

Regulierungsbedarf und Regulierungsmöglichkeiten grenzüberschreitender Kapitalströme

**Impulsreferat für Sitzung der Kommission „*Internationale Finanzmärkte*“
am 2. März 2001 in Berlin**

Professor Dr. Peter Bofinger, Universität Würzburg

1. Einleitung

Nach den Finanzmarktkrisen der neunziger Jahre ist von zahlreichen Ökonomen der Ruf nach Kapitalverkehrskontrollen – insbesondere auch in Form einer Besteuerung des internationalen Kapitalverkehrs durch eine „Tobin-Steuer“ – laut geworden. Diese Vorschläge gehen von der Beobachtung aus, dass den Währungskrisen in vielen Ländern sehr starke Kapitalzuflüsse vorausgegangen waren, die gleichsam über Nacht in massive Kapitalabflüsse umschlugen. Die Anhänger von Kapitalverkehrskontrollen erwarten also, dass es durch eine Begrenzung von Zuflüssen möglich wäre, dann auch den krisenhaften Umschlagsprozess zu verhindern.

Ich möchte im folgenden so vorgehen, dass ich zunächst die Ursachen der Währungskrisen in den neunziger Jahren skizziere. Ich werde dann überprüfen, inwieweit es mit Kapitalverkehrskontrollen möglich gewesen wäre, bessere makroökonomische Resultate zu erzielen. Schließlich soll gezeigt werden, dass eine alternative Lösung in einem anderen „Policy-Mix“ aus Zins- und Währungspolitik und stringenteren bankaufsichtrechtlichen Regelungen bestanden hätte.

2. Die Ursachen der Finanz- und Währungskrisen in den „emerging markets“

Für die meisten Krisen der neunziger Jahre lässt sich ein relativ einfaches Erklärungsmuster heranziehen. Ein wichtiges auslösendes Moment war dabei die Politik sehr niedriger

Realzinsen in den Vereinigten Staaten, die im Jahr 1991 einsetzte.¹ Für kurzfristig orientierte Anleger des Dollarraums galt es also nach alternativen Anlagen zu suchen. Dabei boten sich vor allem jene Länder an, die wie Thailand oder Korea einen absolut festen Wechselkurs zum Dollar aufwiesen, oder aber wie Indonesien oder Mexiko einen sehr berechenbaren Wechselkurspfad gegenüber dem Dollar steuerten.

Am Beispiel Thailands lässt sich zeigen, dass das Kalkül der Anleger relativ einfach war. Bei einem konstanten Dollarkurs konnte man bei kurzfristigen Bath-Anlagen einen jährlichen Zinsvorteil von 300 bis 500 Basispunkten erzielen. Da der Bath/Dollar-Kurs seit 1987 nahezu konstant war und die makroökonomischen Daten von Thailand fast durchweg positiv waren, musste das Risiko einer Abwertung als sehr gering erscheinen. So gesehen erschien damals die Konstellation der thailändischen Zins- und Wechselkurspolitik als ein „free lunch“ für die internationalen Investoren. Was konnte es besseres geben als eine kurzfristige Bath-Anlage, die man über eine preiswerte Kreditaufnahme am US-Dollar-Markt finanzierte (sog. „carry-trade“)?

Wie waren die Zuflüsse aus der Sicht der thailändischen Wirtschaft zu bewerten? Dabei muss man nun zunächst unterscheiden zwischen langfristigen und kurzfristigen Zuflüssen. Während es für eine Volkswirtschaft in der Regel vorteilhaft ist, wenn ausländische Investoren bereit sind, sich im Inland langfristig zu engagieren, sind kurzfristige Zuflüsse ein „mixed blessing“. Die hier beschriebene Konstellation von festem Kurs und Zinsvorteil bei Bath-Anlagen war natürlich vor allem für kurzfristig agierende Investoren reizvoll. Dementsprechend hoch fielen auch die kurzfristigen Zuflüsse aus.

