

Kapitel 6

INTERNATIONALE KAPITALSTRÖME OPTIMAL NUTZEN

Einleitung und Zusammenfassung

Die finanzielle Globalisierung kann sowohl ein Segen als auch ein Fluch sein

In diesem Kapitel wird untersucht, wie die finanzielle Globalisierung durch Politikmaßnahmen beeinflusst werden könnte

Strukturreformen könnten Kapitalabflüsse zu Gunsten aufstrebender Volkswirtschaften fördern

Zunehmende internationale Kapitalströme können das langfristige Einkommenswachstum durch eine bessere internationale Allokation von Ersparnis und Investitionen fördern. Auf Grund der mit ihnen einhergehenden Beschleunigung der grenzüberschreitenden Transmission von Schocks sowie des erhöhten Risikos von Überhitzungsphasen und Boom-Bust-Zyklen bei Krediten und Vermögenspreisen sowie der Möglichkeit einer abrupten Umkehr der Kapitalflüsse können sie allerdings auch die makroökonomische Steuerung erschweren, was in mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften gegenwärtig zu beobachten ist.

Mit diesem Kapitel werden zwei Ziele verfolgt: Erstens sollen die langfristigen Antriebskräfte für die globale Finanzmarktintegration und die internationalen Kapitalströme untersucht und zweitens die damit verbundenen Risiken beurteilt werden. Im Mittelpunkt steht hierbei die Frage, wie Politikmaßnahmen sowohl über die Förderung der globalen Finanzmarktintegration als auch die Begrenzung der damit verbundenen Risiken dazu beitragen können, dass die Kapitalströme optimal genutzt werden – im Einklang mit dem Ziel der G20, ein starkes, nachhaltiges und ausgewogenes Wachstum auf der ganzen Welt zu fördern. Besondere Aufmerksamkeit kommt dabei der Rolle zu, die strukturpolitische Maßnahmen spielen können – wobei dieser Begriff hier weiter gefasst ist und neben einer wettbewerbsfördernden Produktmarktregulierung und einer beschäftigungsfreundlichen Arbeitsmarktpolitik auch Maßnahmen zur Förderung der Finanzmarktentwicklung und Verbesserung der allgemeinen Regulierungsqualität umfasst; des Weiteren wird die Frage untersucht, wie die Strukturpolitik sinnvolle makroökonomische Politikmaßnahmen und die derzeit laufenden Reformen der Finanzmärkte sowie der mikro- und der makroprudenziellen Aufsicht ergänzen könnte, die hier zwar nicht behandelt werden, aber dennoch von entscheidender Bedeutung für die Verringerung der Finanzmarktrisiken sind (Kasten 6.1). Die wichtigsten Ergebnisse des Kapitels lauten¹:

- Die strukturpolitischen Rahmenbedingungen sind wichtige langfristige Antriebskräfte der Kapitalströme, da sie relativ große Auswirkungen auf die Brutto- und Nettoauslandsvermögenspositionen haben. Wachstumsfördernde strukturpolitische Reformen könnten zur Verringerung der globalen Ungleichgewichte beitragen, indem sie die Nettokapitalabflüsse aus Ländern mit hohem positiven Nettoauslandsvermögen reduzieren, und sie könnten gleichzeitig das langfristige Wachstum dieser Länder stützen. Dies trifft insbesondere auf aufstrebende Volks-

1. Dieses Kapitel stützt sich auf empirische Analysen, die in drei Hintergrundstudien beschrieben sind, Furceri et al. (2011a, b und c).

