

Enquete-Kommission  
„Globalisierung der Weltwirtschaft“  
- AU Stud 14/06 -

# Wohlstandsmehrung durch Freiheit des internationalen Kapitalverkehrs

Gutachten erstellt für die Enquête-Kommission

*“Globalisierung der Weltwirtschaft — Herausforderungen und Antworten”*

Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel

Forschungsabteilung V „Konjunktur“

Forschungsgruppe „Finanzmärkte“

Kiel, Dezember 2000

## Inhalt

<i>1 Die wirtschaftspolitische Debatte</i> .....	3
<i>2 Globalisierung der Finanzmärkte: Eine Bestandsaufnahme</i> .....	5
2.1 Mobilität, Volumen und Struktur der internationalen Kapitalströme.....	6
2.2 Volatilität der internationalen Kapitalströme .....	10
<i>3 Chancen und Risiken freien Kapitalverkehrs</i> .....	14
3.1 Gesamtwirtschaftliche Effekte.....	15
3.2 Effizienz der Finanzmärkte.....	19
3.3 Zahlungsbilanzkrisen und Ansteckungsgefahren.....	21
<i>4 Vor- und Nachteile einer Beschränkung kurzfristigen Kapitalverkehrs</i> .....	25
4.1 Transaktionssteuern auf kurzfristiges Kapital .....	26
4.2 Effekte von Transaktionssteuern .....	27
4.3 Der empirische Befund .....	31
<i>5 Zusammenfassung und wirtschaftspolitische Empfehlungen</i> .....	35
<i>6 Literatur</i> .....	40

## 1 Die wirtschaftspolitische Debatte

Die Globalisierung der Finanzmärkte ist eines der Schlagworte, von denen die internationale wirtschaftspolitische Debatte geprägt ist. Die Finanzkrisen der vergangenen Jahre, die eine Reihe sich entwickelnder Volkswirtschaften, angefangen mit Mexiko (1995), über die asiatischen Tigerstaaten (1997) bis hin zu Russland (1998) in jüngster Zeit erfasst haben und deren Auswirkungen auch in den Industrieländern zu spüren gewesen sind, 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 vH 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 denjenigen aufstrebenden Volkswirtschaften, die als besonders anfällig für Währungskrisen gelten könnten. Es stellt sich für sie somit in besonderem Maße die Frage nach den Chancen und Risiken 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 (1999)

Der mögliche kausale Zusammenhang zwischen einer vorherigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs und dem Auftreten von Währungskrisen<sup>1</sup> 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 (IMF) 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 potenziell 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.<sup>2</sup> Eine jüngere Untersuchung verschiedener Liberalisierungsepisoden kommt zu dem Ergebnis, dass es strategisch sinnvoll sein kann, die Liberalisierung des Kapitalverkehrs hinaus zu zögern 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 indes nicht neu. 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: 154f.). 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

---

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

<sup>2</sup> Vgl. beispielsweise Eichengreen (1999) oder Weltbank (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>).

gegründete Forum für Finanzmarktstabilität (*Financial Stability Forum*) bislang noch nicht für Kapitalverkehrskontrollen chilenischen Typs ausgesprochen (White 2000).

Im Gegensatz zu der ursprünglichen Tobin-Steuer hat Chile in den neunziger Jahren lediglich kurzfristige Kapitalzuflüsse mit einer Mindestreservepflicht belegt, die de facto einer Steuer auf diese Kapitalzuflüsse entsprach. Die Idee hinter Kapitalverkehrsbeschränkungen chilenischen Typs 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 langfristiges. Da die Umsetzung des ursprünglichen Vorschlags Tobins mit einer Reihe administrativer und politikökonomischer 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 chilenischen Typs.

Ziel dieses Gutachtens ist es, die derzeitige Debatte über die Vor- und Nachteile freien Kapitalverkehrs zusammenzufassen und die Ergebnisse kritisch zu bewerten. Im folgenden zweiten Abschnitt wird eine kurze Zusammenfassung der Globalisierungstendenzen auf den internationalen Kapitalmärkten gegeben. Besonderes Augenmerk gilt dabei der Struktur und Fristigkeit internationaler Kapitalströme sowie deren Volatilität. Der dritte Abschnitt 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. Der vierte Abschnitt wendet sich speziell der Diskussion um Steuern auf kurzfristige Kapitalströme zu, wobei neben einer allgemeinen analytischen Diskussion vor allem auf die Erfahrung Chiles mit einer Transaktionssteuer auf kurzfristiges Auslandskapital Bezug genommen wird. Im fünften Abschnitt werden die wichtigsten Ergebnisse abschließend zusammengefasst.

## 2 Globalisierung der Finanzmärkte: Eine Bestandsaufnahme

Dieser Abschnitt 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.<sup>3</sup> Zu dieser Entwicklung dürfte die fortschreitende 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 Gold Standards 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 Schnitt 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 (1981) 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, jedoch gleichzeitig auch recht 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

---

<sup>3</sup> Für eine ausführliche Darstellung der theoretischen und empirischen Debatte zu diesem Thema vgl. Buch und Pierdzioch (2000). Zu den Erfahrungen Europas vgl. auch Lemmen (1998).

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 (2000), dass Bruttozu- und -abflüsse von ausländischem Kapital in den meisten Ländern ausgesprochen parallel verlaufen sind und gerade seit der Mitte der neunziger Jahre deutlich zugenommen haben. Die Nettoströme sind hingegen relativ konstant geblieben. Gleichwohl ist das Volumen der Bruttokapitalströme mit weniger als 10 vH des BIP relativ gering.<sup>4</sup> Ähnliche Beobachtungen lassen sich für viele Entwicklungsländer machen.

Was die Struktur ihrer Kapitalströme anlangt, lassen sich zwischen Industrie- und Entwicklungsländern wesentliche Unterschiede feststellen (Tabelle 2). In den neunziger Jahren waren die Kapitalzuflüsse der Industrieländer von Portfoliokapital und Bankkrediten dominiert; Direktinvestitionen machten einen relativ kleinen Anteil von rund 13 vH aus. Für Entwicklungsländer hingegen hatten Direktinvestitionen ein wesentlich größeres Gewicht; hier waren die drei Finanzierungsformen von etwa gleicher Bedeutung.

*Tabelle 2 — Die Struktur der internationalen Kapitalströme in den 90er Jahren*

	Anteil an den globalen Kapitalströmen (%)		Struktur der Kapitalströme (%)	
	Industrieländer <sup>a</sup>	Entwicklungsländer	Industrieländer <sup>a</sup>	Entwicklungsländer
<i>Aktiva</i>	88.6	7.4	100.0	100.0
FDI	93.7	6.3	22.6	18.0
Portfolio-investitionen	93.7	4.5	38.1	21.6
Andere Investitionen	81.8	10.5	39.4	60.4
<i>Passiva</i>	79.0	18.1	100.0	100.0
FDI	60.1	38.3	13.2	36.8
Portfolio-investitionen	84.7	13.0	46.2	31.0
Andere Investitionen	80.2	14.8	40.2	32.2

Durchschnitte der Jahre 1991–1997. a) Ohne internationale Organisationen.

