

Peter Nunnenkamp **Internationales
Finanzsystem und die
Herausforderungen
der Liberalisierung der
Kapitalmärkte**

Für einen wirtschaftspolitischen Fatalismus besteht auch nach den Finanz- und Währungskrisen der neunziger Jahre kein Anlass. Die Entwicklungsländer sind den globalen Finanzmärkten nicht schutzlos ausgesetzt. Die relevante Frage lautet deshalb nicht, ob Entwicklungsländer sich überhaupt weltwirtschaftlich öffnen sollten, sondern wie diese Öffnung wirtschaftspolitisch zu gestalten ist, um Krisen vorzubeugen.

Die Beobachtung von Stanley Fischer, dem First Deputy Managing Director des Internationalen Währungsfonds (IWF), mag für viele überraschend kommen: „Despite the recent crises, capital accounts in almost all emerging market countries have remained open. [...] Policy-makers in almost all developing countries have no intention of reversing the process of capital account opening, despite their complaints over much of what is going on in the world, and despite their concerns over the recent crises“ (Fischer 2000: 5).

War nach der Asienkrise nicht eine Umkehr des Trends der Kapitalverkehrsliberalisierung zu erwarten? Immerhin stand für elder statesmen wie Helmut Schmidt fest, dass die Profitgier internationaler Spekulanten zum Auslöser von Weltkrisen zu werden droht. Auch für Malaysias Premierminister Mahathir gibt es keinen Zweifel daran, dass über das Wohl und Wehe der Entwicklungs- und Schwellenländer an der Wall Street entschieden wird; die dortigen Finanzhaie hätten die Asienkrise genutzt, um aufstrebende Volkswirtschaften wie Malaysia in die Knie zu zwingen (Mahathir 1997). Sogar einige Ökonomen haben aus den Finanzkrisen der letzten Jahre gefolgert, dass zumindest Länder mit hohen nationalen Ersparnissen (wie die asiatischen Krisenländer) sich gegenüber den volatilen internationalen Finanzmärkten abschotten sollten (Wade und Veneroso 1998).

Warum haben die Politiker in den Entwicklungs- und Schwellenländern diesen Ratschlag durchweg verworfen? Hierfür sind höchst unterschiedliche Gründe vorstellbar:

- Die denkbar schlechteste Möglichkeit wäre, wenn die Politik sich fatalistisch darin gefügt hätte, dass Entwicklungs- und Schwellenländer zum bloßen Spielball der entfesselten Finanzmärkte geworden sind. Dies würde zu der verbreiteten – aber falschen – Auffassung passen, nach der die Wirtschaftspolitik durch die Globalisierung der Märkte völlig entmachtet worden sei. In diesem Fall wäre Stanley Fischers Feststellung alles andere als eine „cheering observation“ (Fischer 2000: 5).
- Vielleicht sind die Wirtschaftspolitiker aber auch besser als der Ruf, den sie bei Ökonomen typischerweise genießen, und haben erkannt, dass das Phänomen des Überschießens sich nicht auf die internationalen Finanzmärkte beschränkt, sondern auch in der Kommentierung von Krisen verbreitet ist.

Im Folgenden soll aufgezeigt werden, dass für einen wirtschaftspolitischen Fatalismus auch nach den jüngsten Finanzkrisen kein Anlass besteht. Trotz der unbestreitbaren Funktionsmängel der internationalen Finanzmärkte sind die Entwicklungs- und Schwellenländer diesen nicht schutzlos ausgesetzt. Die relevante Frage lautet deshalb nicht, ob man sich überhaupt weltwirtschaftlich öffnen sollte, sondern wie diese Öffnung wirtschaftspolitisch zu gestalten ist, damit Krisen weniger wahrscheinlich werden.

■ Funktionsmängel des internationalen Finanzsystems

Internationale Kapitaltransfers sollen bewirken, dass die weltweiten Ersparnisse in ihre produktivsten Verwendungen gelenkt werden. Nach den Erfahrungen der letzten Jahre erfüllen die privaten Kapitalmärkte dieses Ziel nur sehr bedingt, weil insbesondere die so genannten „Emerging Markets“ erratischen Schwankungen der Kapitalströme ausgesetzt waren. Diese Volatilität lässt sich maßgeblich auf das Herdenverhalten der privaten Marktteilnehmer und auf institutionelle Defizite der internationalen Finanzmarktordnung zurückführen (Reisen 1999; Nunnenkamp 2000a).

Das Herdenverhalten von Banken und Investmentfonds kennzeichnet nicht nur deren Reaktion auf Krisensymptome, sondern war schon vor den Krisen zu beobachten. So wurden in der Phase der

allgemeinen Asien-Euphorie Risiken übersehen oder sogar ignoriert. Die ausländischen Geldgeber heizten damit einen Boom an, der sich wenig später als spekulative Blase erwies. Es ist umstritten, ob und in welchem Maße die unvorsichtige Kreditvergabe der ausländischen Banken an die Krisenländer auf das Vertrauen der Banken zurückzuführen ist, dass im Ernstfall der IWF mit Finanzhilfen einspringen werde und private Risiken und Verluste auf diese Weise sozialisiert werden können. Diese „moral hazard“-These ist zwar plausibel, es mangelt ihr jedoch an überzeugender empirischer Evidenz (Nunnenkamp 1999a).¹⁾

1) Es ist deshalb nicht haltbar, wenn die sogenannte Meltzer-Kommission in ihrem Bericht zur Reform der internationalen Finanzinstitutionen konstatiert: „The importance of the moral hazard problem cannot be overstated“ (International Financial Institution Advisory Commission 2000).