Diese Kapitalströme brachten die thailändische Notenbank in eine schwierige Situation. Wegen des festen Wechselkurses hätten die hereinströmenden Mittel eigentlich dazu führen müssen, dass die thailändischen Zinsen in etwa auf das Niveau der Dollar-Zinsen gefallen wären. Damit wären die Zuflüsse von selbst zum Stillstand gekommen. Eine so starke Zinssenkung wäre jedoch aus stabilitätspolitischer Sicht nicht akzeptabel gewesen. Deshalb hat die thailändische Notenbank den Versuch unternommen, die Zuflüsse teilweise aus dem Markt zu nehmen („Sterilisation“), um so die kurzfristigen Zinsen auf einem höheren Niveau zu halten. Im ganzen gesehen kam es dadurch zu einer Kompromisslösung in der Zins- und Währungspolitik, bei der

¹ In den Jahren 1995 und 1996 trat dann auch noch eine Niedrigzins-Politik der japanischen Notenbank hinzu.

- das *außenwirtschaftliche* Gleichgewicht verletzt wurde, da die Zinsen höher waren, als es erforderlich gewesen wäre, um die Zuflüsse zu stoppen, und
- das *binnenwirtschaftliche* Gleichgewicht verletzt wurde, da die Zinsen niedriger waren, als es stabilitätspolitischer Sicht geboten gewesen wäre.²

Die Binnenkonjunktur wurde überhitzt, es kam zu „asset price bubbles“. Diese explosive Mischung musste platzen, sobald die zentrale Prämisse, die Konstanz des Thai-Dollar-Kurses in Frage gestellt wurde. Ein wichtiges Früh-Warnsignal, die Veränderung der Währungsreserven der Notenbank wurde fast über ein Jahr übersehen. Die Konstanz der Devisenreserven seit Anfang 1996 zeigte recht deutlich, dass es jetzt – trotz des weiterhin bestehenden Zinsvorteils – von der Mehrheit der Anleger nicht mehr als attraktiv angesehen wurde, kurzfristige Gelder in Thailand anzulegen. Erst spät kam das allgemeine Erwachen und die Masse der Kapitalströme verließ das Land fluchtartig. Die von der geplatzten Blase ausgelöste Deflation wurde dann noch dadurch verstärkt, dass jetzt die Zinsen sehr hoch sein mußten, um eine exzessive Abwertung zu vermeiden.

Eine besonders hohe Fragilität des Finanzsystems resultierte daraus, dass es aus der Sicht der thailändischen Unternehmen besonders reizvoll gewesen war, Dollar-Kredite aufzunehmen. Gemessen an der thailändischen Inflationsrate bedeutete ein Dollar-Kredit eine negative Realverzinsung seit 1991. Damit war es für die thailändische Notenbank noch schwieriger, mit dem von ihr kontrollierbaren Bath-Zins die heimische Konjunktur stabilitätsgerecht zu steuern. Die hohe Dollar-Verschuldung der Unternehmen machte das Finanzsystem für eine Währungskrise extrem anfällig. Ein Unternehmen, das sich in Dollar verschuldet hatte, wurde durch die starke Abwertung, die im Herbst 1997 einsetzte, plötzlich mit einer Verdopplung des Bath-Gegenwerts seiner in Dollar eingegangenen Verschuldung konfrontiert. Da dadurch viele Unternehmen zahlungsunfähig wurde, kamen auch die Banken in Bedrängnis. Sie hatten im Ausland Dollar-Kredite aufgenommen, die sie an die Unternehmen weiterleiteten. Mit dem Ausfall ihrer inländischen Schuldner wurden die Banken nun auch mit einem erheblichen Wechselkursrisiko konfrontiert, da sie weiterhin verpflichtet waren, ihre ausländischen Dollar-Verbindlichkeiten zu erfüllen. Aus der Währungskrise wurde so eine gravierende Finanzkrise.

² . Nach unseren Berechnungen, die auf der Taylor-Regel basieren, waren die Zinsen in Thailand in den Jahren 1994 bis 1996 um rund zwei bis drei Prozentpunkte zu niedrig.

