

## Grenzüberschreiten- der Kapitalverkehr und die Rolle des Internationalen Währungsfonds

Die Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs ist in den letzten Jahrzehnten deutlich vorangekommen. Dabei vollzog sich die Entwicklung in Schüben und war zeitweise regional oder auf einzelne Länder und Ländergruppen beschränkt. Der Liberalisierungsprozess war zudem nicht frei von Rückschlägen, und die jeweils ergriffenen Maßnahmen waren häufig umstritten. Die Befürworter eines freien Kapitalverkehrs weisen insbesondere auf dessen Beitrag zu einer effizienten Allokation der weltweiten Ressourcen und damit auf seine wachstumssteigernde Wirkung hin. Demgegenüber betonen die Kritiker die potenziell destabilisierenden Wirkungen unbeschränkter Kapitalströme. Vielfach wird dabei jedoch übersehen, dass meist wirtschaftspolitisches Fehlverhalten die Ursache krisenhafter Entwicklungen ist. Deshalb kommt es darauf an, nationale Wirtschaftspolitiken und Finanzsysteme zu stärken und auf eine schrittweise Öffnung der Kapitalbilanz vorzubereiten. Hierzu kann der Internationale Währungsfonds (IWF) im Rahmen seiner makroökonomischen Überwachung und Politikberatung einen wichtigen Beitrag leisten. Auf längere Sicht wünschenswert wäre allerdings ein in dieser Hinsicht umfassenderes Mandat. Es sollte den IWF in Analogie zu seinen Befugnissen im Rahmen der Liberalisierung von Leistungsbilanztransaktionen mit einem klaren Auftrag für eine geordnete Liberalisierung von Kapitalbilanztransaktionen ausstatten.

## Internationaler Kapitalverkehr zwischen Kontrollen und Liberalisierung

*Bretton-Woods-  
Abkommen  
geprägt von  
skeptischer  
Einstellung zu  
freiem Kapital-  
verkehr*

Dem IWF wurde 1944 von der Bretton-Woods-Konferenz die Aufgabe zugewiesen, ein offenes und stabiles internationales Währungssystem zu fördern und zu überwachen. Die Verpflichtung der Mitgliedsländer zur Liberalisierung von Transaktionen des Leistungsverkehrs beziehungsweise zur Abschaffung hier bestehender Devisenkontrollen ist ein wesentliches Element dieser Währungsordnung. Eine vergleichbare Liberalisierungsverpflichtung für den Kapitalverkehr enthält das IWF-Übereinkommen aber nicht. Den Mitgliedsländern steht es vielmehr bis heute grundsätzlich frei, aus ihrer Sicht erforderliche Reglementierungen beizubehalten oder gar neue Kapitalverkehrsbeschränkungen einzuführen. Zudem kann der IWF in bestimmten Fällen, etwa zur Sicherung seiner Kreditmittel bei einem drohenden großen oder dauerhaften Kapitalabfluss in einem Kreditnehmerland, von sich aus Beschränkungen des Kapitalverkehrs verlangen. In der unterschiedlichen Behandlung von Leistungsbilanz- und Kapitalbilanztransaktionen im IWF-Übereinkommen kommt die bei Gründung des IWF weit verbreitete Ansicht zum Ausdruck, dass wachstums- und wohlfahrtsfördernde Effekte vor allem vom grenzüberschreitenden Waren- und Dienstleistungsverkehr zu erwarten sind und ungehinderte Kapitaltransaktionen bei festen Wechselkursen eher ein Störpotenzial bilden. Die Präferenz für feste Wechselkurse und die Skepsis gegenüber freien Kapitalströmen wurzeln unter anderem in den negativen Erfahrungen mit den Abwertungswettläufen und den sie begleitenden massiven spekulati-

ven Kapitalbewegungen in der Zeit zwischen den beiden Weltkriegen. In den fünfziger und frühen sechziger Jahren funktionierte die auf festen Wechselkursen und stark eingeschränktem Kapitalverkehr basierende internationale Währungsordnung auch weitgehend reibungslos. Währungspolitische Stabilität, ein expandierender Welthandel und zunehmende Prosperität boten in dieser Periode wenig Anlass, die bestehenden institutionellen Regelungen in Frage zu stellen.

Im Verlauf der sechziger Jahre geriet das Paritätensystem von Bretton Woods jedoch mehr und mehr unter Druck. Zunehmende Spannungen auf Grund divergierender wirtschafts- und vor allem stabilitätspolitischer Präferenzen in wichtigen IWF-Mitgliedsländern, damit einhergehende unterschiedliche Entwicklungen und zunehmend unglaubwürdige Paritäten lösten phasenweise massive Devisenströme und Spekulationswellen aus. Sie führten 1973 schließlich zum Zusammenbruch des Festkurssystems von Bretton Woods. Befreit von der Notwendigkeit, das Paritätensystem durch Kapitalverkehrsbeschränkungen stabilisieren zu müssen, aber auch getrieben von den Marktkräften und dem dadurch erzeugten Wettbewerbsdruck, begannen nun vor allem die Industrieländer mit dem schrittweisen Abbau von Beschränkungen. Die Bedeutung der internationalen Kapitalströme nahm seither unaufhaltsam zu, begleitet von der wachsenden Verwendung innovativer Finanzinstrumente und teilweise unter Umgehung noch bestehender Kontrollen. Begünstigt auch durch Fortschritte in der Datenverarbeitungs- und Kommunikationstechnologie stiegen die grenzüberschreiten-

*Schrittweise  
Lockerung von  
Kapitalver-  
kehrsbeschrän-  
kungen unter  
dem Druck der  
Marktkräfte*

den Kapitaltransaktionen dann in den neunziger Jahren geradezu explosionsartig. Damit wuchs die Erkenntnis, dass staatliche Regulierung die hinter den Kapitalströmen stehenden ökonomischen Motive und Mechanismen nicht dauerhaft außer Kraft setzen kann. Zudem wurde zunehmend deutlich, dass sich der Kapitalverkehr vom Prozess der in vielen Ländern vorangetriebenen Deregulierung im Innern und der wachsenden güterwirtschaftlichen Verflechtung der Weltwirtschaft nicht ausschließen ließ.

*Explosionsartige  
Zunahme des  
Kapitalverkehrs*

Anfänglich konzentrierte sich das Wachstum der grenzüberschreitenden Kapitalströme auf die Industrieländer. Dort stiegen die Kapitalimporte für Direktinvestitionen von Mitte der siebziger bis Ende der neunziger Jahre auf fast das Dreißigfache. Die Zuströme für Portfolioinvestitionen wuchsen sogar fast auf das Fünfzigfache. In den neunziger Jahren stiegen auch die privaten Kapitalflüsse in die Entwicklungsländer stark an. Dynamisches Wachstum und die damit vielfach verbundene Aussicht auf attraktive Erträge lösten eine starke Sogwirkung aus. Teilweise boten staatliche Privatisierungsprogramme für internationale Investoren günstige Einstiegsmöglichkeiten. Die Neuanlagen für Direktinvestitionen in den Entwicklungsländern haben sich nach Angaben des IWF von knapp 40 Mrd US-\$ im Durchschnitt der Jahre 1989 bis 1992 auf gut 200 Mrd US-\$ in den Jahren 1997 bis 1999 mehr als verfünffacht. Gleichzeitig erhöhte sich der Zustrom von Portfolioinvestitionen von gut 27 Mrd US-\$ auf 104 Mrd US-\$. Privates Kapital ist mittlerweile für eine zunehmende Zahl von Entwicklungs- und

## IWF-Übereinkommen, Leistungs- und Kapitaltransaktionen

Die im Hinblick auf Transaktionskontrollen entscheidende Bestimmung im IWF-Übereinkommen von Bretton Woods ist der Artikel VI, Abschnitt 3:

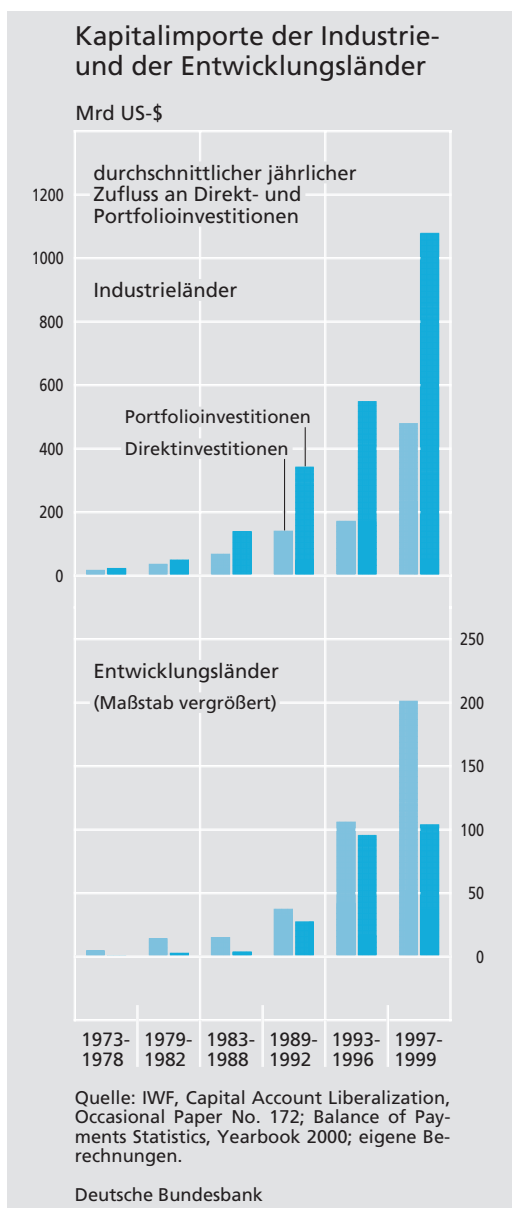
### „Controls of capital transfers

Members may exercise such controls as are necessary to regulate international capital movements, but no member may exercise these controls in a manner which will restrict payments for current transactions ...“

Das hier enthaltene „Liberalisierungsgebot“ für Leistungstransaktionen bezieht sich ausdrücklich auf die Bezahlung solcher Leistungen, nicht auf die Leistungen selbst. Die Liberalisierung der Leistungen (Warenverkehr, Dienstleistungen) ist durch andere Abkommen geregelt (GATT, WTO). Sinn der IWF-Regelung ist sicher zu stellen, dass bei zulässigen Exporten und Importen (von Waren und Diensten) auch deren Bezahlung erlaubt ist. Dabei berühren die Zahlungen für Leistungen natürlich immer auch Positionen der Kapitalbilanz (beispielsweise die „Forderungen an Banken“). Insoweit impliziert das Liberalisierungsgebot für Leistungstransaktionen auch eine Freiheit finanzieller Dispositionen. Gleichzeitig wären damit (positive oder negative) Leistungsbilanzsalden und in diesem Sinne ein Transfer von Ersparnis zulässig.

Die im Übereinkommen enthaltene Erlaubnis der Regulierung von Kapitaltransaktionen bezieht sich auf „reine“ Kapitalbewegungen, bei denen Buchung wie Gegenbuchung ausschließlich Kapital- beziehungsweise Vermögenspositionen betreffen, so beispielsweise der Kauf von Wertpapieren, die Tätigung von Direktinvestitionen oder auch die Anlage kurzfristiger Gelder. Die Leistungsbilanz wird davon nicht berührt. Es geht bei der Liberalisierung des Kapitalverkehrs vielmehr um das grenzüberschreitende Angebot und die Nachfrage von verschiedenartigen Finanzpositionen auf den einzelnen Märkten. Entsprechend könnte eine Freigabe der Kapitalbilanztransaktionen beispielsweise bewirken, dass im Leistungsverkehr erworbene Bankguthaben für Direktinvestitionen verwendet werden, dass kurzfristige Verbindlichkeiten durch längerfristige Anleiheemissionen ersetzt oder einfach nur reine Termingeschäfte abgeschlossen werden, die spätere Transaktionen absichern sollen. Alle Transaktionen dieser Art würden zum optimalen Einsatz von Kapital beitragen und hätten damit vermutlich auch wieder eine optimierende Rückwirkung auf die Salden von Leistungsbilanzen.

Deutsche Bundesbank



Schwellenländern zur dominierenden Finanzierungsquelle geworden.

*Hoher Kapitaltransfer auch schon in früheren Zeiten*

Hohe grenzüberschreitende Kapitalströme sind jedoch kein originäres Phänomen des ausgehenden zwanzigsten Jahrhunderts. In der wirtschaftlichen Blütephase vor dem Ersten Weltkrieg waren die Nettokapitalexporte der damals führenden Industrieländer – gemessen am Bruttoinlandsprodukt – zeit-

weise sogar höher. Ursache dafür war der massive Ressourcentransfer vor allem europäischer Länder in die jüngeren Industrieländer und in die damals abhängigen Gebiete. Demgegenüber hat sich der Charakter des Kapitalverkehrs allerdings beträchtlich gewandelt. Die Palette der gehandelten Finanzinstrumente ist heutzutage deutlich umfangreicher als damals. Getragen wurde das Wachstum des internationalen Kapitalverkehrs in den letzten Jahrzehnten vor allem von institutionellen Investoren.

Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs in den letzten Jahrzehnten erfolgte häufig in Schüben und war vielfach regional oder auf einzelne Länder und Ländergruppen beschränkt. Der Liberalisierungsprozess war zudem nicht frei von Rückschlägen und häufig umstritten. Anfängliche Liberalisierungsversuche in den fünfziger Jahren verstärkten sich mit dem von der OECD 1961 verabschiedeten Kodex zur Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs. Dennoch blieb der Kapitalverkehr in vielen Industrieländern zunächst einer Vielzahl von Kontrollen sowie institutionellen, juristischen und steuerlichen Hindernissen unterworfen. In Europa gewann die Liberalisierung des Kapitalverkehrs mit Einführung des Europäischen Währungssystems (EWS) Ende der siebziger Jahre deutlich an Dynamik. Die 1987 verabschiedete Einheitliche Europäische Akte sieht einen freien Binnenmarkt unter Einschluss des Kapitalverkehrs vor. Durch den Maastricht-Vertrag wurde der Kapitalverkehr 1994 sowohl innerhalb der Europäischen Union als auch gegenüber Drittländern grundsätzlich dereguliert. Allerdings geriet der Liberalisierungsprozess in

*Liberalisierung des Kapitalverkehrs in den Industrieländern schubweise und nicht ohne Rückschläge*

Europa zeitweise ins Stocken. So wurden etwa als Reaktion auf die EWS-Krisen von 1992/93 in einigen Ländern vorübergehend wieder Kontrollen eingeführt. Auch mit dieser Episode wurde deutlich, dass ein Nebeneinander von freiem Kapitalverkehr und festen Wechselkursen generell nur dann durchhaltbar ist, wenn die makroökonomische und insbesondere die monetäre Stabilisierung unter den betroffenen Ländern konsistent ist, das heißt insbesondere keine dauerhaften Diskrepanzen hinsichtlich der Preisveränderungen auftreten („Stabilitätsgleichschritt“).

*Liberalisierungsprozess hält an*

Insgesamt ist der Prozess der Kapitalverkehrsliberalisierung in den Industrieländern keineswegs abgeschlossen. Nach Angaben des IWF bestanden Ende 1999 in 20 der 29 betrachteten Industrieländer Beschränkungen bei Direktinvestitionen. Hierbei dürfte vielfach das Motiv im Vordergrund stehen, ausländischen Investoren den Zugang zu Unternehmen mit sicherheitspolitischer, strategischer oder aus anderen Gründen eminent nationaler Bedeutung zu verwehren. Zudem beschränken 14 Industrieländer die Möglichkeit des Immobilienerwerbs durch Ausländer. Ob in diesen Bereichen ein vollständiger Verzicht auf Beschränkungen überhaupt erforderlich oder realistisch ist, sei dahin gestellt.

