Social Impact of the Financial Crisis in Asia. Manila, 1999.

⁸ Vgl. Gustav A. Horn und Mechthild Schrooten: Finanzkrise in Asien, a. a. O.

⁹ Vgl. Paul Krugman: What happened to Asia? Mimeo, *web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html*

¹⁰ Vgl. John Williamson: Implications of the East Asian Crisis for Debt Management. Institute for International Economics, Washington D.C., 1999.

Tabelle 2

Traditionelle Krisenindikatoren für Asien im Jahr 1996

In %

Land	Haushaltsdefizit bzw. -überschuss	Preissteigerung ¹	Leistungsbilanz saldo/BIP	Auslandsschuld./BIP	Auslandsschuld./ Exporte ²	Kurzfristige Schulden/ Währungsreserven
Indonesien	1,0	8,0	-2,9	55,0	214,0	144,9
Thailand	2,7	5,8	-7,9	49,9	146,2	103,0
Malaysia	1,1	3,5	-4,4	38,4	40,8	46,6
Südkorea	0,3	4,9	-4,4	31,6	126,4	316,5
Hongkong	2,2	6,4	-1,0	24,2	21,0	290,1
Philippinen	0,3	7,5	-4,6	48,1	105,9	69,0
China	-1,4	8,3	0,9	14,2	68,0	13,4
Indien	-5,5	9,0	-1,8	27,6	215,4	23,0
Pakistan	-7,8	10,4	-7,2	53,9	279,9	266,0
Sri Lanka	-9,4	15,9	-5,2	68,6	168,2	96,1
Bangladesch	-4,4	2,4	-2,4	37,6	246,0	33,7

¹ Anstieg des Konsumentenpreisindex im Vergleich zum Vorjahr.² Exporte für Hong Kong, Malaysia und Südkorea beinhalten nur Waren, für die übrigen Länder Waren und Dienstleistungen.

Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook Datenbank April 2006.

DIW Berlin 2006

Im direkten Vergleich der Krisenländer mit den Ländern Asiens, die von der Krise verschont blieben, wiesen die betroffenen Volkswirtschaften praktisch durchgehend sogar günstigere Fundamentaldaten auf, ob mit Blick auf die Haushaltslage, die Preisentwicklung oder die Leistungsbilanz. Auch aus gängigen Indikatoren für die Nachhaltigkeit der Auslandsverschuldung wäre nicht zu schließen gewesen, dass etwa Malaysia und Südkorea in Schwierigkeiten geraten würden, Pakistan und Sri Lanka hingegen nicht. Allein die Relation von kurzfristigen Schulden und verfügbaren Währungsreserven der Zentralbank hätte in einzelnen Ländern Anlass zur Besorgnis geben können. Allerdings lässt sich auch anhand dieses Indikators nicht eindeutig unterscheiden nach Krisenländern und solchen, die von der Krise verschont blieben. Ein klarer Unterschied aber existiert zwischen den beiden Ländergruppen: Die Krisenländer hatten ihre Märkte für internationale Kapitalströme weit geöffnet, die übrigen Länder kaum.

Marktversagen auf den Finanzmärkten: Konsequenzen für die Beurteilung von Kapitalmarktliberalisierungen

An informationseffizienten Finanzmärkten mit rational handelnden Akteuren, wie sie die ökonomische Theorie vorsieht, wären die Hinweise auf sich aufbauende Krisenpotentiale in Asien entdeckt und in die Risikokalkulationen der internationalen Anleger einbezogen worden.¹¹ Die neuere Informationsökonomik nach Stiglitz hebt hervor, dass der Finanzmarkt mit besonderen Formen des Marktversagens konfrontiert ist: Unzureichende Informationen und Abweichungen vom Rationalitätsprinzip prägen