3. Hätten Kapitalverkehrskontrollen die Krise verhindert?

Was bedeutet das nun für die Frage der internationale Finanzmarktarchitektur und für die konkreten Vorschläge für Kapitalverkehrskontrollen oder eine Tobin-Steuer? In einer Situation, in der scheinbar risikolose Zinsgewinne zu erzielen sind, ist es grundsätzlich sehr schwer, mit *Kapitalzuflusskontrollen* zu operieren. Ein aus deutscher Sicht gutes Beispiel sind die intensiven Bemühungen der Bundesbank in den Jahren 1970 bis 1973. In der damaligen Situation waren die Dollar-Zinsen niedriger als die DM-Zinsen, wobei die Märkte überdies noch eine DM-Aufwertung erwarteten. Trotz immer weitreichender Beschränkungen, wie z.B. einer 100 % Mindestreserve auf Auslandsverbindlichkeiten, dem faktisch völligen Verbot des Verkaufs inländischer Anleihen an Ausländer, konnte die Spekulation damals nicht gestoppt werden. Das deutsche Beispiel zeigte schon früh ein zentrales Problem aller Kapitalverkehrsregulierungen: partielle Eingriffe führen zu Umgehungstransaktionen, so dass die Regulierung nur dann Aussicht auf Erfolg hat, wenn sie nahezu alle grenzüberschreitenden Transaktionen (einschließlich der Handelsgeschäfte) umfasst.

Bei den heute noch sehr viel höher entwickelten Finanztechnologien müssen deshalb die Erfolgsaussichten von Kapitalzuflusskontrollen sehr zurückhaltend beurteilt werden. Eine intensive Studie des IWF über die Kapitalverkehrskontrollen in Chile, Malaysia, Thailand zeigt, dass sich die deutschen Erfahrungen in diesen Ländern wiederholten:

„(...) selective controls on a targeted range of transactions, while possibly effective in limiting those specific transactions, tend to be quickly circumvented as market participants find ways to achieve their desired ends through unrestricted channels. To achieve their objective, controls need to be widened as market participants find new ways of circumventing the restrictions. (...) to be effective on the somewhat longer run, controls in most cases need to be quite comprehensive.“³

Dabei konnten sich auch Länder, die wie Brasilien, Thailand und Malaysia schon 1994 bzw. 1995 mit Kontrollen für Kapitalzuflüsse operierten, der allgemeinen Krisenentwicklung nicht entziehen. Lediglich in Malaysia war im Jahr 1994 eine temporäre Entspannung bei den Zuflüssen zu erkennen. Da dabei aber gleichzeitig auch die Zinsen deutlich gesenkt wurden,

³ Ariyoshi, Akira ; Habermeier, Karl ; Laurens, Bernard ; Otter-Robe, Inci ; Canales-Kriljenko, Jorge Ivan und Kirilenko, Andrei: Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization , IMF Occasional Paper No. 190, Mai 2000

wurde auch der pekuniäre Anreiz für die Investoren vermindert. In Chile wurden schon 1990 Beschränkungen etabliert, deren Effizienz in der Literatur sehr kontrovers diskutiert wird. Dabei ist aber zu berücksichtigen, dass Chile – im Gegensatz zu den asiatischen Krisenländern – stets eine sehr flexible Wechselkurspolitik verfolgte und außerdem über eine sehr effiziente Bankaufsicht verfügte.

Ähnlich zurückhaltend ist die Beurteilung der Erfolgsaussichten von Kontrollen für *Kapitalabflüsse*, wie sie in Spanien (1992), Malaysia (1997/98) und Thailand (1997) nach dem Einsetzen von Krisen angewendet wurden. Die Umgehungsanreize sind hierbei noch stärker als bei Kapitalzuflusskontrollen, da es im Fall einer Währungskrise in kurzer Zeit zu hohen zweistelligen (oder sogar dreistelligen) Abwertungsraten kommen kann. Besonders gute Ausweichmöglichkeiten bieten sich im Außenhandel, wo die Unternehmen in hohem Umfang über eine Veränderung der Zahlungsziele („terms of payment“) gegen die heimische Währung spekulieren können. Die Erfahrung zeigt, dass Kapitalabflusskontrollen den Regierungen und Notenbanken allenfalls kurzfristig einen gewissen Handlungsspielraum eröffnen können.

Bei den allgemein sehr skeptisch beurteilten Erfolgen von Kapitalverkehrskontrollen sind auch die Nebenwirkungen solcher Maßnahmen zu berücksichtigen. Das Risiko ist hoch, dass es bei umfassenden Kontrollen zu allgemeinen administrativen Belastungen, zu einem verminderten Wettbewerb auf dem heimischen Finanzmarkt, zu einer verminderten Liquidität der Märkte und einem eingeschränkten Angebot an Finanzmarktinstrumenten kommt. All dies bedeutet Kosten- und damit auch Wettbewerbsnachteile für die heimische Wirtschaft.