*Frühzeitige Liberalisierung des Kapitalverkehrs in Deutschland*

Deutschland gehört zu den wenigen Ländern, die schon frühzeitig eine Politik der Freizügigkeit im Kapitalverkehr mit dem Ausland eingeleitet haben.<sup>1)</sup> Bereits Ende 1958 wurde die D-Mark frei konvertierbar; Kapitalexporte unterlagen damit so gut wie keiner Beschränkung mehr. Bei den Kapitalimporten konnte auf Kontrollen seinerzeit allerdings noch nicht

gänzlich verzichtet werden. Der ungehinderte Zufluss ausländischer Gelder barg im Festkurssystem von Bretton Woods stets die Gefahr, dass die Bundesbank der deutschen Wirtschaft mehr Liquidität zur Verfügung stellen musste, als stabilitätspolitisch vertretbar war. Die administrativen Versuche zur Eindämmung der Devisenzuflüsse („Devisenbannwirtschaft“) – unter anderem eine Genehmigungspflicht für den Erwerb inländischer Renten- und Geldmarktpapiere durch Ausländer, ein Verzinsungsverbot für Einlagen von Ausländern bei deutschen Banken sowie eine Bardepotpflicht für Kreditaufnahmen im Ausland – erwiesen sich letztlich als nicht besonders erfolgreich. Mit dem Übergang zu weitgehend flexiblen Wechselkursen und dem Wegfall der Dollar-Ankaufverpflichtung im März 1973 traten Kapitalzuflüsse als Problem einer eigenständigen Geldpolitik in den Hintergrund. Bis 1981 wurden in Deutschland die verbliebenen Beschränkungen von Kapitalimporten weitestgehend beseitigt. Ende 1999 war Deutschland eines der wenigen Länder, das in keiner der vom IWF betrachteten Kategorien Kontrollen des Kapitalverkehrs aufweist. Dessen ungeachtet müssen von den Transakteuren natürlich weiterhin zahlreiche Regelungen des Unternehmens-, Finanzaufsichts- und Steuerrechts beachtet werden, die aber generell gelten und nicht als spezifische Kapitalverkehrsbeschränkung angesehen werden können.

Auch in den Entwicklungsländern verlief die Liberalisierung des Kapitalverkehrs uneinheit-

*Erhebliches Liberalisierungspotenzial in den Entwicklungsländern*

---

<sup>1</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Freizügigkeit im Kapitalverkehr der Bundesrepublik mit dem Ausland, Monatsbericht, Juli 1985, S. 16 ff.

### Beschränkung von Kapitaltransaktionen in den IWF-Mitgliedsländern \*)

Stand Ende 1999; Anzahl der Länder

| Position                                | Insgesamt | davon: 1)        |                     |                         |
|---|-----------|------------------|---------------------|-------------------------|
|   |           | Industrie-länder | Entwicklungs-länder | Transfor-mations-länder |
| Betrachtete Länder                      | 185       | 29               | 129                 | 27                      |
| darunter mit Kontrollen für:            |           |                  |                     |                         |
| Wertpapiere                             | 125       | 12               | 92                  | 21                      |
| Geldmarktpapiere                        | 110       | 9                | 81                  | 20                      |
| Investment-zertifikate                  | 103       | 8                | 76                  | 19                      |
| Derivate                                | 83        | 7                | 60                  | 16                      |
| Wirtschafts-kredite                     | 108       | 5                | 86                  | 17                      |
| Finanzkredite                           | 113       | 5                | 89                  | 19                      |
| Garantien                               | 93        | 2                | 77                  | 14                      |
| Direkt-investitionen                    | 147       | 20               | 106                 | 21                      |
| Liquidierung von Direkt-investitionen   | 54        | 1                | 49                  | 4                       |
| Immobilien-transaktionen                | 136       | 14               | 97                  | 25                      |
| Persönliche Kapital-transaktionen       | 90        | 3                | 70                  | 17                      |
| darunter mit speziellen Regelungen für: |           |                  |                     |                         |
| Banken                                  | 158       | 18               | 113                 | 27                      |
| Institutionelle Investoren              | 83        | 20               | 49                  | 14                      |

Quelle: IWF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2000; eigene Berechnungen. — \* Einschl. Aruba, Hongkong (SAR) und Niederländische Antillen; Stand Ende 1999. — 1 Zuordnung der Länder analog zur Klassifizierung im World Economic Outlook, Mai 2001.

Deutsche Bundesbank

lich und war nicht frei von Rückschlägen. So war beispielsweise in Lateinamerika während der Schuldenkrise zu Beginn der achtziger Jahre eine deutliche Zunahme der Kapitalverkehrsbeschränkungen zu verzeichnen. Ende der achtziger und mehr noch zu Beginn der neunziger Jahre beschleunigte sich dann allerdings unter den Entwicklungs- und Transformationsländern der Trend zur Integration der nationalen Finanzsysteme in die internationalen Finanzmärkte. Die Anpassung des Wechselkursregimes an die größere Kapitalmobilität in diesen Ländern war nicht einheitlich. Allerdings ist eine gewisse Tendenz zu den „polaren“ Systemen fixer beziehungsweise flexibler Wechselkurse erkennbar. Eine Reihe von Ländern wählte eine engere Bindung ihrer Währung an eine Ankerwährung, etwa in Form eines „currency boards“. Unter dem Eindruck der Erfahrungen mit den Währungskrisen der neunziger Jahre entschieden sich andererseits viele Schwellenländer für ein Wechselkursregime, das eine größere Flexibilität der Wechselkurse erlaubte. Dessen ungeachtet besteht in den Entwicklungsländern noch ein erhebliches Potenzial für weitere Schritte zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs. Nach Angaben des IWF bestanden Ende 1999 in der Mehrzahl der 129 betrachteten Entwicklungsländer noch vielfältige Hemmnisse für grenzüberschreitende Kapitaltransaktionen. Betroffen davon sind insbesondere auch die für den Entwicklungsprozess wichtigen Direktinvestitionen, für die in 106 der betrachteten Länder Beschränkungen bestehen.

## Internationaler Kapitalverkehr als Wachstumsmotor der Weltwirtschaft

*Wachstums-  
steigerung  
durch globale  
Allokation der  
Ersparnisse*

Das zentrale Argument für einen freien internationalen Kapitalverkehr ist sein Beitrag für das Wirtschaftswachstum. Unter den Bedingungen eines freien Kapitalverkehrs ist die effiziente Allokation der Ersparnisse und damit auch des Produktionsfaktors „Kapital“ nicht mehr durch Ländergrenzen beschränkt. Die verfügbaren finanziellen Ressourcen werden ihrer produktivsten Verwendung zugeführt, das heißt dort eingesetzt, wo sie den höchsten Ertrag versprechen und damit den größten Wachstumsbeitrag leisten können. Investierende Unternehmen können auf Ersparnisse im Ausland zurückgreifen und den Anlegern stehen weltweit die ihren Renditewünschen und Risikoneigungen entsprechenden Anlageformen offen. Von dem Zusammenwirken international agierender Kapitalanbieter und -nachfrager sowie dem wachstumssteigernden Effekt profitieren beide Seiten – die Empfänger von Kapitalzuflüssen ebenso wie die Länder, die ihre Ersparnisse per saldo dem Ausland zur Verfügung stellen.