*Quelle:* IMF (1998)

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

Bei den Kapitalabflüssen findet sich für die Industrieländer ein ähnliches Bild wie für die Zuflüsse. Für Entwicklungsländer hingegen dominierte die Kategorie "andere Investitionen" (vor allem Bankkredite) mit einem Anteil von rund 60 vH, 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 Grad der internationalen Kapitalmobilität zwar nicht unbedingt quantitativ, wohl aber qualitativ von dem, der zu Beginn des vorherigen Jahrhunderts zu beobachten war. Allerdings ist auch zu berücksichtigen, dass Banken nach wie vor eine besondere Rolle auf den internationalen Kapitalmärkten, gerade bei der Finanzierung kleiner und mittelständischer Unternehmen, 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 2000). 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 wäre. 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.<sup>5</sup>

Im Rahmen der vorliegenden Studie ist schließlich 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

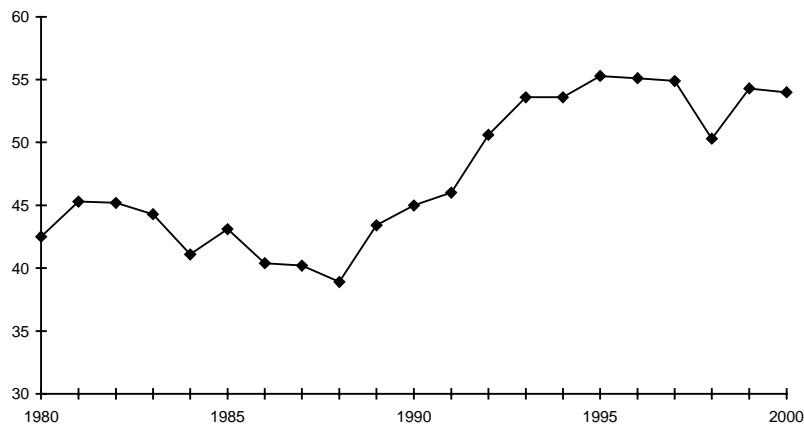
---

<sup>5</sup> 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, sodass ausländische Direktinvestitionen in diesen Bereichen keinen dauerhaften Beitrag zur wirtschaftlichen Entwicklung leisten.



Fristigkeit internationaler Bankkredite zeigen einen deutliche Aufwärtstrend kurzfristiger Kredite in den neunziger Jahren (Schaubild 1): während in den achtziger Jahren rund 40 vH der Kredite binnen eines Jahres fällig waren, stieg dieser Anteil bis etwa 1995 auf rund 55 vH an.

*Schaubild 1 — Anteil kurzfristiger Bankkredite (in %) 1980-2000 (Juni)*



Verbindlichkeiten gegenüber Banken im Berichtsgebiet der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr.

*Quelle:* BIS (2000)

Diese aggregierten Zahlen verbergen jedoch unterschiedliche Entwicklungen in den einzelnen Ländergruppen (Tabelle 3). In den neunziger Jahren lag der Anteil kurzfristiger Kredite in Asien (bis zum Ausbruch der Asienkrise) bei mehr als 60 vH, in Osteuropa bis Mitte des Jahrzehnts hingegen bei weniger als 40 vH, und in Lateinamerika bei durchschnittlich 50 vH. 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 hatte, zeigt sich ein ähnlicher Trend im Vergleich zum übrigen Osteuropa.

Tabelle 3 — Anteil kurzfristiger Bankkredite nach Ländergruppen (%) 1992–2000

	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	47,5
<i>Osteuropa</i>	27,3	37,2	35,2	39,1	44,2	43,4	36,0	39,4	41,0
Tschechien	...	...	40,4	48,6	49,3	50,0	58,8	53,5	52,0
Ungarn	23,8	26,9	30,7	34,6	39,2	34,2	34,7	29,5	30,6
Polen	31,4	33,1	23,2	29,6	33,2	38,1	40,7	39,7	37,2
Slowenien	...	...	39,8	30,9	17,8	21,2	22,9	22,0	20,8
<i>Lateinamerika</i>	43,4	50,0	51,3	52,3	53,7	54,8	51,8	48,3	49,0
Argentinien	47,6	52,6	53,4	56,5	44,8	61,4	54,8	52,5	52,6
Brasilien	48,5	54,8	50,3	56,0	63,0	64,1	56,0	54,1	53,7
Chile	42,7	52,4	53,7	54,7	51,2	49,8	39,6	32,8	38,3
Mexiko	42,4	47,1	51,3	45,4	60,1	61,3	44,9	38,2	38,1

Quelle: BIS (2000).

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 für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) 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 kurzfristigen Kapitals 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 Reinhard 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 volatiler als andere Kapitalströme generell, insbesondere aber volatiler als langfristig orientierte ausländische Direktinvestitionen ist. Tabelle 4 zeigt gleichwohl, dass diese Aussage zumindest im langfristigen Durchschnitt nicht unbedingt gilt. Diesen Zahlen zufolge war in den Jahren 1969 bis 1993 kurzfristiges Kapital lediglich in einer Region (Japan) volatiler als alle anderen Kapitalströme; für die 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 reinvestiert, 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.

*Tabelle 4 — Volatilität internationaler Kapitalströme 1969–1993*

	Ausländische Direktinvestitionen (netto)	Anderes langfristiges Kapital <sup>a</sup>	Portfolioinvesti- tionen	Kurzfristiges Kapital
Europa <sup>b</sup>	1,008	1,911	2,102	1,823
Japan	1,307	1,371	1,473	1,636
Latein Amerika <sup>b</sup>	0,819	1,781	2,278	1,484
Süd-Ost Asien <sup>b</sup>	1,455	2,265	1,835	1,179
Vereinigte Staaten	1,302	1,469	1,188	1,297
Volatilität = Variationskoeffizient (Standardabweichung / Mittelwert) — a) Einschließlich langfristigem Portfoliokapital. — b) Basierend auf Nettokapitalströmen.				

*Quelle:* Lipsey (1999, Tabelle 5).

Die relativ hohe Volatilität kurzfristiger Kapitalströme zeigt sich deutlicher in der Volatilität internationaler Bankkredite in den vergangenen zwei Jahrzehnten (Tabelle 5). Diesen Zahlen zufolge hat nicht nur die Volatilität des internationalen Kapitalverkehrs in den neunziger im Vergleich zu den achtziger Jahren zugenommen; diese Zunahme war zudem in erster Linie durch die hohe Volatilität kurzfristigen Kapitals bedingt. Zudem waren Kapitalströme in sich entwickelnde Volkswirtschaften tendenziell volatiler als die Kapitalströme insgesamt. Der

Vergleich dieser Zahlen mit den langfristigen Durchschnittswerten zeigt jedoch wiederum, dass Vorsicht bei der Kategorisierung von Kapitalströmen hinsichtlich ihrer Volatilität angebracht ist.

Tabelle 5 — Volatilität internationaler Bankkredite 1980-1997

	Mittelwert		Volatilität			
	1980-89	1990-97 <sup>a</sup>	Standardabweichung		Variationskoeffizient	
	1980-89	1990-97	1980-89	1990-97	1980-89	1990-97
	<i>(in Mrd. US-Dollar, 1995=100)</i>					
<i>Insgesamt</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
<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

a) Ohne den Einfluss der Asienkrise.