Die panische Reaktion auf nicht länger zu leugnende Krisensymptome war dann auf ein klassisches Koordinationsversagen auf Seiten der ausländischen Gläubiger zurückzuführen. Die eigenen Forderungen sollten möglichst schnell eingetrieben werden, um Verluste zu begrenzen. Insgesamt gesehen stellten sich die Gläubiger gerade durch dieses Verhalten aber erheblich schlechter. Weil alle gleichzeitig die Flucht antraten, verstärkte sich der Verfall der Währungen und Vermögenswerte in den Krisenländern. Ein Stillhalten der Gläubiger wäre also nicht nur im Interesse der Krisenländer, sondern auch im kollektiven Eigeninteresse der Gläubiger gewesen.

Innovative Finanzierungsinstrumente sowie zweischneidige Vorsichtsmaßnahmen der Gläubiger und der Finanzaufsicht in den Industrieländern trugen das Ihre zum Herdenverhalten bei. So führte die Hebelwirkung kreditfinanzierter Engagements vor der Krise dazu, dass die kaum regulierten Hedgefonds ein Vielfaches ihrer Eigenmittel in den Emerging Markets einsetzten. Die Hebelwirkung schlug abrupt in einen massiven Abzug von Kapital um, als die Kreditfinanzierung der Hedgefonds ins Stocken geriet, weil deren Gläubigerbanken Forderungen fällig stellten.

Gemäß der internen Risikoevaluierungssysteme westlicher Geldgeber wurden mit den anfänglichen Turbulenzen in Thailand auch nicht unmittelbar betroffene Emerging Markets in ihrer Bonität zurückgestuft. Diese Neubewertung von Risiken führte automatisch zu einem weiteren Abzug von Auslandskapital: Nach den in einigen Industrieländern geltenden finanziellen Sicherheitsstandards dürfen zum Beispiel institutionelle Investoren wie Lebens-

versicherungen nur Aktiva höchster Bonität halten. Wegen der herabgesetzten Kreditwürdigkeit waren diese Investoren gezwungen, ihre in den Krisenländern aufgebauten Aktiva zu verkaufen, womit die dortigen Aktienmärkte und Währungen weiter verfielen.

Zu dem abrupten Schwenk von euphorischen Übertreibungen zum Überschießen der Finanzmärkte nach unten trugen schließlich die internationalen Rating-Agenturen bei (Reisen und von Maltzan 1999). Ihre Bewertungen von Länderrisiken folgten dem Markt statt diesen zu leiten. So wurde die Bonität der asiatischen Krisenländer durchweg erst herabgestuft, als sich schon „jeder Zeitungsleser über die wirtschaftlichen Probleme in Asien informieren konnte“ (Dieter 2000: 23). Die verspäteten Rating-Signale wurden dem Anspruch der Agenturen, die Kreditwürdigkeit souveräner Schuldner besser einschätzen zu können als die einzelnen Marktteilnehmer, nicht gerecht. Die Rating-Agenturen haben die Volatilität der internationalen Finanzmärkte nicht gedämpft, sondern diese noch verstärkt.

■ Politikversagen in den Krisenländern

Insbesondere die Tatsache, dass die finanziellen Turbulenzen in Thailand sich innerhalb der Region und sogar darüber hinaus ausbreiteten und die Krise von einem Land zum nächsten sprang, liegt der häufig vertretenen Auffassung zugrunde, dass die Emerging Markets den Unwägbarkeiten der internationalen Kapitalmärkte schutzlos ausgesetzt seien. Die nicht zu bestreitenden Ansteckungseffekte sind aber kein Beleg für die These, dass die nationale Wirtschaftspolitik völlig machtlos ist. Dies wäre nur dann der Fall, wenn sich nachweisen ließe, dass Entwicklungs- und Schwellenländer durch die Panik ausländischer (und inländischer!) Investoren in den Krisenstrudel gerissen wurden, obwohl für Ansteckungseffekte und Kapitalflucht überhaupt kein objektiver Anlass bestand.

Der Nachweis für „pure contagion“ ist nicht erbracht. Vielmehr existieren in allen Emerging Markets, die von Finanzkrisen in den letzten Jahren stark erschüttert wurden, hausgemachte Ursachen für Ansteckungseffekte:

- So spricht zum Beispiel im Fall Brasiliens alles für eine durch Politikversagen selbst verursachte Krise (Dornbusch 1999; Nunnenkamp 1999b). Die Kombination einer als drastisch überbewertet eingeschätzten nationalen Währung mit steigenden Defiziten im Staatshaushalt und in der Leistungsbilanz musste über kurz oder lang zwangsläufig zu spekulativen Attacken führen; diesen war Anfang 1999 nicht mehr standzuhalten. Die Aussage des Präsidenten der Interamerikanischen Entwicklungsbank, Enrique Iglesias, die Brasilien-Krise sei allein durch die Ausbreitung der „asiatischen Grippe“ erklärlich (*Handelsblatt* vom 28.1.1999), ist deshalb abwegig. Die theoretischen Modelle, die bei schweren Inkonsistenzen der nationalen Wirtschaftspolitik wie in Brasilien eine Krise vorhersagen (z.B. Krugman 1979), waren bereits entwickelt, als von globalisierten Finanzmärkten noch gar nicht die Rede war.
- Der Fall Koreas mag auf den ersten Blick als ein plausibleres Beispiel für eine Krise durch reine Ansteckung herhalten, weil dem makroökonomischen Kurs der dortigen Regierung noch kurz vor der Krise höchstes Lob gezollt wurde. Im Nachhinein waren die internen Fehlentwicklungen aber nicht mehr zu übersehen: eine problematische Wechselkursbindung an den US-Dollar; finanzielle Schief lagen im Unternehmens- und Finanzsektor, die durch (implizite) staatliche Garantien und „moral hazard“ auf Seiten der koreanischen Banken genährt worden waren;²⁾ und eine höchst problematische Struktur der externen Finanzierung, wobei die extreme Abhängigkeit von kurzfristigen Auslandskrediten der koreanischen Regierung anzulasten war, die den kurzfristigen Kapitalverkehr in den frühen neunziger Jahren liberalisiert hatte (wohingegen ausländische Direktinvestitionen kaum erwünscht waren).