*Intertemporale  
Allokation von  
Konsum und  
Sparen zwi-  
schen Volks-  
wirtschaften*

Die wohlfahrtssteigernde Wirkung des freien Austauschs von Kapital- beziehungsweise Vermögenspositionen ist letztlich ähnlich wie im internationalen Waren- und Dienstleistungsverkehr. Was aber hinsichtlich des Güterverkehrs meist unmittelbar zu überzeugen vermag, bereitet in Bezug auf den Kapitalverkehr oft Schwierigkeiten. Dies mag daran liegen, dass es hier nicht nur um grenzüberschreitende Ströme, sondern auch um Bestände geht. Gerade hier liegt aber der eigentliche Nutzen begründet. Die Bestands-

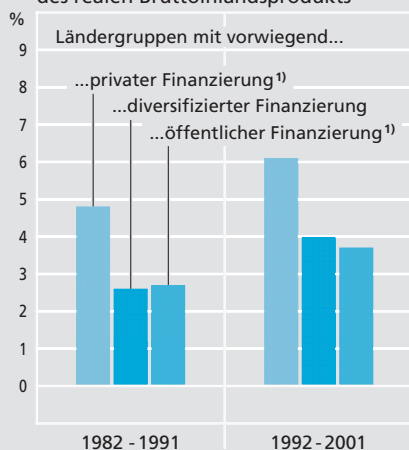
haltung ist das Vehikel für einen intertemporalen Ausgleich. Einzelne Volkswirtschaften haben nämlich auf Grund unterschiedlicher struktureller Gegebenheiten im Zeitablauf voneinander abweichende Finanzierungsbedürfnisse und damit eine unterschiedliche Entwicklung von Konsum und Sparen. So benötigen etwa Schwellen- und Entwicklungsländer während des wirtschaftlichen Aufholprozesses Finanzierungsmittel für ihre Investitionen in einem Umfang, der durch inländische Ersparnis und öffentliche Entwicklungshilfe nicht aufgebracht werden kann. Für viele Industrieländer eröffnet ein freier Kapitalverkehr auch die Möglichkeit, den Problemen im Zusammenhang mit einer ungünstigen demographischen Entwicklung Rechnung zu tragen. In einer Phase, in der die geburtenstarken Jahrgänge erwerbstätig sind, können Ersparnisse im Ausland gebildet werden, auf deren Erträge später zurückgegriffen werden kann. Weltweit integrierte Finanzmärkte sorgen dafür, dass die unterschiedlichen Finanzierungs- und Anlagebedürfnisse ausgeglichen werden.

Nicht nur auf makroökonomischer Ebene, auch bei sektoraler Betrachtung ist bei freiem internationalen Kapitalverkehr mit positiven Effekten zu rechnen. Vormalig geschützte nationale Finanzdienstleistungsinstitute müssen sich dem verstärkten internationalen Marktdruck stellen und ihre Geschäftsabläufe effizient gestalten, um wettbewerbsfähig zu bleiben. Dadurch werden nicht nur Innovationen im Finanzsektor begünstigt und beschleunigt, von einem leistungsfähigen Finanzsektor profitieren auch die übrigen Bereiche einer Volkswirtschaft. Gleichwohl ist nicht zu verkennen,

*Wachstum  
durch Intensi-  
vierung des  
Wettbewerbs  
im Finanzsektor*

### Externe Finanzierung und Wirtschaftswachstum von Entwicklungsländern \*)

Durchschnittliches jährliches Wachstum  
des realen Bruttoinlandsprodukts



Quelle: IWF, World Economic Outlook, Oktober 2000, S.197. — \* Netto-Schuldnerländer. — 1 Zuweisungskriterium für private bzw. öffentliche Finanzierung: Externe Finanzierung zwischen 1994 und 1998 zu mehr als zwei Dritteln aus privaten bzw. öffentlichen Quellen.

Deutsche Bundesbank

dass ein zunehmender Einfluss ausländischer Finanzinstitute auf die heimische Finanzbranche in manchen Ländern auf Bedenken und Widerstand stößt. Zu dem mit Direktinvestitionen im Finanzdienstleistungsbereich (wie auch in anderen Sektoren) verbundenen „Wissenstransfer“ gibt es jedoch in vielen Fällen kaum eine Alternative. Auf internationaler Ebene begünstigt der freie Kapitalverkehr die Realisierung von Spezialisierungsvorteilen im Finanzsektor. Ebenso wie bei der Güterproduktion ist es auch bei Finanzdienstleistungen nicht für alle Länder möglich oder lohnend, die gesamte Palette moderner Finanzdienstleistungen durch heimische Institute anzubieten. In vielen Fällen ist es günstiger, ausgewählte Finanzdienstleistungen zu importieren und im Gegenzug andere Güter zu exportieren, bei deren Produktion komparative Vor-

teile bestehen. Unter dem Aspekt der Risikohäufung ist die mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs teilweise einhergehende Konzentration jedoch nicht unbedenklich. Hier kommt es darauf an, dass die Kartellbehörden wachsam sind, im Übrigen aber den eingegangenen Risiken adäquate „Sicherheitspolster“ in Form von Eigenkapital gegenüberstehen (was eine Frage der Bankenaufsicht ist).

Die positiven Effekte eines freien Kapitalverkehrs ergeben sich nicht nur aus allgemeinen theoretischen Überlegungen. Sie lassen sich durchaus auch empirisch belegen. So konnten die Entwicklungsländer mit überwiegend privater Finanzierung ihres Entwicklungsprozesses in den vergangenen beiden Dekaden ein deutlich höheres Wachstum erzielen als die Länder, die vor allem auf öffentliche Kapitaltransfers angewiesen waren. Dieser Zusammenhang ist in den neunziger Jahren stärker ausgeprägt als in der Dekade davor. Nach Angaben des IWF<sup>2)</sup> wuchsen die Nettoschuldner unter den Entwicklungsländern mit überwiegend privater Finanzierung im Zeitraum von 1992 bis 2001 mit jahresdurchschnittlich 6,1 %, verglichen mit 4,8 % in den Jahren 1982 bis 1991. Im Unterschied dazu wuchsen die Entwicklungsländer mit überwiegend öffentlicher Finanzierung in den Vergleichsperioden nur um 3,7 % beziehungsweise 2,7 %. Der positive Zusammenhang zwischen privaten Kapitalzuflüssen und Wachstum dokumentiert natürlich auch, dass Länder mit relativ gesunden Strukturen eher in der Lage sind, internationale Investitionen

*Höheres  
Wachstum in  
Entwicklungsländern mit  
überwiegend  
privater externer  
Finanzierung*

2 Vgl.: Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2000, S. 197.



anzuziehen. Im Übrigen fördern solche Investitionen den grenzüberschreitenden Waren- und Dienstleistungsverkehr und unterstützen damit ein Hauptanliegen des IWF-Übereinkommens.

*Freier Kapitalverkehr unterstützt die Geldpolitik*

Unabhängig von den beschriebenen positiven Wohlfahrtseffekten ist der Kapitalverkehr bei flexiblen Wechselkursen noch unter einem ganz anderen Aspekt von Nutzen. Kapitalbewegungen können nämlich die Geldpolitik sehr wirksam unterstützen. Davon profitierte in den siebziger Jahren insbesondere die deutsche Geldpolitik, nachdem diese im Jahrzehnt zuvor wegen ihrer stabilitätsorientierten Haltung – bei festen Wechselkursen – wiederholt in ein kritisches Dilemma geraten war. Bei beweglichen Wechselkursen und freiem Kapitalverkehr wirkt die Geldpolitik erfahrungsgemäß relativ schnell. Bei Zinsanhebungen beispielsweise wird eine Tendenz zu Kapitalimporten und Aufwertung ausgelöst. Dadurch werden nicht nur die Exporte gebremst und die Importe stimuliert, also das inländische Güterangebot erhöht – was für sich genommen schon preisdämpfend wirkt. Darüber hinaus wird auch der direkte Preiszusammenhang stabilitätsfördernd genutzt. Die mit den Kapitalimporten einhergehende Aufwertungstendenz drückt auf die Import- und Exportpreise und hat damit auch einen direkten dämpfenden Einfluss auf die Inlandspreise. Bei einem freien und damit auch zinsreagiblen Kapitalverkehr – und beweglichen Wechselkursen – wird die Geldpolitik aber auch längerfristig verstärkt. Abgesehen von sonstigen Einflüssen geht eine Stabilitätspolitik im Allgemeinen mit einer anhaltenden Tendenz zu Kapitalimporten und Aufwertung

einher. Eine eher lockere Geldpolitik hingegen wird meist von einer Neigung zu Kapitalabflüssen und Abwertung begleitet, so dass Inflationstendenzen beschleunigt werden und die Geldpolitik insoweit bestraft wird.