demnach das Bild.¹² Unter diesen finanzmarktinhärenten Strukturen stellt sich die Frage, ob eine vollständige Kapitalmarktliberalisierung, gerade in Volkswirtschaften mit schwachen institutionellen Rahmenbedingungen, sinnvoll ist. Die Argumentation, durch eine angemessene Regulierung des Banken- und Finanzmarktsektors und eine stabile Makropolitik seien unerwünschte Nebeneffekte der Liberalisierung zu vermeiden, vermag dabei nicht zu überzeugen. Das Beispiel Hongkongs zeigt: Eine vorbildliche Bankenaufsicht und als stabil betrachtete makroökonomische Fundamentaldaten führen nicht zwangsläufig dazu, dass ein Land von einer Finanzkrise verschont bleibt. Vielmehr kann sogar das Gegenteil behauptet werden: Die Kombination aus Öffnung der Kapitalmärkte, hohem Wirtschaftswachstum und stabiler makropolitischer Politik ließ massive Kapitalströme erst entstehen, deren abrupte Umkehr zahlreiche Länder in die tiefe wirtschaftliche Krise riss. Dani Rodrik, einer der führenden Chronisten der Asienkrise, rät vor diesem Hintergrund zur Vorsicht vor

„statements of the form ,we can make free capital flows safe for the world if we do X at the same time‘, where X is the currently fashionable antidote to crisis. Today’s X is ,strengthening the domestic financial system and improving prudential standards‘. Tomorrow’s is anybody’s guess.“¹³

¹¹ Vgl. Basel Committee on Banking Supervision: Supervisory lessons to be drawn from the Asian crisis. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel Committee Working Paper Nr. 2, Juni 1999. www.bis.org/publ/bcbs_wp2.pdf.

¹² Vgl. etwa Bruce Greenwald und Joseph Stiglitz: Financial Market Imperfections and Business Cycles. In: Quarterly Journal of Economics, 108 (1), 1993, S. 77-114.

¹³ Vgl. Dani Rodrik: Who Needs Capital-Account Convertibility? Mimeo, S. 6. ksghome.harvard.edu/~drodrik/essay.PDF.

Tabelle 3

Ausmaß der Kontrolle grenzüberschreitender Kapitalbewegungen in den Ländern der ASEAN+3

Land	Kontrolle des grenzüberschreitenden Bargeldverkehrs	Kontrolle der Fremdwährungspositionen von Geschäftsbanken	Kontrolle von Transaktionen an			Kontrolle von Kreditgeschäften	Kontrolle der Vergabe von Handelskrediten	Kontrolle von Direktinvestitionen und deren Liquidation
			Aktienmärkten	Anleihemärkten	Geldmärkten			
Japan	gering	gering	keine	keine	keine	keine	keine	keine ⁴
China	stark	stark	stark	stark	stark ³	stark	stark	stark
Singapur	keine	gering	keine	keine	keine	k. A.	k. A.	keine
Laos	stark	gering	keine	keine	keine	keine	gering	gering
Südkorea	gering	stark	gering	gering	gering	stark	stark	stark
Malaysia	stark	stark	stark	stark	gering	stark	stark	stark
Philippinen	stark	stark	stark	stark	stark	gering	gering	gering
Thailand	stark	stark	stark	stark	stark	keine	gering	stark
Indonesien	stark	stark	gering	gering	gering	gering	gering	gering
Vietnam	stark	stark	stark ²	stark ²	gering	stark	stark	stark
Myanmar	stark ¹	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	gering
Brunei	keine	k. A.	keine	keine	keine	keine	keine	gering
Kambodscha	gering	stark	x	x	x	gering	gering	stark

x = keine Wertpapiermärkte vorhanden; k. A. = keine Angabe.

¹ Für die heimische Währung gilt ein Export- und Importverbot.² Käufe von Ausländern im Inland und Verkäufe von Inländern im Ausland sind untersagt.³ Ausgabe, Kauf und Verkauf von Geldmarktpapieren im Inland sind für Ausländer untersagt.⁴ Mit Ausnahme von Industrien mit Bedeutung für die nationale Sicherheit (z. B. Rüstungsindustrie).

Quelle: International Monetary Fund: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Washington, D.C. 2005.