2) Vgl. ausführlich Krugman (1998a).

Allein diese beiden Beispiele lassen wesentliche Formen des Politikversagens erkennen, die zu internen Auslösern von Finanz- und Währungskrisen wurden. Erstens waren die Währungen der meisten Krisenländer eng an den US-Dollar gebunden. Die Glaubwürdigkeit dieses Wechselkursregimes wurde sowohl in Asien als auch in Lateinamerika erschüttert. Im Fall Asiens kamen Zweifel an der Durchhaltbar-

keit der Dollar-Bindung auf, als die Ankerwährung gegenüber anderen wichtigen Währungen aufwertete, die asiatische Exportdynamik abflachte und Länder wie Thailand hohe Leistungsbilanzdefizite verzeichneten (Diehl und Schweickert 1998). In Lateinamerika war es vor allem die laxen Fiskalpolitik Brasiliens, die die Glaubwürdigkeit der Dollar-Bindung untergrub. Zuvor (1994/95) war bereits in Mexiko der Versuch fehlgeschlagen, den nominalen Wechselkurs als Instrument der gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung einzusetzen (Fischer und Schnatz 1996).

Zweitens: Statt rechtzeitig mit einer flexibleren Wechselkurspolitik zu reagieren, wurden – häufig großenteils kurzfristige – Auslandskredite aufgenommen, um wachsende Leistungsbilanzdefizite zu finanzieren. Die Gefahr spekulativer Attacken stieg vor allem dort, wo sich kurzfristig fällige Auslandsverbindlichkeiten in einem Umfang auf türmten, der die verfügbaren Devisenreserven deutlich übertraf (Indonesien, Korea und Thailand). In dieser Lage konnten Spekulanten darauf setzen, dass die nationalen Währungen nicht mehr erfolgreich zu verteidigen waren.

Drittens wurde es vielerorts versäumt, die institutionellen Voraussetzungen für eine produktivitätssteigernde Absorption von Kapitalzuflüssen zu schaffen. Ein dereguliertes nationales Finanzsystem fördert zwar auf längere Sicht das gesamtwirtschaftliche Wachstum; der größere Spielraum für risikobehaftete Transaktionen erhöht aber auch die Krisenanfälligkeit des Finanzsektors, solange es an einer wirksamen Finanzaufsicht mangelt und finanzielle Sicherheitsstandards nicht eingehalten werden (Demirgüç-Kunt und Detragiache 1998). Ein Fehlverhalten der Finanzintermediäre wird um so wahrscheinlicher, je stärker ihre Haftung für risikoreiche Transaktionen eingeschränkt wird. Besonders in Asien wurden die Anreizstrukturen der Finanzintermediäre dadurch verzerrt, dass zwischen Kreditgebern, Kreditnehmern und der Politik ein enges Beziehungs- und Abhängigkeitsgeflecht („crony capitalism“) bestand und die Finanzintermediäre durch (implizite oder explizite) Staatsgarantien zu einer unvorsichtigen Kreditvergabe ermutigt wurden.

■ Herausforderungen für die nationale Wirtschaftspolitik bei internationaler Kapitalmobilität

Aus den bisherigen Überlegungen lässt sich eine Zwischenbilanz ziehen: Die Gefahr von Finanzkrisen bestimmt sich maßgeblich aus der in den Emerging Markets verfolgten Wirtschaftspolitik. Weil sich die volkswirtschaftlichen Kosten einer inkonsistenten Makropolitik und institutioneller Defizite durch das Herdenverhalten ausländischer Investoren potenzieren können, kommt der nationalen Wirtschaftspolitik bei globalisierten Finanzmärkten sogar eine wachsende Bedeutung zu. Wesentliche wirtschaftspolitische Handlungsoptionen werden im Folgenden diskutiert.

Das Trilemma der Wirtschaftspolitik

Ein grundsätzliches Problem der Wirtschaftspolitik liegt in der Unvereinbarkeit der drei Ziele Wechselkursstabilität, Freizügigkeit des Kapitalverkehrs und geldpolitische Autonomie (Krugman 1998b). So kann die Freizügigkeit des Kapitalverkehrs nicht garantiert werden, wenn eine Regierung Wechselkursstabilität für unverzichtbar hält und zugleich die Geld- und Fiskalpolitik zur Dämpfung konjunktureller Schwankungen einsetzen will. Ein freier Kapitalverkehr ist nicht mehr aufrechtzuerhalten, wenn zum Beispiel eine Rezession mit einer geldpolitischen Expansion bekämpft wird, die nach Einschätzung der Finanzmärkte mit dem fixierten Wechselkurs nicht vereinbar ist.

Will die Regierung dagegen die Freizügigkeit des Kapitalverkehrs gewährleisten, muss sie sich entweder mit dem Risiko von Wechselkursschwankungen abfinden oder auf geldpolitische Autonomie verzichten. Die Kombination von freiem Kapitalverkehr und Wechselkursstabilität bedingt, dass die Geldpolitik dem Wechselkursziel untergeordnet wird. Wenn die geldpolitische Autonomie bei freiem Kapitalverkehr erhalten bleiben soll, müssen Wechselkursschwankungen zugelassen werden, weil den internationalen Finanzmärkten mit einer ungläubwürdigen Wechselkursfixierung ein leichtes Ziel für Spekulationsattacken geboten wird.