### Liberalisierung als Ursache von Finanzkrisen?

Die Finanzkrisen der neunziger Jahre haben die hoch gesteckten Erwartungen, die an liberalisierte Kapitalmärkte geknüpft wurden, zumindest teilweise gedämpft. Es verbreiteten sich Zweifel, ob die substanziellen Risiken, die mit einer (zu schnellen) Öffnung des heimischen Kapitalmarkts einhergehen, nicht unterschätzt wurden. Die Tatsache, dass dynamisch wachsende Volkswirtschaften mit scheinbar solider Makropolitik (allerdings meist festen Wechselkursen) in eine schwere Krise geraten konnten, wurde vielfach als Indiz für ein Versagen der internationalen Finanzmärkte gewertet. Im Zentrum der Kritik stand dabei vor allem die hohe Volatilität der kurzfristigen Kapitalströme. Als besonders problematisch wurde angesehen, dass sich Krisen auch auf andere, vermeintlich gesunde Länder übertragen konnten. Dabei wird allerdings häufig übersehen, dass Faktoren wie implizite Kredit- und Wechselkursgarantien, schwach entwickelte und unzureichend beaufsichtigte Finanzsysteme sowie politisch motivierte Einflussnahmen auf das Wirtschaftsgeschehen erst den Anreiz für exzessive Kapitalzuflüsse schufen. Die Kapitalimporte wurden zudem in erheblichem Umfang in Projekte gelenkt, die den Renditeerwartungen, insbesondere nach Wegfall der implizi-

*Politikversagen als zentrale Ursache von Finanzkrisen ...*



ten Garantien, nicht gerecht werden konnten. Die Asienkrise macht das Zusammenwirken dieser Faktoren deutlich. Auf Grund der in einigen Ländern engen Verbindungen der heimischen Finanzintermediäre mit den jeweiligen Regierungen gingen die ausländischen Kreditgeber vielfach davon aus, dass ihre Ausleihungen de facto staatlich garantiert seien. Das starke offizielle Bekenntnis zu einer Politik stabiler Wechselkurse trug dazu bei, dass die Währungsrisiken des internationalen Kreditgeschäfts unterschätzt wurden. Die impliziten Garantien der Regierungen führten bei der vielfach unzureichenden Finanzmarktaufsicht zum Aufbau einer beträchtlichen – und zudem extrem kurzfristigen – Auslandsverschuldung in fremder Währung. Ein großer Teil der Kapitalimporte floss dabei in den Immobiliensektor und erzeugte dort eine „Preisblase“ oder wurde durch staatliche Einflussnahme gezielt in bestimmte Sektoren der Volkswirtschaft geleitet und führte dort zu „Überinvestitionen“. Als die Finanzmärkte erkannten, dass ihren Forderungen keine hinreichend produktiven Investitionen gegenüberstanden, begannen sie ihre Mittel abzuziehen. Dies führte zu einem massiven Druck auf die heimische Währung und letztlich zum Ausbruch der Währungskrise.

Im Vorfeld und im Verlauf der Krisen kam es aber auch zu Fehleinschätzungen und Überreaktionen der Marktteilnehmer. So wurden bei den Entscheidungen über die Kreditvergabe die Politik- und Strukturdefizite in den betreffenden Ländern häufig nur unvollständig oder zu spät wahrgenommen und berücksichtigt. Vielfach gab das Verhalten anderer Marktteilnehmer den Ausschlag für ei-

*... verstärkt durch Marktunvollkommenheiten*

gene Entscheidungen. Zudem differenzierten die Märkte phasenweise nur unzureichend die unterschiedliche Risikosituation in einzelnen Ländern. So gerieten bei Ausbruch von Krisen auch Länder unter Druck, die lediglich zur gleichen Ländergruppe oder Region gehörten, aber nicht unbedingt vergleichbare wirtschaftliche oder strukturelle Mängel aufwiesen. Allerdings wurden solche Fehleinschätzungen vergleichsweise rasch korrigiert. Jedenfalls gibt es kein Beispiel dafür, dass wirtschaftlich gesunde Länder durch Ansteckungswirkungen in eine schwere Krise geraten sind. Freier Kapitalverkehr kann also Krisen verstärken und beschleunigen, ihre Ursachen liegen aber anderswo. In einer eingehenden Untersuchung der jüngeren internationalen Finanzkrisen war die Bundesbank im Jahr 1999 auf Basis ökonomischer Ansätze zu dem Ergebnis gekommen, dass vor allem wirtschaftspolitisches Fehlverhalten eine Rolle spielt.<sup>3)</sup>

### Zurück zur Regulierung des Kapitalverkehrs?

*Forderung nach Beschränkungen des Kapitalverkehrs nie ganz verstummt*

Ungeachtet der mit einem freien Kapitalverkehr verbundenen längerfristigen Vorteile und angesichts der jüngeren internationalen Finanzkrisen wird immer wieder der Ruf nach einer erneuten Regulierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs laut. Häufig steht hinter solchen Forderungen die Auffassung, dass ein freier Kapitalverkehr die wirtschaftspolitische Autonomie einschränke. Insbesondere könnten bei festen Wechselkursen der Zinspolitik enge Grenzen gesetzt sein, um eigenständige Ziele für Stabilität, Beschäfti-

gung oder Wachstum zu verfolgen. Mitunter besteht das Motiv für die Beibehaltung oder Wiedereinführung von Kontrollen auch darin, Ersparnisse im Inland „einzusperren“, um eine günstige Finanzierung des Staates oder öffentlich geförderter Projekte sicherzustellen. Auch der Wunsch, die eigene Wirtschaft gegenüber dem von volatilen internationalen Finanzmärkten ausgehenden Störpotenzial abzuschotten, dient nicht selten als Begründung für eine Beibehaltung oder erneute Einführung von Kapitalverkehrskontrollen. Darüber hinaus wird ein freier Kapitalverkehr angesichts der jüngeren Finanzkrisen einfach für „zu gefährlich“ gehalten.

Das Spektrum möglicher Kapitalverkehrskontrollen reicht von generellen Verboten über quantitative Beschränkungen bis hin zu preispolitischen Maßnahmen in Form der Besteuerung grenzüberschreitender Transaktionen. Ein prominentes Beispiel für ein häufig diskutiertes preispolitisches Instrument zur Eindämmung der Kapitalmarktvolatilität ist die so genannte Tobin-Steuer. Hierbei handelt es sich um eine international zu erhebende einheitliche Steuer auf Devisentransaktionen. Indem Währungsgeschäfte verteuert und damit die Gewinnspanne der Spekulanten reduziert wird, soll durch eine solche Steuer der Anreiz für kurzfristige, spekulativ ausgerichtete Devisentransaktionen vermindert werden. Auf diese Weise sollen die Volatilität der Wechselkurse begrenzt und destabilisierende Wirkungen auf das heimische Bankensystem und die

*Wiedereinführung von Kontrollen mit hohen Kosten verbunden*

<sup>3</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Bedeutung von Fundamentalfaktoren für die Entstehung von Währungskrisen in Entwicklungs- und Schwellenländern, Monatsbericht, April 1999, S. 15ff.

inländische Wirtschaft vermieden werden. Kurzfristige Kapitaltransaktionen können jedoch nicht grundsätzlich als unerwünscht klassifiziert beziehungsweise als ökonomisch zweifelhafte Spekulation bezeichnet werden. Bestimmte kurzfristige Kapitalbewegungen, etwa Arbitragetransaktionen, sind vielmehr ein wichtiger Bestandteil effizienter Finanzmärkte. Der kurzfristige Kapitalverkehr spielt zudem in Form von Handelskrediten eine wichtige Rolle bei der Finanzierung des Leistungsverkehrs und trägt zur Ausweitung des Welthandels bei. Eine generelle Beschränkung kurzfristiger Kapitaltransaktionen würde deshalb den optimalen Einsatz der verfügbaren Ressourcen behindern und könnte zu erheblichen volkswirtschaftlichen Kosten in Form von Wachstumsverlusten führen. Ohnehin dürfte es schwierig, wenn nicht gar unmöglich sein, eine solche Steuer weltweit einzuführen und alle relevanten Devisentransaktionen zu erfassen. Die Erfahrung zeigt zudem, dass Kontrollen ihre Wirkung im Zeitablauf schnell verlieren können, weil die Marktteilnehmer bei ihren Transaktionen auf bislang nicht regulierte Bereiche und Instrumente ausweichen. Werden die Beschränkungen in der Folge weiter ausgeweitet, nehmen deren verzerrende Wirkung und die damit einhergehenden Wohlfahrtsverluste zu.