DIW Berlin 2006

Rodrik reiht sich damit ein in die Ränge prominenter Kritiker wie Barry Eichengreen, Joseph Stiglitz oder John Williamson.¹⁴ Die genannten Autoren argumentieren, dass sich potentielle positive Effekte der Kapitalmarktöffnung auf das Wachstum verhältnismäßig gering ausnehmen, wenn ihnen die zu erwartenden Kosten durch mögliche Finanzkrisen gegenübergestellt werden, die erst unter den Bedingungen liberalisierter Kapitalbewegungen überhaupt auftreten können. Daher sind neben der Stärkung der heimischen Banksektoren, die im Anschluss an die Krise auch in Angriff genommen wurde,¹⁵ weitere Maßnahmen zur Kontrolle von Umfang und Zusammensetzung grenzüberschreitender Finanzströme als Krisenprävention sinnvoll.

Tatsächlich haben derzeit nur vier der 13 in der ASEAN+3 zusammengefassten Länder (Japan, Brunei, Singapur und Laos) einen weitgehend liberalisierten Kapitalverkehr.¹⁶ In allen übrigen Volkswirtschaften bestehen mehr oder weniger starke Kontrollen für grenzüberschreitende Kapitalbewegungen bzw. Geldgeschäfte unter Einbeziehung von Fremdwährungen (Tabelle 3). Zum Teil sind die gesetzlichen Vorgaben bereits vor der Krise in Kraft gewesen. Zum anderen Teil wurden sie – wie etwa in Südkorea, Thailand oder Malaysia – in der Reaktion auf die Asienkrise wieder aktiviert bzw. implementiert. Die aktuellen Kontrollmaßnahmen reichen dabei von Genehmigungspflichten für bestimmte Transaktionen bis hin zu kompletten Verboten.¹⁷

Maßgeschneiderte Kapitalverkehrs-kontrollen: Das Beispiel Chiles

Idealerweise reduzieren Kapitalverkehrskontrollen das Krisenpotential, welches von grenzüberschreitenden Kapitalströmen ausgeht, ohne grundsätzlich den Zugriff auf Finanzierungsquellen im Rest der Welt zu verhindern. Um beides simultan zu erreichen, müssen Kapitalverkehrskontrollen zwischen verschiedenen Arten von Kapitalströmen unterscheiden können. So herrscht Konsens hinsichtlich der Einschätzung, dass längerfristige Verbindlichkeiten und insbesondere ausländische Direktinvestitionen eine wichtige Voraussetzung für nachhaltiges Wachstum in Entwicklungs- und Schwellenländern darstellen, während kurzfristige Finanzzuflüsse oftmals spekulativen Zwecken dienen; von ihnen geht daher eine besondere Gefahr für das heimische Finanzsystem aus.

¹⁴ Vgl. etwa Barry Eichengreen: Capital Account Liberalization and the Fund. Mimeo. www.econ.berkeley.edu/~eichengr/policy/berne.pdf; Joseph Stiglitz: The Insider – What I learned at the World Economic Crisis. In: New Republic, 17.04.2000. www2.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/download/opeds/What_I_Learned_at_the_World_Economic_Crisis.htm; John Williamson: Implications of the East Asian Crisis for Debt Management. Institute for International Economics, mimeo. www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=334.

¹⁵ Vgl. Mechthild Schrooten: Asienkrise – Fünf Jahre danach: Bedeutung von Auslandskapital gesunken. In: Wochenbericht des DIW Berlin, Nr. 38/2002.

¹⁶ Der ASEAN gehören mit Brunei, Kambodscha, Indonesien, Laos, Malaysia, Myanmar, den Philippinen, Singapur, Thailand und Vietnam zehn Volkswirtschaften der Region an. In Konsultationen der „ASEAN+3“ sind zudem Vertreter Chinas, Japans und Südkoreas eingebunden.

¹⁷ Detaillierte Angaben zu angewandten Kapitalverkehrskontrollen finden sich in Internationaler Währungsfonds: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, Washington D.C., 2005.

Beispiele für die erfolgreiche Anwendung von Kapitalverkehrskontrollen, die den obigen Überlegungen Rechnung tragen, existieren, so etwa das zu Beginn der 90er Jahre in Chile eingeführte System des „*encaje*“. Kapitalimporte werden dabei an eine obligatorische prozentuale Einlage geknüpft, die für einen festgelegten Zeitraum unverzinst auf einem Konto der Zentralbank zu hinterlegen ist.¹⁸ Die Kosten dieser Anlage für den ausländischen Investor fallen dabei umso höher aus, je kürzer die Fristigkeit des im Inland erworbenen Vermögenstitels ist, sodass sich Anreize für längerfristige Transaktionen ergeben.