Abkoppelung vom internationalen Kapitalmarkt

Der wirksamste Schutz vor den Unwägbarkeiten der internationalen Finanzmärkte würde offensichtlich erreicht, wenn die Emerging Markets aus dem wirtschaftspolitischen Trilemma ausbrechen, indem sie den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr strikt reglementieren. Es gilt jedoch die volkswirtschaftlichen Kosten dieser Option zu bedenken. Eine völlige Abschottung gegenüber Kapitalimporten droht die Wachstumsaussichten vor allem in solchen Entwicklungs- und Schwellenländern zu beeinträchtigen, deren Investitionsmöglichkeiten durch niedrige nationale Sparquoten begrenzt werden. Selbst bei hohen nationalen Sparquoten können Kapitalimporte nützlich sein, wenn dadurch zugleich der Zugang zu international verfügbaren Technologien erleichtert wird. Dies dürfte bei einem Zustrom ausländischer Direktinvestitionen der Fall sein, die es zudem ermöglichen, ausländisches unternehmerisches Know-how und die (Welt-) Marktkenntnisse multinationaler Unternehmen zu nutzen.

Die ökonomische Bewertung einer vollständigen Liberalisierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs hat sich mit den jüngsten Finanzkrisen ohne Zweifel gewandelt. Der ehemalige Chef-Volkswirt der Weltbank, Joseph Stiglitz, argumentiert: „One might compare capital account liberalization to putting a race car engine into an old car and setting off without checking the tires and training the driver“ (Stiglitz 2000: 1075). Rodrik (1998: 61) folgert aus einer empirischen Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Kapitalverkehrskontrollen und dem gesamtwirtschaftlichen Wachstum in fast 100 Ländern: „The data provide no evidence that countries without capital controls have grown faster“. Aber auch Ökonomen wie Stiglitz, die vor einer vorschnellen Liberalisierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs warnen, plädieren für eine Öffnung gegenüber ausländischen Direktinvestitionen und verwerfen damit die Option einer vollständigen Abkoppelung vom internationalen Kapitalmarkt.³⁾

Die bereits erwähnte Beobachtung von Fischer (2000), wonach eine Umkehr zu strikten Kapitalverkehrskontrollen ausgeblieben ist, lässt zudem erwarten, dass die meisten Entwicklungs- und Schwellen-

3) „I want to make it clear that I am focussing my attention on short-term speculative capital flows. The argument for foreign direct investment, for instance, is compelling.“ (Stiglitz 2000: 1076).

länder auch in Zukunft bestrebt sein werden, Auslandskapital anzuziehen. Es ist deshalb von hoher wirtschaftspolitischer Relevanz, die Handlungsoptionen zu diskutieren, die bei einer zumindest partiellen Freigabe des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs Schutz vor der Gefahr von Währungs- und Finanzkrisen bieten.

Wechselkurspolitische Implikationen

Die steigende internationale Kapitalmobilität hat unmittelbare Implikationen für die Wahl eines angemessenen Wechselkursregimes.⁴⁾ Der IMF (2000:1) stellt fest: „There is no single exchange rate regime that is best for all countries in all circumstances.“ Die Wahl des Regimes wird allerdings durch zwei Faktoren begrenzt:

- die in einem Land vorliegenden strukturellen Rahmenbedingungen und
- die Bereitschaft der Regierung, eine mit dem gewählten Wechselkursregime konsistente Wirtschaftspolitik zu verfolgen.

Geänderte strukturelle Rahmenbedingungen sind großenteils dafür verantwortlich, dass ein an eine Ankerwährung gepegelter Wechselkurs für viele Emerging Markets nicht mehr angemessen ist. Wesentliche Erfolgsbedingungen eines solchen Regimes sind: eine schwache Einbindung des Landes in die internationalen Kapitalmärkte; ein hoher Anteil des Handelspartners, der die Ankerwährung stellt, am gesamten Außenhandel des Landes; eine geringe Wahrscheinlichkeit asymmetrischer Schocks in den Ländern mit dem gepegelten Wechselkurs und der Ankerwährung; und eine breite Akzeptanz der Ankerwährung im Finanz- und Wirtschaftssystem des Entwicklungs- oder Schwellenlandes.

Diese Bedingungen sind häufig nicht mehr gegeben. Viele Emerging Markets haben seit den achtziger Jahren einen steigenden Zufluss privaten Auslandskapitals auf sich gezogen. Das damit verbundene Risiko einer abrupten Umkehr der Kapitalströme unterminiert die Glaubwürdigkeit von Wechselkurs-Pegs und erhöht die Kosten ihrer Verteidigung. Zudem hat sich die regionale Handelsstruktur von Emerging Markets im Zuge der Globalisierung diversifiziert. Länder, die ihre Währung an eine einzelne Hauptwährung binden, werden also stärker als

4) Vgl. zum Folgenden ausführlicher IMF (2000).

zuvor von Wechselkursschwankungen zwischen den Hauptwährungen tangiert.

Dies erklärt den Trend zu flexibleren Wechselkursregimen. So ist der Anteil der Länder, die ihre Währung an den US-Dollar gebunden haben, von knapp 45 vH aller Entwicklungsländer im Jahr 1975 auf weniger als 15 vH im Jahr 1998 gesunken (IMF 2000: Figure 2). Vereinzelt ist aber auch die Option ergriffen worden, eine definitive und damit – im Gegensatz zum anpassungsfähigen Peg – glaubwürdige Fixierung des Wechselkurses vorzunehmen. Diese Bewegung zu wechselkurspolitischen Extremlösungen spiegelt die nach den Finanzkrisen vorherrschende Meinung unter Ökonomen wider. Das Hauptargument für eine Entscheidung zwischen einer weitestgehenden Flexibilisierung oder einer definitiven Fixierung (etwa im Rahmen eines Currency Boards) lautet: Keine demokratisch legitimierte Regierung ist bei hoher internationaler Kapitalmobilität glaubwürdig, wenn sie das Festhalten an einem Wechselkurs-Peg zum vorrangigen wirtschaftspolitischen Ziel erklärt (Eichengreen 1999).