*Kontrollen kein  
Schutz vor den  
Folgen von  
Politikdefiziten*

Hinter der Forderung nach Beibehaltung oder Wiedereinführung von Kapitalverkehrskontrollen verbirgt sich nicht selten der Wunsch, die Vorteile des freien Kapitalverkehrs zu nutzen, ohne die damit verbundene Marktdisziplin akzeptieren zu müssen. Mit der Integration in die internationalen Finanzmärkte kann in gewisser Hinsicht ein wirtschaftspolitischer

Autonomieverlust verbunden sein. Internationale Kapitalströme reagieren relativ sensibel auf wirtschaftspolitisches Fehlverhalten. Kapitalabflüsse sind nicht selten ein Indiz für das mangelnde Vertrauen der Finanzmärkte in den Willen und die Fähigkeit der Politik, notwendige Reformen in Angriff zu nehmen und zum Erfolg zu führen. Es wäre allerdings falsch, hieraus den Schluss zu ziehen, dass der freie Kapitalverkehr die Gestaltungsfreiheit der Politik untergrabe oder bestimmte Politiken erzwingt. Der freie Kapitalverkehr legt bestehende wirtschaftspolitische Mängel und die damit verbundenen Kosten offen und übt so einen Rechtfertigungsdruck auf die politisch Verantwortlichen aus. Zwar machen Politikdefizite auch unter den Bedingungen eines eingeschränkten Kapitalverkehrs früher oder später Anpassungen unumgänglich. Bei freiem Kapitalverkehr sind solche Defizite aber schwieriger zu verschleiern, und der Anpassungsdruck setzt schneller und häufig mit großer Wucht ein. Es verwundert deshalb nicht, dass die Kritik am freien Kapitalverkehr beziehungsweise die Forderung nach Einführung von Kapitalverkehrskontrollen immer dann laut werden, wenn wirtschaftspolitische Fehler zu Tage treten und die Politik erkennen muss, dass sie sich ökonomischen Gesetzmäßigkeiten und Anreizmechanismen nicht dauerhaft widersetzen kann. Umso wichtiger ist es, die wirtschaftspolitische Disziplinierungsfunktion eines ungehinderten Kapitalverkehrs nicht zu beeinträchtigen.

## Zur Notwendigkeit eines geordneten Liberalisierungsprozesses

*Nicht Rücknahme der Liberalisierung, sondern Bekämpfung der Ursachen von Finanzkrisen*

Auch wenn die schweren Finanzkrisen der neunziger Jahre ohne einen freien Kapitalverkehr vielleicht nicht möglich gewesen wären, ist die Forderung nach einer Rücknahme der Liberalisierung keine sinnvolle Lösung. Diese Forderung ignoriert, dass damit ein Verlust von Wachstumsgewinnen einhergehen würde und auch der Disziplinierungszwang der Märkte längerfristig eher Vorteile hat. Ziel muss es deshalb sein, die Vorteile eines freien Kapitalverkehrs zu nutzen und gleichzeitig die Wahrscheinlichkeit und das Ausmaß künftiger Finanzkrisen zu verringern. Die Lösung liegt in der Vermeidung wirtschaftspolitischen Fehlverhaltens sowie einer Stärkung der Rahmenbedingungen. Von besonderer Bedeutung ist dabei die Schaffung einer leistungsfähigen Bankenaufsicht. Gleichzeitig gilt es, Beeinträchtigungen marktwirtschaftlicher Lenkungsmechanismen zu beseitigen. Handelsbeschränkungen und Staatsgarantien gehören ebenso auf den Prüfstand wie starre Wechselkursregelungen. Hier besteht in den meisten der in jüngster Zeit von Krisen betroffenen Länder noch ein erheblicher Handlungsbedarf. Wichtig ist schließlich auch, dass die internationale Gemeinschaft eine Verzerrung der Anreizstrukturen für die Marktteilnehmer vermeidet. Deshalb müssen großvolumige Finanzierungspakete des IWF und anderer öffentlicher Geldgeber im Fall von Finanzkrisen vermieden werden. Ohne eine angemessene finanzielle Beteiligung des privaten Sektors an der Lösung von Finanzkrisen wird die Basis für eine Fehlentwicklung des Kapitals und spätere Krisen gelegt.

Künftig kommt es darauf an, die Liberalisierung des Kapitalverkehrs insbesondere an die Schaffung solider institutioneller Rahmenbedingungen zu knüpfen („sequencing“). Dies ist eine zentrale Lehre aus den jüngsten Finanzkrisen. Die Forderung nach einem angemessenen „sequencing“ bedeutet jedoch nicht, dass mit der Liberalisierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs erst begonnen werden sollte, wenn die Deregulierung des Finanzsektors im Inland abgeschlossen ist. Öffnung nach Außen und Reformen im Inneren sind vielmehr ein zusammenhängender Prozess. Dabei kann es keine Patentrezepte geben, denn die einzelnen Länder sind zu unterschiedlich hinsichtlich ihres gesamtwirtschaftlichen Entwicklungsstandes, der „Reife“ ihres Finanzsektors und ihrer institutionellen Strukturen. Dennoch können einige allgemeine Prinzipien Anhaltspunkte für ein Erfolg versprechendes „sequencing“ geben. So besteht bei den langfristigen Kapitalströmen und hier insbesondere bei den Direktinvestitionen weniger die Gefahr, dass sie bei wirtschaftlichen Problemen schnell wieder zurückgezogen werden. Dem Aufbau eines inländischen Finanzmarkts, entsprechender Institutionen und Aufsichtsgremien sollte Vorrang eingeräumt werden. Besondere Vorsicht erfordert die Öffnung für kurzfristige Kapitalbewegungen. Sie sollte deshalb eher am Ende des Liberalisierungsprozesses stehen. Insgesamt hätten die jüngeren Finanzkrisen bei einer funktionierenden Aufsicht (beispielsweise auch hinsichtlich der Absicherung kurzfristiger Verbindlichkeiten) gemildert, wenn nicht vermieden werden können.

*Stärkere Betonung des „sequencing“ im weiteren Liberalisierungsprozess*

*Kapitalverkehrs-  
kontrollen  
nur in Aus-  
nahmefällen  
erwägenswert*

Auf dem Weg zu einem freien internationalen Kapitalverkehr können Kapitalverkehrskontrollen in bestimmten Fällen allenfalls als „vorübergehender Ersatz“ für noch unzureichend entwickelte Aufsichts- und Risikomanagementsysteme im Finanzsektor fungieren. In diesem Zusammenhang wird oft auf die positiven Erfahrungen Chiles mit seinen vielbeachteten steuerähnlichen Kapitalimportbeschränkungen verwiesen. Allerdings ist die wirtschaftliche Stabilität in Chile in den neunziger Jahren nicht eindeutig auf die Existenz dieser Kontrollen zurückzuführen. Vieles spricht dafür, dass die stabilitätsorientierte makroökonomische Politik (einschließlich der rechtzeitigen Flexibilisierung des Wechselkursregimes) und die solide Finanzaufsicht eine wesentliche Rolle gespielt haben. Eine temporäre Beschränkung des Kapitalverkehrs kann auch in Ausnahmesituationen angezeigt sein, um einem Land in einer Krisensituation eine Atempause für die Durchführung notwendiger und vertrauensbildender Reformmaßnahmen zu verschaffen. Panikartige Kapitalabflüsse können dadurch vermieden werden. Allerdings sollten derartige Kontrollen nur im Rahmen eines umfassenden wirtschaftspolitischen Reformprogramms eingeführt werden, das sowohl vom betroffenen Land als auch vom IWF mitgetragen wird. Beschränkungen des Kapitalverkehrs können kein Ersatz für notwendige Anpassungs- und Reformmaßnahmen sein. Zudem sollten die Kontrollen zeitlich begrenzt und explizit als Ausnahmeregelung deklariert sein. Nur so kann ein tief gehender Vertrauensverlust bei den internationalen Investoren und ein damit verbundener längerfristiger Verlust des Kapitalmarktzugangs vermieden werden („Mau-