Drei Vorzüge des *encaje* können als allgemeine Kriterien für effiziente Kapitalverkehrskontrollen angeführt werden: Zunächst handelt es sich um ein *einfach handhabbares Konzept*, dessen Umsetzung mit relativ geringen administrativen Kosten verbunden ist und – anders etwa als die vom Prinzip identische Tobinsteuer – keinerlei internationaler Koordination bedarf.¹⁹ Ferner ist *Transparenz* gewährleistet, so dass eventuellem Missbrauch vorgebeugt wird. Drittens schließlich stellt der *encaje* einen *flexiblen Mechanismus* dar: Sowohl über den Prozentsatz als auch über die Dauer der obligatorischen Einlage lässt sich das Ausmaß des Eingriffs variieren, um einem sich verändernden Finanzmarktumfeld Rechnung tragen zu können.²⁰ Tatsächlich kann von einem gewissen Erfolg des Systems gesprochen werden: Die Struktur der Kapitalzuflüsse nach Chile verschob sich hin zu längerfristigen Instrumenten, während das Gesamtvolumen weitgehend unberührt blieb.²¹

Das chilenische Beispiel demonstriert, dass sinnvolle Alternativen zu den Extremlösungen totaler Abschottung oder aber vollkommener Liberalisierung von Kapitalmärkten existieren. Auch die Erfahrungen Malaysias, das im Zuge der Asienkrise ein Paket von Kapitalverkehrskontrollen einführte, sprechen gegen eine pauschale Ablehnung von Regulierungsmaßnahmen.²²

Verstärkte regionale Kooperation in Asien ...

Die internationale Integration der Kapitalmärkte sowie die Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs und die Realisierung der damit verbundenen Wachstumspotentiale bleiben ein erklärtes Ziel der Wirtschaftspolitik in den asiatischen Schwellenländern. Dies gilt, obwohl Maßnahmen zur mittelfristigen Beschränkung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs weniger skeptisch betrachtet werden.²³ Aktuell spielen in dieser Diskussion Bemühungen um eine intensivere regionale Kooperation eine wichtige Rolle, wie sie in Asien vor allem im Rahmen von Initiativen der ASEAN seit der Krise verstärkt vorangetrieben wird. Regionale Zusammen-

arbeit existiert etwa im Bereich des Monitoring von Kapitalbewegungen innerhalb der Region, indem der Datenaustausch verbessert und länderübergreifende Expertengruppen zur Risikoeinschätzung und Politikevaluation eingesetzt wurden.²⁴

Die notwendige Stärkung der regionalen Finanzmärkte, die durch die Verwirklichung eines Asiatischen Anleihenmarktes im Sommer 2003 Auftrieb erhalten hat, wird durch weitere regionale Initiativen gefördert, die vielfach von Japan ausgehen und finanziell unterstützt werden. Japan ist auch treibende Kraft auf dem Feld der regionalen Integration der Geld- und Währungspolitik. Während der Vorstoß der japanischen Regierung zur Gründung eines Asiatischen Währungsfonds im Jahr 1997 noch relativ zügig am Widerstand der USA und des IWF scheiterte,²⁵ sind seitdem zahlreiche kleinere Schritte unternommen worden, die in eben diese Richtung gehen. Im Chiang-Mai-Abkommen der ASEAN+3 Länder aus dem Jahr 2000 wurden bestehende Swap-Fazilitäten der ASEAN erheblich aufgestockt und

18 Formal ist der implizite Steuersatz auf die Einlage (t) gegeben durch $t = r * \frac{\alpha}{(1 - \alpha)} * \frac{p}{k}$, wobei r der Weltzinssatz als Ausdruck der

Opportunitätskosten einer Anlage, α der zu hinterlegende Anteil, p die Dauer der Einlage in Monaten und k die Gesamtdauer der Anlage im betrachteten Land darstellen. Für eine detaillierte Herleitung vgl. José De Gregorio, Sebastian Edwards und Rodrigo Valdés: Controls on Capital Flows: Do they work? NBER Working Paper Nr. 7645, April 2000.