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

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 auf Grundlage historischer Entwicklung der Zeitreihen mindestens ebenso gut prognostiziert werden kann wie etwa das Volumen ausländischer Direktinvestitionen. Ein solches Argument legt nahe, dass aus der Fristigkeit von Kapitalströmen allein keine Aussage über deren Volatilität abgeleitet werden kann. Sarno und Taylor (1999) nutzen ein alternatives quantitatives Verfahrens und finden für eine Reihe von Entwicklungsländern, dass sowohl private Portfolioinvestitionen als auch Kredite der öffentlichen Hand eine ausgeprägte transitorische (d.h. volatile) Komponente enthalten. Ferner arbeiten sie heraus, dass Veränderungen in ihrer permanenten Komponente einen bedeutenden Anteil der Volatilität internationaler Bankkredite und ausländischer Direktinvestitionen erklären können. Allerdings lässt diese Untersuchung keine Rückschlüsse über die Volatilität kurzfristiger im Vergleich zu langfristigen Kapitalströmen zu.

Für die Diskussion der Wohlfahrtswirkungen von Transaktionssteuern ist zudem das Zusammenspiel zwischen den 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 (2000) 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 „emerging markets“ zwar, dass sich Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten für diejenigen Volkswirtschaften als besonders problematisch erweisen könnten, deren Kapitalimporte sich vornehmlich aus kurzfristigen Auslandsanlagen speisen. Dieses Ergebnis steht im Einklang mit der in Tabelle 5 dokumentierten Beobachtung, dass die Zunahme der Volatilität des internationalen Kapitalverkehrs in den neunziger im Vergleich zu den achtziger Jahren vornehmlich durch die hohe Volatilität kurzfristigen Kapitals 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 (2000) 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 somit darauf hin, dass die Volatilität internationaler Direktinvestitionen kausal für die Schwankungsintensität anderer Formen grenzüberschreitender Kapitalbewegungen sein könnte. Diese Resultate legen den Schluss nahe, dass die Möglichkeiten, mit Hilfe von Transaktionssteuern, die in erster Linie bei kurzfristigen Kapitalströmen ansetzen, tatsächlich die Volatilität des internationalen Kapitalverkehrs insgesamt zu verringern, nicht überschätzt werden sollten.

Um die Wohlfahrtswirkungen der voranschreitenden Integration der globalen Finanzmärkte insbesondere für aufstrebende Volkswirtschaften beurteilen zu können, ist zudem nicht von primärem 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 flows reversals”). Eine abrupte Umkehr der internationalen Kapitalbewegungen kann in den davon betroffenen Ökonomien schmerzhaft realwirtschaftliche Anpassungsprozesse auslösen, da letztlich durch eine Steigerung der heimischen Ersparnisbildung kurz- bis mittelfristig ausbleibende ausländischer Kapitalexporte kompensiert werden müssen. Zu diesem Punkt liefert die Studie von Mussa et al. (1999) interessante Einsichten. In der Tat zeigen die

Autoren 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 besonders den kurzfristigen Kapitalverkehr verteuender Transaktionssteuern 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 mit unerwünschten Nebenwirkungen behaftet sein könnten. 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 freien Kapitalverkehrs

Der vorhergehende Abschnitt 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, hat aber nicht notwendigerweise einen historischen Höchststand erreicht. 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 unterschiedlichen Entwicklungsstandes, 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.

Der folgende Abschnitt beschäftigt sich mit der Frage, welche Wohlfahrtswirkungen von der Zunahmen 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 und sich dadurch bei den Kapitalerträgen von Schwankungen auf dem inländischen Markt unabhängiger zu machen. Auch beim internationalen Technologie-Transfer, 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 des 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 entwickelten Volkswirtschaften, 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 sie im Gegenteil ersetzen. Außerdem belegt die vorhandene Evidenz, dass für manche Entwicklungsländer fehlendes Humankapital, d.h. im wesentlichen ein zu geringes Bildungsniveau, 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 durch die Kapitalzuflüsse inländische Ersparnisse ergänzt oder verdrängt werden, und inwieweit Kapitalimporte zu mehr Investitionen im Empfängerland führen (Edwards 1998). 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 birgt 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 dennoch 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 korrelieren, wenn man die Ersparnisse um ihren langfristigen Trend bereinigt.

Offenbar bestehen aber für Entwicklungsländer erhebliche Unterschiede zwischen den verschiedenen Arten von Kapitalzuflüssen (Bosworth und Collins 1999). Ausländische Direktinvestitionen haben 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 allenfalls einen sehr geringen Einfluss sowohl auf die inländische Ersparnis als auch auf die Investitionen. Bankkredite nehmen eine Mittelstellung ein. Im Schnitt werden Brutto-Kapitalimporte aber immerhin etwa zur Hälfte für zusätzliche Investitionen verwendet. Die andere Hälfte fließt im Schnitt 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 Humankapital, d.h. im wesentlichen das Bildungsniveau eines Landes. Dieser Faktor beeinflusst sowohl die Attraktivität eines Landes für ausländisches Kapital als auch den Nutzen, den das Land aus diesem Kapital ziehen kann. Berücksichtigt man Humankapital nicht, 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 entwickelten Ländern aufgrund des großen bereits vorhandenen Kapitalstocks geringer sein sollte als in Entwicklungsländern, würde implizieren, dass Kapital hauptsächlich von den entwickelten in die Entwicklungsländern fließen sollte. Dies ist jedoch nicht der Fall. Der Großteil der internationalen Kapitalströme fließt zwischen den entwickelten Ländern (vgl. Tabelle 2). 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 Gastlandes und den Wachstumswirkungen ausländischer Kapitalströme wird besonders deutlich, wenn es darum geht, neue Technologien zu verbreiten. Die neuere Wachstumstheorie hat gezeigt, dass unter anderem 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 Technologie führen. Darüber hinaus können sie dazu beitragen, dass neue Managementfähigkeiten und produktionsorientiertes Wissen in die Empfängerländer transferiert wird. Besonders ausgeprägt dürfte der Effekt sein, wenn auch inländische Unternehmen neues Wissen erwerben, sei es als Zulieferer der ausländischen 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 der Zusammenhang zwischen Direktinvestitionen und Wirtschaftswachstum komplexer ist (Nunnenkamp 2000). Eine neuere Untersuchung der UNCTAD (1999) weist keinen positiven Effekt von Direktinvestitionen auf das Wachstum aus. Soto (1999) findet einen positiven Einfluss nur, wenn ein nicht-linearer Zusammenhang mit der inländischen Sparquote unterstellt wird. Außerdem sind die Schätzergebnisse nicht stabil. Eine erfolgreiche Verbreitung neuen Wissens und neuer Technologien im Gefolge mobilen Kapitals setzt 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 Gastland über einen hinreichenden Bestand an Humankapital verfügt (Borensztein et al. 1994). In diesen Fällen sind ausländische Direktinvestitionen auch produktiver als Investitionen inländischer Unternehmen. Außerdem finden Borensztein et al., dass ausländische Direktinvestitionen die Investitionstätigkeit inländischer Unternehmen anregen.

Neben der Ausstattung mit Humankapital spielt auch die Offenheit der Handelsbilanz offenbar 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 den Grad der gesamtwirtschaftlichen 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.<sup>6</sup> Je mobiler das Kapital international ist, desto besser können diese Möglichkeiten genutzt werden. Gleichzeitig kann der Grad der Integration der Kapitalmärkte daran getestet werden, ob Anlageentscheidungen den Voraussagen der sogenannten Portfoliotheorie entsprechen. Folgt den Anlegern dieser Theorie, so würden alle Investoren Kombinationen eines möglichst breit gestreuten „Marktportfolios“ und einer risikofreien Anlage halten, wobei die jeweiligen Anteile von der Risikopräferenz der Anleger abhängen würden. 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.