sefallensyndrom“). Kapitalverkehrskontrollen als Bestandteil eines zur Lösung einer Finanzkrise konzipierten Programms wurden 1998 von Malaysia eingeführt – allerdings ohne Absprache mit dem IWF. Ein abschließendes Urteil über Nutzen und Kosten dieser Maßnahmen ist derzeit noch nicht möglich. Allerdings deuten erste Analysen darauf hin, dass die Ergebnisse dieser Maßnahmen besser sind, als anfänglich von vielen Beobachtern erwartet wurde. Die Kapitalabflüsse konnten kurzfristig deutlich verringert werden und damit die gewünschte Atempause für Reformen schaffen. Gleichzeitig musste aber ein relativ starker Anstieg der internationalen Finanzierungskosten hingenommen werden und der Zufluss an Direktinvestitionen blieb schwach. Anzuerkennen ist, dass es Malaysia gelang, die Krise ohne umfangreiche offizielle Hilfen zu meistern.

## Die Rolle des IWF

Die Finanzkrisen der neunziger Jahre haben gezeigt, dass die Folgen wirtschaftspolitischen Fehlverhaltens und unzureichender Rahmenbedingungen bei freiem Kapitalverkehr weitaus gravierender sein können, als dies in der Vergangenheit der Fall war. Deshalb ist die Krisenprävention durch eine intensivere bilaterale und multilaterale Überwachung des IWF von entscheidender Bedeutung. Vor allem kommt es auf eine frühzeitige Identifizierung von Mängeln in der Wirtschaftspolitik der Mitgliedsländer an. Hierzu gehört die Überwachung der makroökonomischen Entwicklung mit ihren Kernbereichen der Geld- und Fiskalpolitik einschließlich der

*Intensivierung  
der wirtschafts-  
politischen  
Überwachung*

Angemessenheit des Wechselkursregimes. Starre Wechselkursregelungen können unter den Bedingungen des freien Kapitalverkehrs nicht nur das Ziel einer stabilitätsorientierten Geldpolitik unterlaufen, sondern auch erheblich zum Aufbau eines Krisenpotenzials beitragen. Dabei können makroökonomische Indikatoren frühzeitig Hinweise auf drohende Krisen geben, sie können eine umfassende länderspezifische Analyse jedoch nicht ersetzen. Im Rahmen der makroökonomischen Überwachung und Beratung sollte der IWF auch verstärkt die institutionellen Strukturen in den Ländern darauf hin überprüfen, inwieweit sie in der Lage sind, Kapitalzuflüsse zu absorbieren und einer effizienten Nutzung zuzuführen. In diesem Zusammenhang sind ein leistungsfähiger und robuster Finanzsektor sowie eine wirksame Aufsicht besonders wichtig. Das gilt auch für die multilaterale Überwachung der globalisierten Finanzmärkte. Die Einberufung einer „Capital Markets Consultative Group“ durch den Geschäftsführenden Direktor des IWF als Dialogforum mit den privaten Marktteilnehmern und die Bündelung kapitalmarktrelevanter Bereiche im IWF in einer eigenständigen Kapitalmarkt-Abteilung können dazu beitragen, die Kapitalmarkt-Kompetenz des Fonds zu erhöhen und seine multilaterale Überwachungsfunktion zu stärken.

*Stärkung der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte*

Die Qualität der Entscheidungen der Finanzmarktteilnehmer hängt vor allem davon ab, inwieweit sie auf verlässlichen Informationen über die wirtschaftliche Entwicklung in den betreffenden Ländern basieren. Unzureichende und fehlerhafte Informationen ziehen eine suboptimale Kapitalallokation nach sich

und können in Krisenzeiten zu Überreaktionen beitragen. Die Beurteilung vorliegender Informationen liegt in erster Linie in der Verantwortung jedes Investors. Der IWF kann hier unterstützend wirken, indem er die Bereitstellung von aussagekräftigen und zeitnahen Informationen fördert. Ein wichtiges Instrument zur Verbesserung der allgemeinen Transparenz ist zudem die Entwicklung von Standards und Kodizes für wirtschaftliche und finanzielle Aktivitäten. Der IWF mit seiner nahezu universellen Mitgliedschaft ist prädestiniert, eine herausgehobene Funktion bei der Formulierung und Überwachung wichtiger Standards und Kodizes zu übernehmen. Mit den „Reports on the Observance of Standards and Codes“ (ROSCs) hat er ein hierfür geeignetes Instrument. Inzwischen gibt es allerdings eine große und weiter wachsende Zahl von Standards und Kodizes. Selbst die Einhaltung der zwölf vom Forum für Finanzmarktstabilität identifizierten Standards ist ein sehr ehrgeiziges Unterfangen. Es ist deshalb unerlässlich, zeitliche und inhaltliche Prioritäten zu setzen. Nicht jeder Standard ist für jedes Land in jeder Situation gleich wichtig. Im Übrigen sind immer mehr und immer umfangreichere Standards für sich genommen keine Garantie für ein stabiles Finanzsystem. Sofern sie angewandt werden, können Standards und Kodizes eine solide Makropolitik unterstützen, aber natürlich nicht ersetzen.

Zu den erforderlichen Reformen im Finanzsektor und zum Aufbau eines angemessenen ordnungspolitischen Rahmens kann der IWF auch im Rahmen der technischen Hilfe beitragen. Dazu bedarf es einer engen Zusammenarbeit und Abstimmung mit anderen nationa-

*Keine finanzielle Förderung der Liberalisierung durch den IWF*

len und internationalen Institutionen (insbesondere der Weltbank), um die knappen Ressourcen sachgerecht und zielgerichtet einzusetzen. Eine darüber hinausgehende finanzielle Unterstützung des Liberalisierungsprozesses durch den IWF ist weder vertretbar noch erforderlich. Aufgabe von Finanzhilfen des Fonds ist es, zur Deckung eines Zahlungsbilanzbedarfs im Rahmen eines Anpassungsprogramms beizutragen und nicht lediglich Politikverbesserungen zu subventionieren. Bei einer geordneten Liberalisierung mit einem durchdachten „sequencing“ sollte kein zusätzlicher Finanzierungsbedarf entstehen. Auch der Einsatz der IWF-Finanzierung als Anreizinstrument für eine geordnete Liberalisierung ist abzulehnen. Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs ist ordnungspolitisch eine „Bringschuld“ und liegt im ureigensten Interesse jedes Landes.

*Änderung des  
IWF-Überein-  
kommens  
weiterhin  
wünschenswert*

Mit Blick auf die Zunahme der internationalen Kapitalströme und den Nutzen einer geordneten Liberalisierung begann Mitte der neunziger Jahre die Diskussion darüber, ob und gegebenenfalls wie das IWF-Übereinkommen an diese Realitäten angepasst werden sollte. Diese Diskussion mündete in eine Erklärung des Interimsausschusses (jetzt: Internationaler Währungs- und Finanzausschuss) vom Herbst 1997. Mit ihr wurde das Exekutivdirektorium des IWF aufgefordert, seine Arbeiten an der Änderung des IWF-Übereinkommens abzuschließen, um die Liberalisierung des Kapitalverkehrs zu einer Aufgabe des IWF zu erklären (vgl. Ausführungen auf S. 31). Die Jurisdiktion des IWF sollte im notwendigen Umfang durch sorgfältig definierte und einheitlich angewandte Verpflichtungen zur Liberali-

sierung des Kapitalverkehrs erweitert werden. Auf diese Weise würde die asymmetrische Behandlung von Leistungsbilanzbezogenen Transaktionen und reinen Kapitalbilanztransaktionen im IWF-Übereinkommen beseitigt. Den Mitgliedsländern wäre fortan die Einführung von Kapitalverkehrsbeschränkungen außer in klar definierten Situationen grundsätzlich untersagt.