19 Bei dem Konzept nach Tobin sind die für Anlagen in Fremdwährung benötigten Devisenmarkttransaktionen einer Steuer unterworfen. Diese fällt im Gegensatz zur *encaje* zweimal an (vorausgesetzt, Anlagebetrag und Rendite werden nach Ablauf der Fristigkeit wieder expatriiert), was aber am Prinzip nichts ändert: Kurzfristige Transaktionen sind weniger lohnenswert, da die notwendige Rendite der Auslandsanlage umso höher ausfällt, je geringer die Fristigkeit ist.

20 Die chilenischen Behörden etwa setzten eingangs einen Satz von 20 % fest, der später auf 30 % angehoben und danach schrittweise auf Null zurückgeführt wurde.

21 De Gregorio et al., a. a. O., diagnostizieren ein Absinken des Anteils kurzfristiger Kapitalanlagen von 19 % im Jahr 1990 auf 5 % im Jahr 1998. Von der „Tequila-Krise“ der Jahre 1994/95 blieb Chile – im Gegensatz zu anderen lateinamerikanischen Ländern – weitgehend verschont.

22 Vgl. zur Entwicklung in Malaysia etwa Ethan Kaplan und Dani Rodrik: Did the Malaysian Capital Controls Work? 2001, mimeo. ksg-home.harvard.edu/~drodrik/Malaysia%20controls.PDF.

23 So vertritt etwa der IWF mit Blick auf die Entwicklung in China inzwischen die Position, das Land solle an der Stärkung seines Finanzmarktsektors arbeiten und zu einer flexibleren Wechselkurspolitik übergehen, bevor eine Öffnung der Kapitalmärkte in Betracht gezogen werden könne. Vgl. Eswar Prasad, Thomas Rumbaugh und Qing Wang: Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China. IWF Working Paper Nr. 1/2005. www.iwep.org.cn/wec/pdf/05-4-WangQing.pdf. Bereits 2003 war der IWF in einer Studie zu dem Schluss gekommen, dass ein kausaler Zusammenhang zwischen Finanzmarktintegration und Wirtschaftswachstum in Schwellenländern empirisch nicht eindeutig nachgewiesen werden kann. Vgl. Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei und M. Ayan Kose: Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. Internationaler Währungsfonds, Washington D. C., 2003. www.imf.org/external/np/res/docs/2003/031703.pdf.

24 Zu nennen sind insbesondere die Einrichtung der „Manila Framework Group“ und des „ASEAN Surveillance Process“ sowie eines „Frühwarnsystems“ durch die Asiatische Entwicklungsbank, vgl. Anwar Nasution: Financial Cooperation and Integration in East Asia – Current State of the ASEAN+3 Process Beyond CMI and its Challenges, mimeo. www.pecc.org/PECC2003Brunei/finance-workshop/session-1/2-anwar-nasution.doc.

25 Zu den Hintergründen vgl. Phillip Lipsky: Japan's Asian Monetary Fund Proposal. In: Stanford Journal of East Asian Affairs, 3 (1), 2003, S. 93–104. www.stanford.edu/group/sjeaa/journal3/japan3.pdf.

die Basis für bilaterale Vereinbarungen („bilateral swap agreements“, BSA) geschaffen. 2004 bestanden bereits 16 solche BSA mit einem Gesamtvolumen von über 36 Mrd. US-Dollar. Erklärtes Ziel der Initiative: die Bereitstellung von Soforthilfen für Länder mit kurzfristigen Liquiditätsproblemen als Alternative zu Kreditlinien des IWF. Pläne zur weiteren Institutionalisierung der Zusammenarbeit sind bereits vorhanden. Dazu zählt die Zusammenlegung von Währungsreserven der regionalen Zentralbanken, die in die Einrichtung einer „Asian Reserve Bank“ münden könnte.²⁶ Im Bereich der Währungspolitik steht die Einführung einer „Asian Currency Unit“ (ACU) bevor. Dabei handelt es sich – nach dem Vorbild des europäischen ECU – um einen gewichteten Korb asiatischer Währungen, der einen ersten Schritt auf dem Weg zu einer stärkeren währungspolitischen Kooperation in der Region darstellen würde. Die ursprünglich für Frühjahr dieses Jahres geplante Einführung verzögert sich allerdings aufgrund politischen Gerangels um teilnehmende Währungen und deren Gewichtung.²⁷