Kasten 6.1 **Wie sollten die Länder auf umfangreiche Kapitalzuflüsse reagieren?**

Während das Kapital bisher eher von Entwicklungsländern und aufstrebenden Volkswirtschaften in fortgeschrittene Länder geflossen ist, sehen sich nun mehrere aufstrebende Volkswirtschaften mit umfangreichen Kapitalzuflüssen konfrontiert. Jüngste Daten (die z.T. aber nur bis zum dritten Quartal 2010 vorliegen) deuten darauf hin, dass die Bruttokapitalzuflüsse in einigen Ländern offenbar wieder bei bzw. über ihrem Vorkrisenniveau liegen; dies trifft insbesondere auf Argentinien, Brasilien, Kolumbien, Indonesien, Mexiko und Südafrika zu, wo die Bruttokapitalzuflüsse bereits rd. 5% des BIP ausmachen, sowie auf Chile und die Türkei, wo sie fast 8-9% des BIP erreicht haben. Derartig große Kapitalzuflüsse stellen für diese Länder eine wirkliche makroökonomische Herausforderung dar, da sie mit Risiken wie einer übermäßigen Währungsaufwertung, Boom-Bust-Zyklen in der Kreditwirtschaft und einem plötzlichen Versiegen der Zuflüsse verbunden sind.

Die in diesem Kapitel durchgeführte Analyse zeigt, dass Strukturreformen grenzüberschreitende Kapitalströme nicht nur insgesamt fördern, sondern auch dazu beitragen könnten, die mit Kapitalzuflüssen verbundenen Risiken zu verringern, vor allem indem sie für eine bessere Zusammensetzung der Zuflüsse sorgen, mit mehr ausländischen Direktinvestitionen und weniger Anlagen in Schuldtiteln. Die Effekte von Strukturreformen kommen aber im Allgemeinen erst nach einer gewissen Zeit voll zum Tragen, weshalb sie als Ergänzung zu anderen Politikmaßnahmen gesehen werden können, die einen unmittelbaren Effekt auf umfangreiche Kapitalzuflüsse und deren Folgen haben.

Kurzfristig kommt der makroökonomischen Politik eine wichtige Rolle zu. Eine Aufwertung des Wechselkurses zuzulassen und die Fiskalpolitik zu straffen, könnte dazu beitragen, die Nachfrage und die durch die Kapitalzuflüsse generierten inflationären Spannungen zu mindern und gleichzeitig dafür zu sorgen, dass weniger Zuflüsse angelockt werden. Diese allgemeinen Grundsätze müssen aber an die landesspezifischen Gegebenheiten angepasst werden, was bedeutet, dass der Handlungsspielraum in der Praxis u.U. beschränkt sein kann: So kann es z.B. sein, dass die Währung bereits überbewertet ist oder dass der fiskalpolitische Kurs bereits restriktiv ist. Der angemessene Kurs der Geldpolitik ist ein noch komplexeres Thema, weil ein höheres Zinsniveau im Inland u.U. zusätzliche Kapitalzuflüsse anlockt, während ein lockerer Kurs möglicherweise inflationären Spannungen und Vermögenspreisblasen Vorschub leistet. Mehrere Faktoren müssen daher bei der geldpolitischen Reaktion berücksichtigt werden, insbesondere das Ausmaß des Nachfragedrucks und die Frage, wie er durch die Wechselkurse und die Fiskalpolitik begrenzt werden kann, das Risiko von Vermögenspreis- und Kreditblasen und die Gefahr einer Lösung der Verankerung der Inflationserwartungen. Ungeachtet des Spielraums, der für den Einsatz makroökonomischer Maßnahmen zur Verfügung steht, wird wahrscheinlich auf makro- und mikroprudenzielle Maßnahmen zurückgegriffen werden müssen, um generell einer exzessiven Risikobereitschaft entgegenzuwirken, aber auch um je nach der genauen Art der Zuflüsse auf bestimmte Sektoren oder Anlageklassen und mit ihnen verbundene Risiken einzuwirken.