In Lateinamerika ist man mancherorts geneigt, auf das Wechselkursinstrument ganz zu verzichten und mit einer Dollarisierung dem Beispiel Ekuadors zu folgen. Dies wird auch in El Salvador, Jamaika, Kolumbien, Peru und Venezuela erwogen (Sangmeister 2000: 44). Die Dollarisierung hat auch unter Ökonomen starke Befürworter wie zum Beispiel Ricardo Hausmann (bis 2000 Chef-Volkswirt der Interamerikanischen Entwicklungsbank): „Dollarisation, by eliminating both currency mismatches and maturity mismatches, may eliminate financial fragility in these banking systems [in Latin America]. In that context, dollarisation would lead to larger and more stable capital flows, which would then support more growth“ (Hausmann 2000: 91).⁵⁾

Ein völliger Verzicht auf das Wechselkursinstrument ist aber an strikte Voraussetzungen gebunden und möglicherweise müsste man einen hohen Preis für die Dollarisierung zahlen. Vor einem solchen – endgültigen – Schritt ist Folgendes zu bedenken:

- Die fehlende Möglichkeit einer Wechselkursanpassung erfordert eine höhere Flexibilität an anderer Stelle, vor allem flexible Löhne.

5) Die Währungs- bzw. Fristeninkongruenz wird auf die von Hausmann so genannte „original sin“ zurückgeführt: „A currency suffers from original sin when it cannot be used to borrow abroad and cannot be used even domestically to borrow long term.“ (Hausmann 2000: 83).

- Eine diskretionäre Finanzierung von Haushaltsdefiziten durch Geldschöpfung ist nicht mehr möglich.
- Bei Abschaffung der nationalen Währung entfällt der Münzgewinn („seigniorage“).
- Wichtig ist zudem, wie es um die Stabilität des heimischen Finanzsystems bestellt ist, da es keinen nationalen Lender-of-last-resort mehr gibt.

Viele Emerging Markets scheinen weit davon entfernt zu sein, die Voraussetzungen für einen Verzicht auf das Wechselkursinstrument zu erfüllen.

Zeitliche Abfolge der Liberalisierung

Neben den wechsellkurspolitischen Implikationen der gestiegenen internationalen Kapitalmobilität stehen Finanzmarktreformen in den Emerging Markets nach der Asienkrise weit oben auf der wirtschaftspolitischen Agenda. Es ist nicht (länger) umstritten, dass „countries need to prepare well for capital-account liberalization“ (Fischer 1998: 2). Der Effizienz der Finanzintermediation und der Krisenresistenz des heimischen Finanzsektors dient es, wenn die Finanzintermediäre die Verantwortung für risikobehaftete Transaktionen tragen müssen und Verluste nicht sozialisiert werden können. Implizite oder explizite Staatsgarantien und Eingriffe der Regierung in die Kreditvergabe von Banken sind deshalb zu vermeiden. Demirgüç-Kunt und Detragiache (1998) zeigen überdies, dass die Wahrscheinlichkeit von Finanzkrisen sinkt, wenn die staatlichen Instanzen die allgemeine Anerkennung von Recht und Gesetz („rule of law“) durchsetzen und die Korruption bekämpft wird. International üblichen finanziellen Sicherheitsstandards ist im nationalen Bereich Geltung zu verschaffen, indem einer unabhängigen staatlichen Finanzaufsicht wirksame Kontroll- und Aufsichtsrechte eingeräumt werden.

Die Schaffung funktionsfähiger Institutionen im heimischen Finanzsektor mag allerdings zeitaufwendig sein. Daraus folgt einerseits, dass institutionelle Reformen keinen Aufschub dulden. Andererseits sind weitergehende Liberalisierungsmaßnahmen am Fortschritt im Bereich institutioneller Reformen auszurichten. Es ist keine Lehre, die erst aus der Asienkrise zu gewinnen war, sondern eine – zwischenzeitlich in Vergessenheit geratene – Erkenntnis aus der so ge-

nannten „timing and sequencing“-Debatte in den achtziger Jahren, dass gut entwickelte und streng überwachte nationale Finanzmärkte Voraussetzung für eine umfassende Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs sind⁶⁾. Selbst von Seiten des IWF wird es inzwischen für richtig befunden, dass die zwei größten Volkswirtschaften mit einer vergleichsweise geschlossenen Kapitalverkehrsbilanz (China und Indien) eine vorsichtige und graduelle Liberalisierung anstreben (Fischer 2000).

Eine zeitlich abgestufte Liberalisierung der Kapitalverkehrsbilanz empfiehlt sich auch deshalb, weil die verschiedenen Formen des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs unterschiedlich stark schwanken bzw. krisenanfällig sind. Die Gefahr einer plötzlichen Umkehr von Kapitalströmen ist bei ausländischen Portfolio-Investitionen und kurzfristigen Bankkrediten höher einzuschätzen als bei langfristigen Bankkrediten und ausländischen Direktinvestitionen (Reisen und Soto 2000).⁷⁾ Dem ist zum Beispiel in Chile dadurch Rechnung getragen worden, dass Kapitalzuflüsse in Form von Krediten und Portfolio-Investitionen (von 1991 bis 1998) für einen festgelegten Zeitraum mit einer unverzinsten Mindestreservepflicht belegt wurden. Auf diese Weise können spekulative Zuflüsse abgeschreckt werden, weil kurzfristige Anlagen durch einen einheitlichen Reservesatz und eine einheitliche Festlegungsfrist implizit überproportional besteuert werden.