... auf den Spuren Europas

Die jüngsten Auseinandersetzungen um die ACU verdeutlichen eines der Haupthindernisse auf dem Weg zu verstärkter regionaler Zusammenarbeit in Asien: Sie besitzt bis dato noch keine große Tradition. Furcht vor Verlust nationaler Souveränität sowie Bedenken hinsichtlich einer möglichen Vormachtstellung einzelner Länder (etwa Japans) spielen in den Konsultationen regelmäßig eine Rolle.²⁸

Im Prozess der europäischen Integration ab 1957, der von asiatischer Seite häufig als beispielhaft charakterisiert wird, war dies freilich kaum anders. Auf Integrationsfortschritte folgten immer wieder Phasen des Stillstands, die nicht selten erst im Zuge größerer Krisen wieder überwunden wurden. Auch die Integration der europäischen Finanzmärkte vollzog sich nicht über Nacht. Der ECU existierte bereits seit neun Jahren, als die Europäische Kommission 1988 ihr Dossier zur Verwirklichung eines gemeinsamen Europäischen Finanzraums²⁹ vorlegte, und erst im Laufe der 90er Jahre wurden die letzten Kapitalverkehrskontrollen innerhalb Europas abgeschafft, wobei die Liberalisierung von in ECU denominierten Kapitalbewegungen in einer Reihe von Ländern bevorzugt umgesetzt wurde.

Ein ähnliches Szenario ist für die asiatischen Volkswirtschaften denkbar. Die Liberalisierung von ACU-Transaktionen ist insofern aus Stabilitäts Gesichtspunkten weniger problematisch, als die mit der Verschuldung in Fremdwährung verbundenen Wechselkursrisiken, deren Bedeutung während der Asienkrise deutlich wurde, dabei vermieden werden können.

Fazit

Die Finanzmarktkrisen der späten 90er Jahre haben zu einer intensiven Auseinandersetzung mit notwendigen institutionellen Voraussetzungen für positive Wachstumseffekte aus verstärkter Kapitalmarktliberalisierung geführt. Vor dem Hintergrund des gerade an Finanzmärkten endemischen Problems unvollständiger und ungleichmäßig verteilter Informationen kommt regulativen Maßnahmen zur Verbesserung der Transparenz und zur Beseitigung von Asymmetrien eine besondere Bedeutung zu. Die asiatischen Krisenländer haben seit 1998 zahlreiche Reformmaßnahmen zur Verbesserung der Banken- und Kapitalmarktregulierung umgesetzt und damit zur Stabilisierung der Finanzmärkte beigetragen. Daneben erscheinen allerdings auf absehbare Zeit auch staatliche Vorgaben zur Kontrolle von Umfang und Zusammensetzung grenzüberschreitender Kapitalbewegungen notwendig, um eine abrupte Umkehr von Kapitalflüssen und die hiermit verbundenen Auswirkungen auf die Realwirtschaft in der Zukunft zu vermeiden. Solche Kapitalkontrollen sollten dabei den Kriterien der Einfachheit, Transparenz und flexiblen Handhabbarkeit genügen.

Neben der Verbesserung der regulativen Mechanismen auf nationaler Ebene haben die asiatischen Volkswirtschaften mit einer Verstärkung der regionalen Zusammenarbeit auf die Krise reagiert. Eine Reihe von supranationalen Initiativen sind in den letzten Jahren umgesetzt worden, von denen die nun bevorstehende Einführung einer Asiatischen Währungseinheit (ACU) die aktuellste ist. In der zunehmenden regionalen Kooperation dürfte dabei der Schlüssel zu einer weiterhin günstigen Entwicklung der betreffenden Volkswirtschaften liegen. Die europäische Erfahrung hat gezeigt, dass finanz- und währungspolitische Integration gelingen kann, wenn ihr ein stabiles Fundament aufeinander abgestimmter institutioneller Rahmenbedingungen zugrunde liegt. Insgesamt können die asiatischen Volkswirtschaften beim Ausbau ihrer regionalen Zusammenarbeit von den vielfältigen Erfahrungen und Erkenntnissen aus dem europäischen Integrationsprozess profitieren.