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

Gleichwohl bleiben diese Wohlfahrtsgewinne solange lediglich ein theoretisches Konstrukt, wie die Anleger nur in ausgesprochen geringem Maße von den Vorteilen der internationalen Portfoliodiversifizierung Gebrauch machen. Empirisch zeigt sich nämlich, dass Investoren

---

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

überproportional hohe Anteile ihrer Anlageportfolios in Finanzaktiva ihres Heimatlandes halten.<sup>7</sup> 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.<sup>8</sup>

### 3.2 *Effizienz der Finanzmärkte*

Ein weiterer Kanal, über den der internationale Kapitalverkehr Wohlfahrtsgewinne bewirken kann, ist über Effizienzgewinne im Finanzsektor. Theoretische Argumente und empirische Ergebnisse legen den Schluß nahe, dass die Entwicklung des Finanzsektors eine wichtige Voraussetzung für wirtschaftliche Entwicklung ist (Levine 1997). Die neuere Wachstumstheorie hat im wesentlichen zwei Quellen 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 Unternehmen aus Ländern mit unterentwickelten Finanzsystemen Zugang zum Weltkapitalmarkt und versetzt sie dadurch potenziell in die Lage, die Nachteile zu überwinden, die sich aus der Unterentwicklung des inländischen Finanzsektors ergeben (Klein und Olivei 1999). Zweitens kann Kapitalmobilität die Liquidität der Finanzmärkte insbesondere kleiner Länder erhöhen. Gerade die Liquidität der inländischen Kapitalmärkte hat sich als wichtige Determinante des Wirtschaftswachstums erwiesen (Levine und Zavis 1998). Drittens kann Kapitalmobilität den Wettbewerbsdruck erhöhen und dadurch Reformen in Richtung auf ein

---

<sup>7</sup> Vgl. French und Poterba (1990, 1991) oder Tesar und Werner (1992). Kilka (1998) und Lapp (2000) untersuchen den Fall deutscher Investoren.

<sup>8</sup> Vgl. Lewis (1999) oder Obstfeld und Rogoff (1996).

effektiveres inländisches Finanzsystem anstoßen. Unter anderem lässt sich zeigen, wie 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 Zusammenhang 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 entwickelte und Entwicklungsländer zumindest in den Kanälen unterscheiden, durch die internationale Kapitalströme ihre Wirkung entfalten. Dieses Ergebnis passt zu dem Befund, dass sich entwickelte und Entwicklungsländer in der Struktur ihrer Kapitalströme unterscheiden (vgl. Abschnitt 2.1). Zur finanziellen Entwicklung tragen möglicherweise die Portfolio-Investitionen und Bankkredite, die den Kapitalverkehr zwischen entwickelten Ländern dominieren, mehr bei, als ausländische Direktinvestitionen, die für Entwicklungsländer ein größeres Gewicht haben. Hier stellt sich allerdings die Frage nach der Kausalität: möglicherweise ist das größere Gewicht der Portfolio-Investitionen in entwickelten Ländern eine Folge und nicht eine Ursache ihrer weiter entwickelten Finanzsysteme.

Vor- und Nachteile einer Öffnung für ausländisches Kapital werden zudem typischerweise unter gesamtwirtschaftlichen, makroökonomischen Aspekten diskutiert. Eine Analyse der Wohlfahrtseffekte sollte jedoch auch Auswirkungen auf den inländischen Finanzsektor und auf dessen Effizienz berücksichtigen.<sup>9</sup> 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 relativ selten vorgeschlagen. Gleichwohl kann eine solche Parallelstrategie dann sinnvoll sein, wenn mehr Wettbewerb von außen zu einer erhöhten Effizienz des 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

---

<sup>9</sup> Für eine ausführliche Darstellung vgl. Buch (2000).

überwiegen. Claessens, Demirgüç-Kunt und Huizinga (1998) kommen beispielsweise zu dem Ergebnis, dass Auslandsbanken in der Regel effizienter sind und geringere Zinsspannen aufweisen als inländische Banken. Zwar hat der Marktzutritt von Auslandsbanken in der Regel 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“ haben, 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 Ländern nicht nur Vorteile gebracht hat, sondern auch das Risiko erhöht hat, 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. Sie können durch Inkonsistenzen in der heimischen Wirtschaftspolitik ausgelöst werden (Krugman 1979, Flood and 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 als Preis der inländischen Währung konnte bei steigendem inländischem Geldangebot nur durch Stützungskäufe stabil gehalten werden. Im Ergebnis gingen die Währungsreserven soweit 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 zeitlichem Zusammenhang mit Krisen im inländischen Bankensektor auf (Kaminsky und Reinhart 1996, 1999). Eine Bankenkrise kann eine Zahlungsbilanzkrise unter anderem dann 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 zu einer Zahlungsbilanzkrise auch 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 funktionierendes 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 anderen Unternehmen wurde beispielsweise in der Krise in Asien 1997 erst im nachhinein offenbar. Zuvor war es eigentlich 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 Bankenaufsichts 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 heraufsetzt und so das Angebot an inländischer Währung hinreichend verknappt. Bei einer massiven spekulativen Attacke kann die mit der Verteidigung des Wechselkurses verbundene monetäre Kontraktion jedoch kurzfristig zu so erheblichen realwirtschaftlichen 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 für sich genommen 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 denen vergangene Krisen erfolgreich hätten prognostiziert werden können (Kaminsky und Reinhart 1998, Kaminsky et al. 1998). Sinkende Exporterlöse und steigende Leistungsbilanzdefizite, Abweichungen des realen Wechselkursen von seinem langfristigen Trend, eine hohe und steigende Kreditaufnahme gerade des öffentlichen Sektors, hohe und zunehmende Inflationsraten im Inland und 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 durchaus durch die nationale Wirtschaftspolitik beeinflusst werden. Von daher deuten diese Ergebnisse darauf hin, dass sich in der Regel durchaus eine wirtschaftspolitische Handhabe bietet, um Zahlungsbilanzkrisen vorzubeugen oder doch ihre negativen Auswirkungen zu begrenzen. Unter anderem konnte gezeigt werden, dass die Krise in Asien 1997 keineswegs aus heiterem Himmel kam, sondern dass bereits achtzehn Monate vorher Anzeichen für krisenhafte Entwicklungen, insbesondere im inländischen Finanzsektor, zu beobachten waren (Kaminsky und Reinhart 1999).<sup>10</sup> 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 Informationen 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

---

<sup>10</sup> 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.

auch die Möglichkeit einer Übertragung krisenhafter 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 das betroffene Land und seinen Finanzsektor in eine sich selbst verstärkende Liquiditätskrise stürzen (Goldfajn und Valdez 1995). 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 weitverbreitete 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 unterscheiden und denjenigen Effekten, die speziell mit dem Auftreten einer Zahlungsbilanzkrise verbunden sind. Rigobon und Forbes (1999) haben daher darauf hingewiesen, dass (krisenbedingte) Ansteckungseffekte und (normale) Rückkoppelungseffekte unterschieden werden müssen. Normale Rückkoppelungseffekte zwischen Märkten resultieren beispielsweise aus engen Verflechtungen 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 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 dauerhafte 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.<sup>11</sup> Linne (1999) stellt ähnliche Berechnungen an und unterscheidet positive Ansteckungseffekte (d.h. ein Anstieg in Renditekorrelationen) von negativen Ansteckungseffekten (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 and 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 kurzfristigen Kapitalverkehrs