4. Tobin-Steuer als spezifische Maßnahme

Auch eine Tobin-Steuer hätte wohl kaum die Asien-Krise verhindern können. Eine solche Steuer würde sich auf 0,1 % bis 0,5 % der Devisentransaktionen belaufen. Bei einem Zinsvorteil von 300 bis 500 Basispunkten pro Jahr wäre eine solche Maßnahme in der *Zuflussphase* kaum ins Gewicht gefallen, zumal es für die ausländischen Investoren möglich gewesen wäre, ihre kurzfristigen Anlagen in Thailand jeweils revolving zu verlängern, ohne dabei eine erneute Devisenhandelstransaktion einzugehen. Umgekehrt würde eine Tobin-Steuer alle jene Unternehmen mit zusätzlichen Kosten belasten, die aufgrund von

Gütertransaktionen fremde Währungen erwerben oder veräußern wollen. In der Situation einer *Währungskrise* wäre ohnehin jeder Spekulation gerne bereit, die Steuer zu bezahlen, da sich die zu erwartenden Kursverluste auf ein Vielfaches der Steuerlast belaufen.

Besonders problematisch an der Tobin-Steuer ist, dass sie bei einer Anwendung auf die großen Leitwährungen zu einem völligen Zusammenbruch des Devisenmarktes in seiner heutigen Form führen würde. Dieser Markt ist nach dem „Market Maker Prinzip“ organisiert. Das bedeutet, dass jede am Devisenmarkt agierende Bank zu jedem Zeitpunkt bereit ist, auf Anfrage Ankaufs- und Verkaufskurse für eine Währung zu nennen, ohne zu wissen, ob der Anfragende ein potenzieller Käufer oder Verkäufer ist. Dabei ist die Bank dann verpflichtet, zu der von ihr genannten Kursen dann auch tatsächlich Transaktionen vorzunehmen. Dadurch kommt häufig dazu, dass eine Bank z.B. ein Dollar-Guthaben erwirbt, ohne dafür tatsächlich einen Bedarf zu haben. In einem Market Maker System ist dies nicht problematisch, da sie sich nun an eine andere Bank wenden kann, an die sie die „heiße Kartoffel“ weiterreichen kann. Auf diese Weise kann es dazu kommen, dass ein z.B. von einem Unternehmen in den Devisenmarkt gebrachtes Dollar-Guthaben sehr häufig zwischen den Market Makern umläuft, bis es bei einer Bank angelangt, die tatsächlich einen zusätzlichen Bedarf an Dollar-Guthaben hat. Dieses Organisationsprinzip des Devisenmarktes ist auch die Haupterklärung für die astronomisch hohen Umsätze auf diesen Markt, die sich derzeit auf rund 2000 Mrd. Dollar pro *Tag* belaufen. Die Tobin-Steuer hätte nun zur Folge, dass bei diesem „heiße-Kartoffel-Spiel“ enorm hohe Kosten für das Gesamtsystems des Devisenmarktes entstünden. Bei 5 oder 10 Durchlauf-Transaktionen würde aus einer Steuer von 0,5 % sehr rasch eine Belastung von 2,5% bis 5 %. Bei den sehr geringen Gewinnmargen im Devisenhandel bedeutete die Tobin-Steuer also das Ende dieser spezifischen Organisationsform des Devisenmarktes. Dies könnte man zwar begrüßen, wenn damit den Spekulanten das Handwerk gelegt würde, der Devisenmarkt wird jedoch auch von Aussenhandelsunternehmen und längerfristiger operierenden Anlegern benötigt, die dann auf sehr viel weniger liquide Märkte zurückgreifen müssten.