²⁶ Diese Variante wird von der Asiatischen Entwicklungsbank befürwortet, vgl. etwa Ramgopal Agarwala und Brahm Prakash: Regional Cooperation in Asia: Long-term Progress, Recent Retrogression, and the Way Forward, ERD Working Paper Nr. 28/2002. www.adb.org/Documents/ERD/Working_Papers/wp028.pdf.

²⁷ Vgl. Financial Times: Bickering delays Asian currency unit launch. Online-Ausgabe der FT vom 26.03.2006, search.ft.com/searchArticle?id=060326003542; International Herald Tribune: The dollar spurned, Asian currency unit gains ground, Online-Ausgabe der IHT vom 08.05.2006, www.ihf.com/articles/2006/05/08/bloomberg/sxmuk.php.

²⁸ Vgl. Ramgopal Agarwala und Brahm Prakash: Regional Cooperation in Asia, a. a. O., S. 33.

²⁹ Europäische Kommission: La création d'un espace financier européen – Libération des mouvements de capitaux et intégration financière dans la Communauté. In: *Economie Européenne* Nr. 36, Mai 1988.

Aus den Veröffentlichungen des DIW Berlin

Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung

Heft 2/2006

80 Years of Business Cycle Studies at DIW Berlin **80 Jahre Konjunkturforschung am DIW Berlin**

Inhalt

80 Years of Business Cycle Studies at DIW Berlin. By *Alfred Steinherr* ♦ Geschichte der quantitativen Konjunkturprognose-Evaluation in Deutschland. Von *Birger Antholz* ♦ Treffgenauigkeit, Rationalität und Streuung von Konjunkturprognosen für Deutschland. Von *Ulrich Fritzsche* und *Jörg Döpke* ♦ Economic Forecasting and Monetary Policy. By *Lorenzo Bini Smaghi* ♦ What Are the Different Strategies for EMU Countries? By *Patrick Artus* ♦ The World in 2016 – A Perspective for the Wider Europe. By *Daniel Gros*

96 Seiten, 62,– Euro

Weitere Informationen zu den Vierteljahrsheften – zu Preisen, über Print- und Online-Ausgaben, zur Bestelladresse – erhalten Sie unter:
www.diw.de/deutsch/produkte/publikationen/vierteljahrshefte/index.html

Impressum

DIW Berlin
Königin-Luise-Str. 5
14195 Berlin

Herausgeber

Prof. Dr. Klaus F. Zimmermann (Präsident)
Prof. Dr. Georg Meran (Vizepräsident)
Dr. Tilman Brück
Dörte Höppner
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Dr. Bernhard Seidel
Prof. Dr. Viktor Steiner
Prof. Dr. Alfred Steinherr
Prof. Dr. Gert G. Wagner
Prof. Dr. Axel Werwatz, Ph.D.
Prof. Dr. Christian Wey

Redaktion

Kurt Geppert
Dr. Elke Holst
Manfred Schmidt
Dr. Mechthild Schrooten

Pressestelle

Renate Bogdanovic
Tel. +49 – 30 – 89789-249
presse@diw.de

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice
Postfach 7477649
Offenburg
leserservice@diw.de
Tel. 01805 – 198888, 12 Cent/min.

Reklamationen können nur innerhalb von vier Wochen nach Erscheinen des Wochenberichts angenommen werden; danach wird der Heftpreis berechnet.

Bezugspreis

Jahrgang Euro 180,–
Einzelheft Euro 7,– (jeweils inkl. Mehrwertsteuer und Versandkosten)
Abbestellungen von Abonnements spätestens 6 Wochen vor Jahresende

ISSN 0012-1304

Bestellung unter leserservice@diw.de

Konzept und Gestaltung

kognito, Berlin

Satz

eScriptum, Berlin

Druck

Walter Grützmaker GmbH & Co. KG