Mit einer solchen Änderung des IWF-Übereinkommens würden die Aktivitäten des Fonds auf eine klare rechtliche Grundlage gestellt und eine eindeutige Rollenabgrenzung gegenüber anderen internationalen Institutionen ermöglicht. Zudem würde auf diese Weise eine einheitliche Anwendung der Liberalisierungspflichten auf alle Mitgliedsländer sichergestellt. Allerdings hat als Folge der jüngsten Finanzkrisen die Unterstützung der Mitgliedsländer für ein umfassendes Mandat des IWF bei der Kapitalverkehrsliberalisierung zuletzt spürbar nachgelassen. Da die notwendige Mehrheit für eine umfassende Änderung des IWF-Übereinkommens derzeit nicht realisierbar zu sein scheint, wurde bereits über eine weniger weit reichende Rolle des Fonds im Sinne einer „second-best“-Lösung nachgedacht. So könnte die Kapitalverkehrsliberalisierung zwar als Ziel in das IWF-Übereinkommen aufgenommen werden, es bliebe jedoch im Ermessen der Mitgliedsländer, über Zeitpunkt, Umfang und Geschwindigkeit des Liberalisierungsprozesses zu entscheiden. Lediglich die Wiedereinführung bereits entfallener Kontrollen wäre der Genehmigungspflicht des IWF unterworfen. Ein solcher Ansatz bliebe zwar hinter einer umfassenden Jurisdiktion des IWF im Bereich der Kapital-

*Klares Mandat  
für den IWF  
erforderlich*



## Erklärung des Interimsausschusses zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs im Rahmen einer Änderung des IWF-Übereinkommens, wie angenommen, Hongkong (SVB), 21. September 1997

1. Es ist an der Zeit, dem Übereinkommen von Bretton Woods ein neues Kapitel hinzuzufügen. Für das internationale Währungssystem sind private Kapitalströme wesentlich wichtiger geworden, und ein zunehmend offenes und liberales System erwies sich als im höchsten Maße nützlich für die Weltwirtschaft. Kapitalbewegungen steigern die Investitionen, das Wachstum und den Wohlstand, indem sie die Zuführung der Ersparnisse zu ihren produktivsten Verwendungszwecken fördern. Unter der Voraussetzung, dass die Kapitalverkehrsliberalisierung auf geordnete Weise durchgeführt und sowohl durch angemessene Politikmaßnahmen auf nationaler Ebene als auch durch ein solides multilaterales Überwachungssystem und Finanzhilfen abgesichert wird, ist die Liberalisierung der Kapitalströme im Zeitalter der Globalisierung ein wesentliches Element eines effizienten internationalen Währungssystems. Die zentrale Rolle des IWF im internationalen Währungssystem und seine praktisch universelle Mitgliedschaft versetzen ihn in einzigartiger Weise in den Stand, diesen Prozess voranzubringen. Das vorgesehene neue IWF-Mandat ist nach Meinung des Ausschusses ein mutiger Plan, der allerdings eine vorsichtige Umsetzung verlangt.

2. Internationale Kapitalflüsse reagieren unter anderem auf die Stabilität des internationalen Währungssystems, die Qualität der Wirtschaftspolitik und die Solidität der nationalen Finanzsysteme außerordentlich empfindlich. Die jüngsten Unruhen an den Finanzmärkten haben erneut gezeigt, wie wichtig es ist, die Liberalisierung mit einer breiten Palette struktureller Maßnahmen, insbesondere im monetären Bereich sowie im Finanzsektor, und im Rahmen einer ausgewogenen Kombination von Wirtschafts- und Wechselkurspolitik, zu untermauern. Besonderes Gewicht muss auf die Schaffung eines Umfelds gelegt werden, das einen effizienten Kapitaleinsatz fördert, und auf den Aufbau solider Finanzsysteme, die robust genug sind, Schwankungen der Kapitalströme zu verkraften. Dieser abgestufte, gleichwohl umfassende Ansatz wird die Kapitalverkehrsliberalisierung auf die Gegebenheiten in den jeweiligen Ländern zuschneiden und dadurch die Erfolgchancen nicht nur für das einzelne Land, sondern auch für das internationale Währungssystem maximieren.

3. Diese Bemühungen sollen zur Errichtung eines multilateralen und fairen Systems führen, das die Liberalisierung von Kapitalbewegungen fördert.

Der IWF hat die Aufgabe, zum Aufbau eines solchen Systems beizutragen und ist bereit, die diesbezüglichen Anstrengungen seiner Mitglieder zu unterstützen. Sein Gewicht ist auch der Schlüssel zur Ergreifung von Politikmaßnahmen, die sinnvoll abgestufte Liberalisierungsmaßnahmen erleichtern und die Wahrscheinlichkeit von Finanz- und Zahlungsbilanzkrisen verringern.

4. In diesem Sinne ermutigt der Ausschuss das Exekutivdirektorium dazu, seine Arbeiten an der vorgesehenen Änderung des IWF-Übereinkommens mit dem Ziel abzuschließen, die Liberalisierung des Kapitalverkehrs zu einer Aufgabe des IWF zu erklären und die Zuständigkeit des Fonds im notwendigen Umfang durch Schaffung sorgfältig definierter und einheitlich angewandter Verpflichtungen zur Liberalisierung solcher Kapitalbewegungen zu erweitern. Für den Erfolg dieses großen Vorhabens sind Sicherheitsklauseln und Übergangsregelungen erforderlich; flexible Genehmigungspraktiken müssen angewandt werden. Die Verpflichtungen der Mitglieder im Rahmen anderer internationaler Vereinbarungen werden sowohl bei der Vorbereitung der Änderung des IWF-Übereinkommens als auch bei seiner Umsetzung respektiert. Der Ausschuss erwartet, dass der IWF und andere Institutionen bei der Durchführung der Arbeiten eng zusammenarbeiten.

5. Eine solide Liberalisierung und ein erweiterter Zugang zu den Kapitalmärkten sollten die Zugriffshäufigkeit auf Fondsmittel und andere außergewöhnliche Finanzierungswege verringern. Gleichwohl ist sich der Ausschuss bewusst, dass in einigen Fällen ein hoher Bedarf an Finanzhilfen des Fonds und aus anderen Quellen entstehen könnte. Der Fonds wird auch künftig eine entscheidende Rolle bei der Mobilisierung finanzieller Hilfen für die Anpassungsprogramme der Mitglieder spielen. Bei derartigen Vorhaben wird der Fonds weiterhin seine zentrale katalytische Rolle wahrnehmen und gleichzeitig „Moral Hazard“ begrenzen.

6. Angesichts der Notwendigkeit, entschlossen auf dem Weg zu diesem neuen weltweiten Regime liberalisierter Kapitalbewegungen voranzuschreiten, und da der Ausschuss den sehr breiten Konsens der Mitgliedschaft in Bezug auf diese Grundprinzipien begrüßt, fordert er das Exekutivdirektorium auf, der erforderlichen Änderung des Fonds-Übereinkommens hohe Priorität einzuräumen.

verkehrsliberalisierung zurück, er wäre aber im Vergleich mit der jetzigen Rechtslage ein Schritt in die richtige Richtung. Längerfristig gibt es wohl keine Alternative zu einer Änderung des IWF-Übereinkommens, die der öko-

nomischen Bedeutung eines freien Kapitalverkehrs Rechnung trägt und die gegenwärtige Asymmetrie in der Behandlung von Leistungsbilanz- und Kapitalbilanztransaktionen beseitigt.