Trotz aller potenziellen Vorteile, die mit einer Liberalisierung des Kapitalverkehrs verbunden sein können, bleibt das Risiko bestehen, dass Länder, die im Prinzip 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 Abschnitt werden wirtschaftspolitische Empfehlungen, den Anteil des kurzfristigen Kapitalverkehrs durch Transaktionssteuern zu begrenzen, diskutiert. Es werden sowohl der Vorschlag Tobin's als auch Varianten dieses Vorschlags vorgestellt. Dabei werden zunächst theoretische Überlegungen bezüglich der

---

<sup>11</sup> Diese Berechnungen berücksichtigen eine mögliche Verzerrung der beobachteten Korrelationskoeffizienten infolge des Anstiegs der Varianz während Finanzkrisen. Vgl. Forbes und Rigobon (1999) für eine technische Darstellung dieser Methode.

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, unter Zuhilfenahme einer international gleichförmigen Steuer auf grenzüberschreitende Geldmarkttransaktionen die spekulative Kapitalströme 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 von den Akteuren 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 dadurch zu reduzieren, dass 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.<sup>12</sup> Hauptzielsetzung dieser Transaktionssteuer ist es, der Wirtschaftspolitik ein Instrument zur Stabilisierung der heimischen 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 ansteigen würde. Dieser Aspekt ergibt sich aus dem Umstand, dass ein Anstieg des heimischen Zinssatzes für die beteiligten Finanzmarktakteure automatisch die Kosten

---

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

der Reservehaltung in Form entgangener Gewinne (Opportunitätskosten) erhöhen würde. Ein weiterer Unterschied zur ursprünglichen „Tobin-Steuer“ besteht darin, dass die Mindestreservepflicht auf nationale 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 zur Verteidigung des Wechselkurszieles 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 unrestringierter 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 Beobachtung begründet, dass Preisanpassungen auf Finanzmärkten wesentlich schneller als auf Gütermärkten ablaufen. Unmittelbarer Ausdruck einer solchen Asymmetrie im Hinblick auf die Geschwindigkeit, mit der im realen und monetären Sektor einer Volkswirtschaft auftretende Schocks verarbeitet werden, ist die in empirischen Arbeiten dokumentierte Beobachtung, dass die Volatilität realer Wechselkurse vornehmlich von Schwankungen nomineller 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.<sup>13</sup> 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

---

<sup>13</sup> Vgl. etwa Allen und Taylor (1990, 1992) und Frankel und Froot (1990).

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 Instrumentarium sind, 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 aus mehreren Gründen 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, muß beachtet werden, dass damit letztlich auch die Liquidität der besteuerten Märkte abnehmen würde. Dies könnte zur Folge haben, dass im Vergleich zu einer Situation, in der die Transaktionssteuer nicht erhoben wird, schon relativ kleine exogene Störungen starke Preisbewegungen auslösen könnten.<sup>14</sup> Insbesondere muß beachtet werden, 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 Vor- 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 werden und damit seltener durchgeführt werden, dann wird der Informationsgehalt der Transaktionen, welche die dennoch 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

---

<sup>14</sup> Vgl. Buch et al. (1998). Ebenso Kolck und Rübesamen (1999).

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 schlußendlich dazu führen, dass als Konsequenz der Implementierung einer Transaktionssteuer an den internationalen Finanzmärkten stärkere Preisausschläge auftreten (vgl. Kirman 1995).

*Drittens* darf nicht übersehen werden, dass mit einer relativ niedrigen Transaktionssteuer kaum die aus dem Eingehen spekulativer Positionen resultierenden hohen Gewinne aufgezehrt werden dürften. Daher erscheint es zweifelhaft, dass durch die Einführung einer Transaktionssteuer das an den Finanzmärkten vorherrschende Investitionsverhalten auch tatsächlich 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 Falle 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 unterliegenden Finanzanlage durch den Einsatz derivativer Finanzinstrumente zu synthetisieren und auf diesem Wege einer Transaktionssteuer auszuweichen (siehe auch König 1997). Dies kann zur Folge haben, dass die Transaktionssteuer letztlich nur

eine Verlagerung der Volatilität vom Devisenmarkt auf andere Finanzmärkte einer Volkswirtschaft hervorruft.

*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 der 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 daher in der Lage wäre, etwa durch Einführung einer Transaktionssteuer auf einem Markt kurzfristige spekulative Aktivitäten zu reduzieren, so wäre damit noch keinesfalls gewährleistet, dass sich dieser Markt — selbst in Abwesenheit von exogenen Störungen — in seinem stationären Gleichgewicht einpendelt. In letzter Konsequenz könnte ein solcher Effekt 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 zumindest fraglich erscheinen, dass durch die Einführung einer Transaktionssteuer auf grenzüberschreitende Kapitalbewegungen die Volatilität von Finanzmarktpreisen im allgemeinen und von nominalen und realen Wechselkursen im besonderen einzudämmen. Insgesamt erscheint es somit fraglich, dass 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 Transaktionssteuer gerade diejenigen Wirtschaftssubjekte aus dem Markt gedrängt werden können, die Investitionsentscheidungen vornehmlich auf der Basis trendextrapolierender Handelsstrategien treffen und somit die Finanzmärkte potenziell destabilisieren. Allerdings ist in diesem 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).<sup>15</sup> 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, nur in Krisenzeiten geltende Kapitalverkehrskontrollen einzuführen, berücksichtigt werden.

Desweiteren darf nicht übersehen werden, dass Kapitalverkehrskontrollen nicht nur direkte, sondern vielmehr auch indirekte Effekte auf die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt haben können. Offenkundig sind diese Effekte kaum 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 als andere Länder ein. Sind (ausländische) Investoren nur unvollständig über die Ziele der jeweiligen 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 1998, 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 den Erfolg und Misserfolg von Steuern auf kurzfristiges Auslandskapital.<sup>16</sup> Das Interesse an Chile rührt sicherlich daher,

---

<sup>15</sup> 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.

<sup>16</sup> Malaysia gilt vielfach als ein Land, das erfolgreich Kapitalverkehrskontrollen eingeführt hat. Allerdings war der Umfang dieser Kontrollen weitaus drastischer, als die oben diskutierten Vorschläge, lediglich kurzfristige Kapitalströme mit einer Transaktionssteuer zu belegen. 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). Man muss jedoch sehen, dass diese Maßnahmen erst

dass seine 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 chilenischen Typs keine reinen Tobin-Steuern sind, denn sie werden weder allen grenzüberschreitenden Zahlungsströmen auferlegt, noch werden sie multilateral erhoben.