5. Ursachentherapie ist der Symptomtherapie vorzuziehen

Bei den unerwünschten Nebenwirkungen von Kapitalverkehrskontrollen wie auch der Tobin-Steuer stellt sich die Frage, ob es nicht anstelle einer solchen Symptomtherapie möglich

gewesen wäre, die Krisen durch eine anders konzipierte makroökonomische Politik zu vermeiden. Rückblickend kann man die Asienkrise – wie auch die Krisen in Mexiko, Brasilien, der Tschechischen Republik – auf einen falschen „Policy Mix“ in der Geldpolitik zurückführen. Die in dieser Phase angesteuerte Kombination aus Zins- und Wechselkurspolitik eröffnete scheinbar sichere Gewinnpotentiale für kurzfristig orientierte Spekulanten und war dabei zugleich nicht hinreichend restriktiv, um eine inflationäre Aufheizung der heimischen Wirtschaft zu vermeiden.

Mit der jetzt von vielen Ländern verfolgten Politik des „Managed Floating“ (siehe dazu das zweite Impulspapier) wird es für die Spekulanten von vornherein sehr viel schwieriger, risikolose Gewinne zu erzielen, da die Notenbanken und Regierungen bei dieser Strategie nicht mehr mit einem relativ gut *vorhersehbaren* Wechselkurspfad operieren.

Darüber hinaus wäre es zur Vermeidung der Asien-Krisen erforderlich gewesen, die makroökonomische Stabilisierung stärker über die Zins- als über die Wechselkurspolitik zu betreiben. Bei der in den neunziger Jahren (und im Fall der Türkei auch bis zuletzt noch) präferierten Strategie des „Wechselkursankers“ sind die Spielräume für eine angemessen restriktive Zinspolitik sehr eng, insbesondere dann, wenn im Leitwährungsland eine sehr expansive Linie verfolgt wird. Der Versuch die vorhandenen Spielräume auszuloten, führte zwangsläufig zu spekulativen Zuflüssen

Für die asiatischen Länder hätte die Alternative darin bestehen können, einen Abwertungspfad für die heimische Währung zu erzeugen, der es erlaubt hätte, im Inland höhere Zinsen durchzusetzen, ohne damit Kapitalzuflüsse auszulösen. Eine solche Politik hätte in der Weise umgesetzt werden können, dass man zunächst eine begrenzte Aufwertung zugelassen hätte, z.B. um 5 – 10 %. Von dem höheren Kursniveau aus wäre es dann für die Notenbank (oder Regierung) möglich gewesen, eine temporäre Abwertung anzusteuern .

Ob die Umsetzung eines solchen „Policy-Mix“ tatsächlich erfolgreich gewesen wäre, ist heute sicherlich nicht mit Gewissheit zu beurteilen. In Anbetracht der hohen sozialen und ökonomischen Kosten der späteren Krisen wäre es jedoch zumindest einen Versuch wert gewesen.

6. Zusammenfassung

Im Rückblick erscheint es als sehr zweifelhaft, ob die Währungskrisen der neunziger Jahre durch Kontrollen für Kapitalzuflüsse und dann später für Kapitalabflüsse hätten vermieden werden können. Das Grundproblem liegt in den vielfältigen Gestaltungsmöglichkeiten der Finanzmärkte, die es jederzeit erlauben, für eine kontrollierte Transaktion mit geringen Transaktionskosten eine Ausweichtransaktion zu schaffen. Bei hohen und scheinbar sicheren Renditevorteilen, wie sie durch den vorherrschenden Mix aus Zins- und Wechselkurspolitik geschaffen wurden, hätte es deshalb sehr umfassender Kontrollen bedurft, wobei die Erfahrungen der Bundesbank in den Jahren 1970 bis 1973 zeigen, dass selbst dies keine Erfolgsgarantie darstellt. Bei dem häufig als Erfolg genannten Beispiel Chiles ist zu berücksichtigen, dass dieses Land von Anfang eine sehr flexible Wechselkurspolitik verfolgte, die dem Modell des „Managed Floating“ schon recht nahe kommt. Es spricht vieles dafür, dass die Asienkrise bei einer flexibleren Wechselkurspolitik (und strengeren bankaufsichtsrechtlichen Regelungen) hätte vermieden werden könnte. Es gibt deshalb keinen Grund, Kapitalverkehrskontrollen als eine dauerhafte Einrichtung auf den internationalen Finanzmärkten zu etablieren. Sie sollten allenfalls als „ultima ratio“ für Krisenfälle erwogen werden, um auf diese Weise Zeit zu gewinnen, bis eine grundlegende Lösung gefunden werden kann.