Bei der Krisenvorbeugung in Entwicklungs- und Schwellenländern geht es also nicht nur um den Umfang, sondern auch um die Zusammensetzung von Kapitalimporten. Es ist ratsam, die – oben erwähnte – koreanische Vorgehensweise bei der Liberalisierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs vom Kopf auf die Füße zu stellen. Neuerdings befindet auch die Leitung des IWF: „A case can be made that countries with weak financial systems should restrict short-term inflows“ (Fischer 1998: 5). In frühen Phasen der Liberalisierung sollten die Entwicklungsländer in erster Linie auf ausländische Direktinvestitionen setzen, die sich in Krisenzeiten typischerweise als recht stabil erwiesen haben.

6) Eine Zusammenfassung dieser Debatte findet sich bei Funke (1993).

7) Die Volatilität von Kapitalströmen kann aber selbst innerhalb dieser Kategorien stark divergieren. Griffith-Jones und Cailloux (1999: 47) finden beispielsweise Indizien dafür, dass „mutual funds, especially with regard to their investment in developing countries, are far more volatile than pension funds and insurance companies“.

Ausländische Direktinvestitionen

Die Empfehlung an die Entwicklungs- und Schwellenländer, vorrangig auf ausländische Direktinvestitionen zu setzen, um die heimischen Ersparnisse durch Kapitalzuflüsse zu ergänzen und die nationale Wirtschaftsentwicklung zu fördern, ist inzwischen kaum mehr umstritten. Selbst frühere Kritiker multinationaler Unternehmen (wie die UNCTAD) bewerten diese Form des Kapitalzustroms heute im Vergleich zu anderen Kapitalimporten als vorteilhaft. Für diese Einschätzung lässt sich zum einen anführen, dass ausländische Direktinvestoren eine dauerhafte Bindung an das Gastland eingehen, Direktinvestitionen deshalb weniger krisenanfällig sind und die Investoren das Risiko eines wirtschaftlichen Rückschlags ausdrücklich mittragen. Zum anderen bieten Direktinvestitionen (im Unterschied zu anderen Formen des Kapitalimports) mehr als den Rückgriff auf ausländische Ersparnisse; sie ermöglichen gleichzeitig den Zugang zu international verfügbaren Technologien und ausländischem Know-how, und sie erleichtern es, auf den Weltmärkten Fuß zu fassen.

Dies bedeutet jedoch nicht, dass Direktinvestitionen ein Allheilmittel sind oder dass alle Entwicklungs- und Schwellenländer in gleichem Maße von Direktinvestitionen profitieren.⁸⁾ Empirische Studien deuten darauf hin, dass die gesamtwirtschaftlichen Wachstumseffekte von Direktinvestitionen in den Empfängerländern von mehreren Faktoren abhängen:

- Borensztein et al. (1998) stellen fest, dass „FDI contributes to economic growth only when a sufficient absorptive capability of the advanced technologies is available in the host economy“. Die Entwicklungs- und Schwellenländer müssen also dafür Sorge tragen, dass hinreichend ausgebildete Arbeitskräfte als komplementärer Produktionsfaktor zur Verfügung stehen.
- Anhaltspunkte gibt es auch dafür, dass sich stärkere Wachstumseffekte von Direktinvestitionen erzielen lassen, wenn das Gastland eine frühzeitige Liberalisierung von Direktinvestitionen mit einer engen Einbindung in den Welthandel kombiniert.

Die häufig vertretene Auffassung, dass nur wenige – große und relativ fortgeschrittene – Entwicklungsländer gute Chancen haben, Direktinvestitionen zu

8) Vgl. zum Folgenden ausführlicher Nunnenkamp (2000b).

attrahieren, ist dagegen unbegründet. Zwar konzentrieren sich etwa zwei Drittel der in allen Nicht-OECD-Staaten getätigten Direktinvestitionen auf nur zehn Entwicklungs- und Schwellenländer. Die Standortattraktivität der Gastländer von Direktinvestitionen lässt sich aber nicht an den absoluten Stromgrößen ablesen; vielmehr ist der Zustrom relativ zu betrachten, um den verzerrenden Effekt der Ländergröße auszuschalten. Wenn man die Direktinvestitionen zum Beispiel auf das Bruttosozialprodukt der Gastländer bezieht, erweisen sich viele kleine und weniger fortgeschrittene Entwicklungsländer als attraktiver als die – absolut gesehen – wichtigsten Standorte. Die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger haben also auch in kleineren und ärmeren Ländern Einfluss auf den Zustrom von Direktinvestitionen.

■ Der multilaterale Rahmen: Finanzarchitektur und Regionalisierung

Die Häufung und die dramatischen Auswirkungen von Finanz- und Währungskrisen in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre sind – wie oben diskutiert – dem Zusammentreffen von wirtschaftspolitischen Fehlentwicklungen in den betroffenen Ländern und von Funktionsmängeln der globalisierten Finanzmärkte zuzuschreiben. Offensichtlich besteht also nicht nur Handlungsbedarf auf der nationalen Ebene, sondern es geht gleichzeitig um die Reform der internationalen Finanzarchitektur. Die Themen und Ziele der Reformbestrebungen sind breit gefächert:⁹⁾

- Durch mehr Publizität und die Bereitstellung umfassender Daten soll die Markttransparenz erhöht werden, um die Entscheidungsgrundlagen für die Marktteilnehmer zu verbessern.
- Finanziellen Sicherheitsstandards soll international Geltung verschafft werden. Die Vorschriften der Basler Konvention werden überarbeitet, weil die 1988 vereinbarten Richtlinien zur Eigenkapitaldeckung von Banken sich als problematisch erwiesen haben (Reisen 1999: 25). Zudem wird erwogen, Regulierungslücken zu schließen, die im Hinblick auf die so genannten Highly Leveraged Institutions (vor allem die Hedgefonds) bestehen, um das internationale Finanzsystem zu stabilisieren.

9) Auf der Homepage des IWF (www.ifm.org) findet sich hierzu eine Vielzahl von Berichten und Einschätzungen, die den Stand der Diskussion widerspiegeln.