Die Erhöhung der Devisenreserven zur Stabilisierung des Wechselkurses ist in der Regel kostspielig und nicht immer effizient und sollte daher vermieden werden, es sei denn, die Reserven sind unter dem Gesichtspunkt der Absicherung gegen Krisen unzureichend, wobei sich das Konzept des Absicherungsbedarfs im Zeitverlauf allerdings verändert hat (vgl. Kasten 6.3). Die Erhöhung der Devisenreserven könnte auch gerechtfertigt sein, wenn die Landeswährung bereits weitgehend überbewertet ist und der Exportsektor dadurch großen Risiken ausgesetzt ist.

Die Frage des Einsatzes von Kapitalverkehrskontrollen wird immer häufiger aufgeworfen (vgl. z.B. Ostry et al., 2010; IWF, 2010b; IWF, 2011), da mehrere Länder auf Kapitalverkehrskontrollen zurückgreifen, obwohl deren Effizienz noch immer unklar ist und sie zu Verzerrungen führen, wenn sie auf unbegrenzte Zeit eingesetzt werden. In jedem Fall sind solche Kontrollen am besten als letztes Mittel und als eine zeitlich befristete Lösung zu sehen und sollten vorzugsweise einer multilateralen Überwachung unterliegen, etwa im Rahmen des *OECD Code of Liberalisation of Capital Movements*.

wirtschaften zu, in denen unterentwickelte Finanzmärkte die Fähigkeit der Wirtschaft zur Absorption von inländischem und ausländischem Kapital begrenzen, sowie auf aufstrebende ebenso wie fortgeschrittene Volkswirtschaften, in denen Verzerrungen im Inland die risikobereinigten Kapitalrenditen drücken.

Ein Mix aus strukturpolitischen und makroökonomischen Maßnahmen kann zur Verringerung der Risiken beitragen

- Mit hohen Kapitalzuflüssen erhöht sich auch das Risiko von Kreditbooms, Finanzkrisen sowie eines plötzlichen Versiegens der Zuflüsse; makroökonomische und strukturpolitische Maßnahmen können die derzeit laufenden, notwendigen Reformen der Finanzmärkte und der Finanzaufsicht bei der Begrenzung derartiger Risiken jedoch ergänzen. Geeignete makroökonomische Maßnahmen, z.B. das Zulassen einer Wechselkursaufwertung oder eine Straffung der Fiskalpolitik, können dazu beitragen, die Schwankungsbreite des Kreditzyklus in einer Phase hoher Kapitalzuflüsse zu verringern. Eine wachstumsfördernde Strukturpolitik kann nicht nur weitere Nettozuflüsse anlocken, sondern auch ihre Zusammensetzung zu Gunsten von Finanzierungsquellen verändern, die in der Regel als stabiler und produktiver gelten. Eine wettbewerbsfreundlichere Produktmarktregulierung, ein weniger strenger Beschäftigungsschutz, eine bessere institutionelle Qualität und eine stärkere Öffnung der Kapitalbilanz dürften dazu führen, dass sich der Anteil der ausländischen Direktinvestitionen (ADI) an den Zuflüssen erhöht, während sich der auf Schuldtiteln entfallende Anteil verringert. Eine solche Zusammensetzung dürfte die Wahrscheinlichkeit von Kreditbooms sowie von Banken-, Währungs- oder Zahlungsbilanzkrisen senken.

Auch Kapitalverkehrskontrollen könnten ihren Platz haben

- Auch bestimmte Formen von Kapitalverkehrskontrollen könnten einen Beitrag leisten, wenn sie so gestaltet werden, dass etwaige Verzerrungen bei den langfristigen Investitionen und den normalen Unternehmensaktivitäten so gering wie möglich gehalten werden; sie sollten jedoch vorzugsweise einer multilateralen Aufsicht unterliegen, etwa im Rahmen des *OECD Code of Liberalisation of Capital Movements*.