Seit 1991 müssen 20 vH 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 nicht-regulierte Anlageformen auszuweichen, waren Anpassungen erforderlich, und die Kontrollen wurden zunächst schrittweise ausgeweitet (Labán and Larrain 1998). Der Reservesatz wurde auf 30 vH 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 vH aller Kredite aus dem Ausland mit einer Laufzeit von bis zu sieben Jahren musste bei der Zentralbank unverzinslich hinterlegt werden; für längerfristige Kredite betrug dieser Anteil 10 vH. 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.<sup>17</sup> Hierbei muss allerdings durchweg berücksichtigt werden, dass Chile (wie auch Slowenien und andere Länder) gleichzeitig nicht nur Kapitalverkehrskontrollen eingeführt, sondern auch eine Reihe anderer wirtschaftspolitischer Maßnahmen umgesetzt haben. Es ist daher schwierig, die Effekte empirisch klar zu trennen (Nadal-De Simone and 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

---

nach Ausbruch der Krise verhängt wurden. Die langfristigen Wirkungen dieser Kontrollen, insbesondere was den Schutz vor zukünftigen Krisen betrifft, bleiben daher abzuwarten.

<sup>17</sup> Einen Überblick über weitere Gründe, Kapitalverkehrskontrollen einzuführen, wie die Vergrößerung der heimischen Steuerbasis, geben Grilli und Milesi-Ferretti (1995).



(Valdés-Prieto and Soto 1998). Dies steht im Gegensatz zu den Erfahrungen vieler anderer Entwicklungsländer, in denen die Umgehung von 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 sind die Kapitalzuflüsse indes 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 1998d, Laurens and Cardoso 1998), wenngleich die Zentralbank offenbar kurzfristig mehr Bewegungsspielraum gewonnen hat (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 1998b). Ähnliche Beobachtungen können für Slowenien gemacht werden (Buch und Hanschel 2000). Insgesamt steht der Befund, dass Kapitalverkehrskontrollen wenn überhaupt einen zeitlichen begrenzten Einfluss auf Nettokapitalströme, Zinsdifferenziale oder den realen Wechselkurs haben, im Einklang mit breiter angelegten empirischen Untersuchungen für andere Länder und Zeitabschnitte (Johnston and Ryan 1994, Lee 1996, Dooley, Mathieson, und Rojas-Suarez 1997, Cardoso and Goldfajn 1998).

Während somit der Gewinn an geldpolitischer Autonomie eher gering gewesen ist, gibt es wenig Anlaß zu der Vermutung, dass es die Kapitalverkehrskontrollen den Ländern ermöglicht haben, zeitlichen Spielraum für Reformen in anderen Bereichen zu gewinnen. Laurens and Cardoso (1998) argumentieren, dass vielmehr in Chile das Gegenteil der Fall gewesen sei und durch die Kontrollen die Integration in die internationalen Kapitalmärkte verzögert worden sei.

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 denjenigen Ländern nämlich, 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 effizienteren 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 chilenischen Typs die Kapitalströme insgesamt weniger volatil machen. Während zumeist konstatiert wird, dass der Anteil kurzfristiger Kapitalströme im Fall Chiles gesunken ist (Tabelle 3), muss generell darauf hingewiesen werden, dass die zugrundeliegenden 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 infolge der Einführung der Kontrollen gesunken ist. Zwar hat die Wechselkursvolatilität abgenommen, allerdings sind hier die Effekte von Devisenmarktinterventionen der Zentralbank und der Kapitalverkehrskontrollen nicht eindeutig 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 des Effekts 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 — dem dritten Erfolgskriterium — noch ungleich schwieriger. In einer breit angelegten empirischen Studie untersuchen Williamson und Mahar (1998), ob eine Liberalisierung des Kapitalverkehrs den Zugang von Unternehmen zu externen Finanzierungsquellen verbessert und die Effizienz von Investitionen erhöht hat. Die verfügbare Evidenz scheint in der Tat auf einen positiven Zusammenhang hinzudeuten. Hinsichtlich der Auswirkungen von Kapitalverkehrskontrollen chilenischen Typs 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 zudem 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. Dieses Gutachten hat aber auch gezeigt, dass die Antwort auf die Frage, inwieweit diese Vorteile genutzt werden können, dabei in entscheidendem Maße sowohl von den grundlegenden Ausgangsbedingungen im Inland, als auch von der Wirtschaftspolitik, die ein Land verfolgt, abhängt.

In der Diskussion um die Vor- und Nachteile einer Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs ist in den vergangenen Jahren eine Trendwende zu verzeichnen gewesen. 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 schweren 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 Jahre 1978 von James Tobin vorgeschlagen und in Chile im Jahre 1991 in Form unverzinslicher Mindestreserveanforderungen eingeführt wurden, werden besonders heftig diskutiert. Da kurzfristige Kapitalströme als volatiliter als langfristiges Kapital gelten, 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 diese Länder Kapitalverkehrsbeschränkungen haben, die dem Vorschlag Tobins nahe kommen. Zu beachten ist aber, dass Kapitalverkehrskontrollen chilenischen Typs keine reinen Tobin-Steuern sind, denn sie werden

weder allen grenzüberschreitenden Zahlungsströmen auferlegt, noch werden sie multilateral erhoben.

Die verfügbare Evidenz über die 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 hat. 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 Länder mit einer sonst soliden Wirtschaftspolitik in Gefahr einer Zahlungsbilanzkrise geraten, und Finanzkrisen in anderen Ländern könnten unschuldige Beobachter treffen.

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 könne. Die resultierende Fehlleitung von knappen Ressourcen könne negative Auswirkungen auf Investitionen und Exporte und damit auf die Wohlfahrt als Ganzes haben, so dass eine Steuer zur Korrektur des Marktversagens erforderlich sei.

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 sehr bestimmten Bedingungen wohlfahrtsfördernd sein kann. Diese wiederum 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 chilenischen Typs. 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 Mindestreservspflicht auf ausländische Finanzkredite im Fall Chiles und Sloweniens die Zuflüsse an kurzfristigem Auslandskapital tendenziell reduziert haben, so ist ein Einfluss auf die Volatilität der Kapitalströme insgesamt weitaus schwerer festzumachen. 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, so kann diese doch erheblich beeinträchtigt werden. Dieser Trend wird durch die rasanten technologischen Entwicklungen auf den internationalen Kapitalmärkten verstärkt, die es den Marktteilnehmern erleichtern, auf nicht regulierte 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 Potenzial, das Überschießen des Wechselkurses und die damit möglicherweise verbundenen negativen realwirtschaftlichen Anpassungen zu reduzieren. Allerdings kann die Einführung (und Wiederabschaffung) einer solchen Steuer selbst eine Überschießen des Wechselkurses auslösen und damit potenziell 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 erhöht haben. Generell können durch Kapitalverkehrskontrollen chilenischen Typs spekulative Attacken auf 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 beispielsweise 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 des Marktes für ausländische Banken und die Liberalisierung des Kapitalverkehrs positive Auswirkungen auf die Effizienz der inländischen Banken haben. Gerade diejenigen Länder, die ihre Märkte frühzeitig geöffnet haben, haben in der Regel stabilere und effizientere Bankensysteme als die 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 allzu großen Verzerrungen von dem System der Einlagenversicherung ausgehen. Technische Hilfe aus dem Ausland kann hierbei eine wichtige Hilfestellung leisten.

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 Finanzkrisen 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 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. Eine vielversprechendere Strategie als eine Beschränkung des Kapitalverkehrs ist somit darin zu sehen, 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 makroökonomischer Ebene das Auftreten einer überbewerteten Währung und (zu) hoher Aussenhandelsdefizite vermeiden helfen. Im mikroökonomischen Bereich 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.<sup>18</sup>

---

<sup>18</sup> Vgl. etwa Buiter und Sibert (1999).