- 10) Vgl. hierzu ausführlich Williamson (2000).
- 11) „Taking stock today I think we can state that the international financial system is more stable thanks to lessons learned and various measures to increase transparency“ (Köhler 2000: 4).
- 12) Eine kritische Bewertung der bisher erreichten Reformfortschritte bietet z.B. Nunnenkamp (2000c).
- 13) Dieter (2000) und die dort angegebenen Quellen bieten eine ausführliche Darstellung.

- Der Aufgabenbereich des IWF soll klarer definiert werden. Die Reform des IWF zielt darauf ab, Finanzkrisen besser vorzubeugen und unvermeidbare Krisen effektiver zu bekämpfen. In diesem Kontext steht sowohl die Überwachungsfunktion des IWF als auch seine Kreditvergabepraxis auf dem Prüfstand.¹⁰⁾
- Schließlich steht die Einbindung des Privatsektors (d.h., der ausländischen Banken und Investoren) in das internationale System der Krisenvorbeugung und -bekämpfung auf der Agenda. Hierdurch soll zum einen eine gerechte Lastenverteilung im Krisenfall erreicht werden und zum anderen dem Krisen verschärfenden Herdenverhalten entgegengewirkt werden.

Der Managing Director des IWF, Horst Köhler, und die Finanzminister der G7-Staaten betonen, dass bei der Reform der internationalen Finanzarchitektur „beachtliche Fortschritte“ (Bundesministerium der Finanzen 2000:3) erzielt worden sind.¹¹⁾ Dies gilt jedoch nur für einzelne Bereiche wie die Verbesserung der Markttransparenz. Andere Themenkomplexe wie die zukünftige Rolle des IWF sind immer noch strittig, und eine obligatorische Einbindung des Privatsektors scheint angesichts vielfältiger Widerstände wenig Aussicht auf Erfolg zu haben.¹²⁾ Man kann folglich bezweifeln, dass das multilaterale Krisenmanagement drei Jahre nach Ausbruch der Asienkrise auf eine erneute Finanzkrise erheblich besser vorbereitet ist als auf die Krisen in den neunziger Jahren.

Die begrenzte Reichweite der bisherigen Reformergebnisse auf internationaler Ebene sowie die verbreitete und scharfe Kritik am traditionellen Krisenmanagement des IWF könnten zur Folge haben, dass die Entwicklungs- und Schwellenländer verstärkt auf ein regionales Konzept zur Krisenvermeidung und -bekämpfung setzen (Dieter 2000). Erste Ansätze für einen „monetären Regionalismus“ finden sich in Ostasien.¹³⁾ Dort will man sich in Zukunft gegenseitig überwachen und durch „peer pressure“ eine frühzeitige Korrektur wirtschaftspolitischer Fehlentwicklungen erreichen. Für Krisenzeiten ist ein gegenseitiger finanzieller Beistand durch Swap-Fazilitäten der beteiligten Zentralbanken in der Region vorgesehen. Weitergehende Bestrebungen wie die

Gründung eines Asian Monetary Fund oder die Schaffung einer gemeinsamen Währung scheinen dagegen im Sande zu verlaufen (AMF) oder sind zur Zeit nicht spruchreif.

Gegen monetäre und wechsellkurspolitische Arrangements auf regionaler Ebene werden von Seiten des IWF keine prinzipiellen Einwände erhoben, wenn die IWF-Aktivitäten dadurch nicht ersetzt, sondern ergänzt werden sollen.¹⁴⁾ Allerdings haben regionale Entwicklungsländergruppen wie die ASEAN oder der Mercosur zur Zeit nicht „the institutional structures or the political consensus needed for regional economic integration, including for monetary and exchange rate policies, of the kind that took many years to develop in Europe“ (IMF 2000: 6). Der in Ostasien vereinbarte Swap-Mechanismus kann eine Krise zudem nur dann wirksam eindämmen, wenn nicht alle (oder die meisten) daran teilnehmenden Länder vom gleichen Schock getroffen werden, wie es auf regionaler Ebene häufig der Fall ist. Schließlich bleibt abzuwarten, ob sich wirtschaftspolitische Fehlentwicklungen in einem Land besser durch *peer pressure* der Nachbarländer korrigieren lassen als durch die Überwachung des IWF. Gerade für Asien, wo diese Idee geboren wurde, kann man das bezweifeln. Die dortige Mentalität hat es in der Vergangenheit verboten, offene Kritik an der Wirtschaftspolitik der Nachbarländer zu äußern.

Hieraus folgt zweierlei: Erstens bietet ein „monetärer Regionalismus“ keine Alternative zur globalen Krisenvorbeugung und -bekämpfung. Für den internationalen Ordnungsrahmen bleibt deshalb die Reform der Finanzarchitektur von ausschlaggebender Bedeutung. Zweitens gilt auch nach den Finanz- und Währungskrisen der letzten Jahre (wie schon zuvor), dass die nationale Wirtschaftspolitik die Hauptlast der Krisenvermeidung trägt. Die gute Nachricht für die Entwicklungs- und Schwellenländer lautet, dass die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger nicht durch die globalisierten Finanzmärkte entmachtet worden sind, sondern weiterhin erhebliche Gestaltungsspielräume besitzen.

■ Literaturangaben

Borensztein, Eduardo, José De Gregorio, und Jong-Wha Lee, „How Does Foreign Direct Investment

14) Vgl. Horst Köhlers Äußerungen auf der Pressekonferenz zur Herbsttagung von IWF und Weltbank am 20. September 2000 in Prag (<http://www.imf.org/external/np/tr/2000/tr000920.htm>).

Affect Economic Growth?“, *Journal of International Economics* 45, 2000. S. 115-135.

Bundesministerium der Finanzen. *Stärkung der internationalen Finanzarchitektur*. Bericht der G7-Finanzminister an die Staats- und Regierungschefs. Fukuoka, mimeo, 2000.