Der in manchen Ländern beobachtete starke Anstieg der Devisenreserven muss thematisiert werden

- Devisenreserven können Ländern dabei helfen, sich vor Finanzkrisen zu schützen, die durch Devisenabflüsse ausgelöst werden. In manchen Ländern sind die Devisenreserven jedoch in einem Maße angewachsen, das weit über das durchschnittlich beobachtete Verhalten hinausgeht, was sich aus dem Bestreben dieser Länder erklärt, eine reibungslose Handelsfinanzierung zu gewährleisten und sich gegen Kapitalabflüsse abzusichern; das Wachstum der Devisenreserven ist damit zu einer wichtigen Antriebskraft für die Kapitalabflüsse von aufstrebenden Volkswirtschaften in Hocheinkommensländer geworden. Insoweit als das Halten von überhöhten Devisenreserven auf ein Misstrauen gegenüber den internationalen finanziellen Sicherheitsnetzen zurückzuführen ist, ist die Verbesserung dieser Sicherheitsnetze, die bereits Teil der G20-Agenda ist, von wesentlicher Bedeutung.

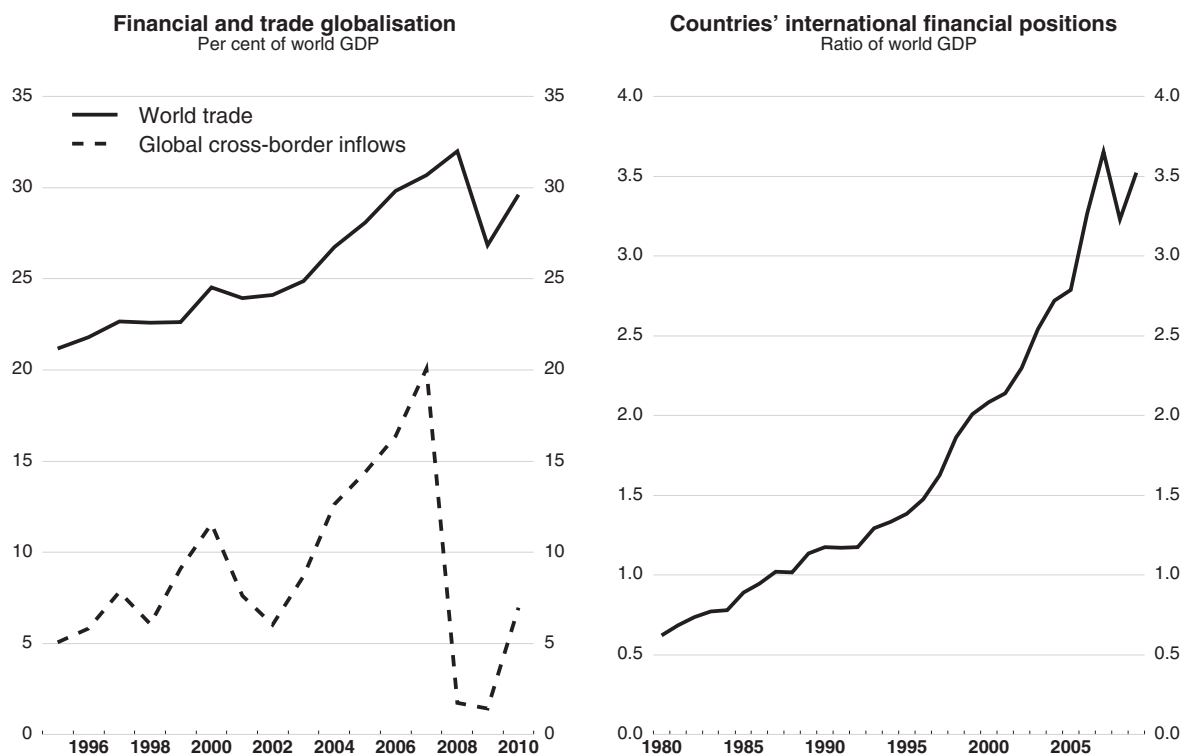
Wesentliche Bestimmungsfaktoren der globalen Finanzmarktintegration