## 6 Literatur

- Allen, H., und M.P. Taylor (1990). Charts, Noise, and Fundamentals in the London Foreign Exchange Market. *Economic Journal* (100): 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): 304–314.
- Balasubramanyam, V.N., M. Salisu und D. Sapsford (1996). Foreign Direct Investment and Growth in EP and IS Countries. *The Economic Journal* 106 (Januar): 92–105.
- Baldwin, R.E., und R. Forslid (1996). Trade Liberalization & Endogenous Growth: A q-Theory Approach. Centre for European Policy Research. CEPR Discussion Paper 1397. London.
- Bank for International Settlements (BIS) (2000). *Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments*. Februar. Basel.
- Bartolini, L., und A. Drazen (1997). Capital-Account Liberalization as a Signal. *American Economic Review* 87: 138–154.
- Bertscheck, I. (1995). Product and Process Innovation as a Response to Increasing Imports and FDI. *Journal of Industrial Economics* 43(1): 341–357.
- Blejer, M., und S. Sagari (1987). The Structure of the Banking System and the Sequence of Financial Liberalisation. In: M. Connolly und C. González (Hrsg.): *Economic Reforms and Stabilization in Latin America*: 93–107. New York.
- Bordo, M.D., und A.P. Murshid (2000). Are Financial Crises Becoming Increasingly More Contagious? What is the Historical Evidence on Contagion? National Bureau of Economic Research. Working Paper 7900. Cambridge, MA.
- Bordo, M.D., B. Eichengreen und J. Kim (1998). Was There Really an Earlier Period of International Financial Integration Comparable to Today? National Bureau of Economic Research (NBER). Working Paper 6738. Cambridge, MA.
- Borensztein, E., J. de Gregorio und J. Lee (1994). *How Does FDI Affect Economic Growth?*. International Monetary Fund (IMF) Working Paper 94/110.
- Bosworth, B.P., und S.M. Collins (1999). Capital Flows to Developing Countries: Implications for Savings and Investment. *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 143–165.
- Brainard, S.L. (1993). *An empirical Assessment of the Proximity-Concentration Trade-off Between Multinational Sales and Trade*. NBER Working Paper No. 4580. Cambridge, MA.
- Buch, C.M. (1999). Chilean-Type Capital Controls — A Building Block of the New International Financial Architecture? Diskussionspapier Nr. 350, Institut für Weltwirtschaft Kiel.
- Buch, C.M. (2000). 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* (MacMillan) (forthcoming)



- Buch, C.M., und R.P. Heinrich (1999). Twin Crises and the Intermediary Role of Banks. *International Journal of Finance and Economics* 4: 313–323.
- Buch, C.M., und E. Hanschel (2000). The Effectiveness of Capital Controls — The Case of Slovenia. *Journal of Economic Integration* 15(4): 563–588.
- Buch, C.M., und C. Pierdzioch (2000). The Growth and the Volatility of International Capital Flows: Reconciling the Evidence. In: H. Siebert (Hrsg.): *The World's New Financial Landscape: Challenges for Economic Policy*. Tübingen (Mohr). Forthcoming.
- Buch, C.M., R.P. Heinrich und C. Pierdioch (1998), Taxing Short-Term Capital Flows – An Option For Transition Economies? Diskussionspapier Nr. 321, Institut für Weltwirtschaft Kiel.
- Buiter, W.H., und A.C. Sibert (1999). UDROP — A Small Contribution to the New International Financial Architecture. Discussion paper 2138, Centre for Economic Policy Research (CEPR) and *International Finance* (forthcoming).
- Calvo, G. (1995). Varieties of Capital-Market Crises. Inter-American Development Bank. Working Paper No. 306. Washington, DC.
- Campbell J.Y., und K.A. Froot (1994). International Experiences with Securities Transaction Taxes. In: Frankel, J.A. (ed.), *The Internationalization of Equity Markets*. Chicago. University of Chicago Press.
- Caplin, A., und J.V. Leahy (1994). Business as Usual, Market Crashes, and Wisdom After the Fact. *American Economic Review* 84: 548–565.
- Chuhan, P., G. Perez-Quiros und H. Popper (1996). International Capital Flows: Do Short-Term Investment and Direct Investment Differ? World Bank. Policy Research Working Paper 1669. Washington, DC.
- Claessens, S., M.P. Dooley und A. Warner (1993). Portfolio Capital Flows: Hot or Cool?. In: S. Claessens und S. Goopta (Hrsg.): *Portfolio Investment in Developing Countries*. The World Bank (Washington, DC): 18–44.
- Claessens, S., A. Demirgüç-Kunt und H. Huizinga (1998). How Does Foreign Entry Affect the Domestic Banking Market?, Policy Research Working Paper 1918, The World Bank.
- Claessens, S., M.P. Dooley und A. Warner (1995). Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?. Harvard Institute for International Development. Development Discussion Paper 501. Cambridge, MA.
- Clark, E. (1998). Valuing Political Risk. *Journal of International Money and Finance* (16): 477–490.
- Cordella, T. (1998). Can Short-Term Capital Controls Promote Capital Inflows?. International Monetary Fund. IMF Working Paper 131. Washington, DC.
- De Gregorio, J., S. Edwards und R.O. Valdes (2000). Controls on Capital Inflows: Do They Work? National Bureau of Economic Research (NBER). Working Paper 7645. Cambridge, MA.

- Dooley, M.P. (1996). A Survey of Literature on Controls over International Capital Transactions. *IMF Staff Paper* 43(4): 639–687.
- Edison, H.J., und C.M. Reinhart (2000). Capital Controls During Financial Crises: The Case of Malaysia and Thailand. Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers 662.
- Edwards, S. (1998). Introduction. Special Issue 9th Interamerican Seminar on Economics. *Journal of Development Economics* 57(1): 1–5.
- Edwards, S. (1998a). Interest Rate Volatility, Capital Controls and Contagion. National Bureau of Economic Research (NBER). Working Paper 6756. Cambridge, MA.
- Edwards, S. (1998b). Capital Flows, Real Exchange Rates, and Capital Controls: Some Latin American Experiences. National Bureau of Economic Research (NBER). Working Paper 6800. Cambridge, MA.
- Edwards, S. (1999). How Effective are Capital Controls? *Journal of Political Economy* 13(4): 65–84.
- Eichengreen, B. (1999). *Toward a New International Financial Architecture — A Practical Post-Asia Agenda*. Institute for International Economics. Washington, DC.
- Eichengreen B., M. Mussa, G. Dell’Ariccia, E. Detragiache, G.M. Milesi-Ferretti und A. Tweedie (1998). Capital Account Liberalization. Theoretical and Practical Aspects. International Monetary Fund. *Occasional Paper* 172. Washington, DC.
- Eichengreen, B., M. Mussa, G. Dell’Ariccia, E. Detragiache, G.M. Milesi-Ferretti und A. Tweedie (1999). Liberalizing Capital Movements — Some Analytical Issues. International Monetary Fund. *Economic Issues* 17. Washington, DC.
- Eichengreen, B., J. Tobin und C. Wyplosz (1995). Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance. *The Economic Journal* 105: 162–172.
- Feldstein, M. (1999). A Self Help Guide for Emerging Market Countries. *Foreign Affairs* (March-April): 99–109.
- Feldstein, M. (2000). Aspects of Global Economic Integration: Outlook for the Future. National Bureau of Economic Research (NBER). Working Paper 7899. Cambridge, MA.
- 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* 208, May. International Finance Section. Department of Economics. Princeton University, NJ.
- Flood, R.P., und P.M. Garber (1984). Collapsing Exchange-Rate Regimes, Some linear examples. *Journal of International Economics* 17: 1–13.
- Flood, R.P., und A.K. Rose (1995). Fixing Exchange Rates: A Virtual Quest for Fundamentals. *Journal of Monetary Economics* (36): 3–37.