Demirgüç-Kunt, Asli, und Enrica Detragiache, „Financial Liberalization and Financial Fragility“, International Monetary Fund, Working Paper 98/83, Washington, D.C., 1998.

Diehl, Markus, und Rainer Schweickert, „Currency Crises: Is Asia Different?“, Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionspapiere 309. Kiel, 1998.

Dieter, Heribert, „Ostasien nach der Krise: Interne Reformen, neue Finanzarchitektur und monetärer Regionalismus“, *Aus Politik und Zeitgeschichte*. Beilage zur Wochenzeitung *Das Parlament* 37-38/2000: S. 21-28.

Dornbusch, Rudiger; „Brazil Beyond Tropical Illusions“, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge (Mass.), mimeo, 1999.

Eichengreen, Barry, „Building on a Consensus“, *Financial Times*, 2. Februar 2000.

Fischer, Bernhard, und Bernd Schnatz, „Stabilitätspolitische Probleme bei der Integration in die internationalen Finanzmärkte: Mexikos Weg in die Peso-Krise“, in: Hans-Bernd Schäfer (Hrsg.), *Die Entwicklungsländer im Zeitalter der Globalisierung*, Schriften des Vereins für Socialpolitik 245. Berlin, 1996.

Fischer, Stanley, „Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF“, in: Stanley Fischer et al., *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, Princeton University, Essays in International Finance 207. Princeton, 1998.

Fischer, Stanley, „Globalization: Valid Concerns?“, International Monetary Fund, Washington, D.C. (<http://www.imf.org/external/np/speeches/2000/082600.htm>), 2000.

Funke, Norbert, „Timing and Sequencing of Reforms: Competing Views and the Role of Credibility“, *Kyklos* 46 (3) 1993, S. 337-362.

Griffith-Jones, Stephany, und Jacques Cailloux, „Encouraging the Longer Term: Institutional Investors and Emerging Markets“, United Nations Deve-

lopment Programme, Discussion Paper 16. New York, 1999.

Hausmann, Ricardo, „Exchange Rate Arrangements for the New Architecture“, in: Ricardo Hausmann und Ulrich Hiemenz (Hrsg.), *Global Finance from a Latin American Viewpoint*, Development Centre Seminars, OECD. Paris, 2000.

IMF, „Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy“, International Monetary Fund, Issues Brief 00/06. Washington, D.C., 2000.

International Financial Institution Advisory Commission. *Report of the International Financial Institution Advisory Commission*, Washington, D.C., 2000.

Köhler, Horst, „The IMF in a Changing World“, International Monetary Fund, Washington, D.C., 2000. (<http://www.imf.org/external/np/speeches/2000/080700.htm>)

Krugman, Paul, „A Model of Balance of Payments Crisis“, *Journal of Money, Credit, and Banking* 11 (3), 1979, S. 311-325.

Krugman, Paul, „What Happened to Asia?“, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge (Mass.), 1998. (<http://web.mit.edu/krugman/www/disinter.html>)

Krugman, Paul, „The Eternal Triangle: Explaining International Financial Perplexity“, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge (Mass.), 1998. (<http://web.mit.edu/krugman/www/triangle.html>)

Mahathir Bin Mohamad, „Asian Economies: Challenges and Opportunities“, Speech at the Annual Seminar of the World Bank, Hong Kong, 20. September, 1997. (<http://www.bi.go.id/what'snew/mahathir.html>)

Nunnenkamp, Peter, „The Moral Hazard of IMF Lending: Making a Fuss about a Minor Problem?“, Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionspapiere 332. Kiel, 1999.

Nunnenkamp, Peter, „Latin America after the Currency Crash in Brazil: Why the Optimists May Be Wrong“, Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionspapiere 337 Kiel, 1999.

Nunnenkamp, Peter, „Globalisierung und internationales Finanzsystem“, *Aus Politik und Zeitgeschichte*. Beilage zur Wochenzeitung *Das Parlament* 37-38/2000, S. 3-11.

Nunnenkamp, Peter, „Ausländische Direktinvestitionen und gesamtwirtschaftliches Wachstum in Entwicklungs- und Schwellenländern“, *Die Weltwirtschaft* 2/2000, S. 187-206.

Nunnenkamp, Peter, „Towards a New International Financial Order: Why Reform Progress Is So Slow“, *Intereconomics* 35 (1), 2000, S. 23-30.

Reisen, Helmut, „After the Great Asian Slump: Towards a Coherent Approach to Global Capital Flows“, OECD Development Centre, Policy Brief 16. Paris, 1999.

Reisen, Helmut, und Marcelo Soto, „The Need for Foreign Savings in Post-Crisis Asia“, OECD Development Centre, Paris, mimeo, 2000.

Reisen, Helmut, und Julia von Maltzan, „Boom and Bust and Sovereign Ratings“, OECD Development Centre, Technical Paper 148. Paris, 1999.

Rodrik, Dani, „Who Needs Capital-Account Convertibility?“, in: Stanley Fischer et al., *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, Princeton University, Essays in International Finance 207. Princeton, 1998.

Sangmeister, Hartmut 2000. „Finanzkrisen, Währungskrisen, Wirtschaftskrisen: Konstanten des lateinamerikanischen Entwicklungsprozesses?“, *Aus Politik und Zeitgeschichte*. Beilage zur Wochenzeitung *Das Parlament* 37-38/2000, S. 39-46.

Stiglitz, Joseph E., „Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability“, *World Development* 28 (6), 2000, S. 1075-1086.

Wade, Robert, und Frank Veneroso, „The Asian Financial Crisis: The Unrecognized Risk of the IMF's Asia Package“, Mimeo, 1998.

Williamson, John, „The Role of the IMF: A Guide to the Reports“, Institute for International Economics, International Economics Policy Brief 00-5. Washington, D.C., 2000.