- Forbes, K., und R. Rigobon (2000a). Contagion in Latin America: Definitions, Measurement, and Policy Implications. National Bureau of Economic Research. Working Paper 7885. Cambridge, MA.
- Forbes, K., und R. Rigobon (2000b). No Contagion, Only Independence: Measuring Stock Market Co-movements. MIT Sloan School of Management and NBER. Mimeo.
- 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 (Clarendon Press).
- Garber, P., und M.P. Taylor (1995). Sand in the Wheels of Foreign Exchange Markets: A Sceptical Note. *The Economic Journal* 105: 173–180.
- Goldberg, L., G. Dages und D. Kimney (1999). Lending in Emerging Markets: Foreign and Domestic Banks Compared. Federal Reserve Bank of New York and NBER. Mimeo.
- Goldfajn, I., und R.O. Valdés (1997). Capital Flows and the Twin Crises: The Role of Liquidity. International Monetary Fund. Working Paper 97/87. Washington, DC.
- 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: 350-374.
- Hausmann, R., und E. Fernandez-Arias (2000). Foreign Direct Investment: Good Cholesterol? Inter-American Development Bank. Research Department. Working Paper 417. New York.
- International Monetary Fund (IMF) (1998). *Balance of Payments Statistics Yearbook 1998. Part 2: World and Regional Tables*. Washington, DC
- International Monetary Fund (IMF) (1999). *Exchange Restrictions*. Various Issues. Washington, DC
- International Monetary Fund (IMF) (2000). *International Financial Statistics on CD-ROM*. Washington, DC.
- 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. International Monetary Fund. IMF Working Paper 78. Washington, DC.
- Johnston, B.R., und N.T. Tamirisa (1998). Why Do Countries Use Capital Controls?. International Monetary Fund. IMF Working Paper 181. Washington, DC.
- Kaminsky, G., und C. Reinhart (1996). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers 544.
- Kaminsky G., und C. Reinhart (1998). Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now. *American Economic Review* 88: 444–448.

- Kaminsky, G., und C. Reinhart (1999). Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress. International Monetary Fund. IMF Working Paper 99/178. Washington, DC. Kaminsky, G., S. Lizondo und C. Reinhart (1998). Leading Indicators of Currency Crises. *IMF Staff Papers* 45(1): 1–48.
- Kirman, A. (1995). The Behavior of the Foreign Exchange Market. Bank of England Quarterly Bulletin (35): 2986–2993.
- Klein, M., und G. Olivei (1999). Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth. National Bureau of Economic Research (NBER). Working Paper 7384. Cambridge, MA.
- 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.): *Internationalization of Financial Services*. Kluwer Publishers. In Vorbereitung
- 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: 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 Series R98-02. John F. Kennedy School of Government. Harvard University. Cambridge, MA.
- 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, MA.
- Laurens, B., und J. Cardoso (1998). Managing Capital Flows. Lessons from the Experience of Chile. International Monetary Fund. IMF Working Paper 168. Washington, DC.
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and a Research Agenda. *Journal of Economic Literature* 35(2): 688–726.
- Levine, R., und S. Zervos (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *American Economic Review* 88(3): 537–558.
- 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. National Bureau of Economic Research (NBER). Working Paper 7094. Cambridge, MA.
- 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., und H. Pill (1995). Credible Liberalizations and International Capital Flows: The „Over-Borrowing Syndrome“. Center for Economic Policy Research. Policy Paper 437. Stanford University. Stanford, CA.
- 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, DC: 29–62.
- Montiel, P., und C. Reinhart (1997). The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the 1990s. University of Maryland. Mimeo.
- 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, DC.
- Nadal-De Simone, F., und P. Sorsa (1999). A Review of Capital Restrictions in Chile in the 1990s. International Monetary Fund. IMF Working Paper WP/99/52. Washington, DC.
- Nunnenkamp, P. (2000). Ausländische Direktinvestitionen und gesamtwirtschaftliches Wachstum in Entwicklungs- und Schwellenländern. *Die Weltwirtschaft*, Nr. 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. National Bureau of Economic Research (NBER). Working Paper 4534. Cambridge, MA.
- Obstfeld, M. (1995). Effects of Foreign Resource Inflows on Saving: A Methodological Overview. Mimeo, University of California at Berkeley.
- 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: Chicago University Press: 253–402.
- Park, D., und J.D. Sachs (1996). The Timing of Exchange Regime Collapses Under Capital Controls. *International Economic Journal* 10: 123–141.
- Pierdzioch, C., und G. Stadtmann (2000). Komplexe Aktien- und Wechselkursdynamik in einem makroökonomischen Modell mit heterogener Erwartungsbildung. *Kredit und Kapital* (33): 377–409.
- Quirk, P.J., und O. Evans (1995). Capital Account Convertibility — Review of Experience and Implications for IMF Policies. International Monetary Fund, IMF Occasional Paper 131. Washington, DC.

- Rajan, R.G., und L. Zingales (1998). Financial Dependence and Growth. *American Economic Review* 88(3): 559–586.
- Reinhart, C., und E. Talvi (1998). Capital Flows and Saving in Latin America and Asia: A Reinterpretation. *Journal of Development Economics* 57(1): 45–66.
- Reinhart, C.M., und R.T. Smith (1997). Temporary Capital Controls. University of Maryland and International Monetary Fund. mimeo. Downloaded from <http://www.stern.nyu.edu/Faculty/FacPict/Economics/index.htm> on April 21, 1999.
- Reisen, H. (1996). Alterssicherung, Pensionsfonds und die aufstrebenden Aktienmärkte. In: K. Bischofberger und D. Duwendag (Hrsg.): *Finanzmärkte, Finanzinnovationen und Geldpolitik*, Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Neue Folge, Bd. 242, Berlin: 169–190.
- 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: 337–364.
- Scharfstein, D.S. und J.C. Stein (1990), Herd Behavior and Investment. *American Economic Review* (80): 465 – 479.
- Soto, M. (1999). *Capital Flows and Growth. Empirical Evidence from the 1990s*. OECD Development Centre. Paris.
- 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 No. 44, May.
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (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: 133–164.
- Van Rijckeghem, C., und B. Weder (2000). Spillovers Through Banking Centers: A Panel Data Analysis. International Monetary Fund. Working Paper 00/88. Washington, DC.
- Velasco, A. (1987). Financial Crises and Balance of Payments Crises: A Simple Model of the Southern Cone Experience. *Journal of Development Economics* 27: 263–283.
- White, W.R. (2000). Recent Initiatives to Improve the Regulation and Supervision of Private Capital Flows. Bank for International Settlements. BIS Working Papers 92. October. Basel.
- Williamson, J., und M. Mahar (1998). A Survey of Financial Liberalization. Princeton University. Department of Economics. *Essays in International Finance* 211. Princeton, NJ.