Die Kapitalströme haben sich nach der Krise erholt

Im Verlauf der Krise kam es zu einem Zusammenbruch der Kapitalströme

Nachdem sie Mitte 2007 einen historischen Höchststand erreicht hatten, brachen die internationalen Kapitalströme während der Finanzkrise zusammen (Abb. 6.1). Von Mitte 2007 bis September 2008 betraf die Kontraktion hauptsächlich den internationalen Kapitalverkehr des Bankensektors der OECD-Länder (vgl. Milesi-Ferretti und Tille, 2010, wegen weiterer

Figure 6.1. Global financial integration



Note: See footnote 2 for more details on the capital flow data. 2010 global cross-border flows are estimated using available quarterly data. Countries' international financial positions are measured as the absolute sum of all countries' gross assets and liabilities positions (taken from Lane and Milesi-Ferretti (2007) and IMF Balance of Payments Statistics after 2004) as a share of world GDP (taken from the IMF World Economic Outlook database).

Source: IMF Balance of Payments Statistics; IMF World Economic Outlook database; Lane and Milesi-Ferretti (2007); OECD Economic Outlook 89 database; OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932424776>

Einzelheiten). Die Insolvenz von Lehman Brothers im September 2008 löste jedoch eine weiter reichende Umkehrbewegung in den internationalen Kapitalströmen aus, was die Komplexität und Geschwindigkeit der internationalen Transmission finanzieller Schocks und die mit höheren internationalen Kapitalströmen verbundenen Finanzmarktrisiken vor Augen führt.

Die Erholung der Kapitalströme war nicht breit basiert

Die Kapitalströme haben sich seit dem Frühjahr 2009 teilweise wieder belebt, allerdings sehr ungleichmäßig. Sie wurden hauptsächlich von einer Erholung der von fortgeschrittenen Volkswirtschaften ausgehenden Portfolioinvestitionen in aufstrebenden Volkswirtschaften getragen, da sich die aufstrebenden Volkswirtschaften in der weltweiten Krise relativ gut behauptet hatten und in den internationalen Portfolios als untergewichtet betrachtet wurden (vgl. insbesondere Suttle et al., 2010). Infolgedessen sahen sich mehrere Länder – darunter die OECD-Länder Chile, Korea, Mexiko und die Türkei sowie einige große aufstrebende Volkswirtschaften – 2010 mit hohen Kapitalzuflüssen konfrontiert, auch wenn die grenzüberschreitenden Kapitalströme insgesamt nach wie vor deutlich unter dem Vorkrisenniveau verharrten.

Die internationale Finanzmarktintegration der 2000er Jahre und ihre Hauptantriebsfaktoren

Die globale Finanzmarktintegration beschleunigte sich vor der Krise unter dem Einfluss ...

Die internationale Finanzmarktintegration hat sich in den zehn Jahren vor der Finanzkrise beschleunigt. Der Umfang der jährlichen grenzüberschreitenden Bruttokapitalströme erhöhte sich erheblich, von rd. 5% des weltweiten BIP Mitte der 1990er Jahre auf rd. 20% im Jahr 2007². Infolgedessen hat sich der internationale finanzielle Offenheitsgrad (gemessen an der Summe der Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Länder im Verhältnis zum BIP) in diesem Zeitraum mehr als verdoppelt – von 150% des weltweiten BIP auf 350% im Jahr 2007 –, wobei sich diese Entwicklung in den 2000er Jahren wesentlich beschleunigte (Abb. 6.1). Diese Beschleunigung der globalen Finanzmarktintegration war auf die Kombination mehrerer konjunkturell und strukturell bedingter Faktoren zurückzuführen:

... der Finanzinnovationen und der Entwicklung der Finanzmärkte ...

- Weitere Finanzinnovationen und die Entwicklung der Finanzmärkte sowohl in den aufstrebenden Volkswirtschaften als auch in den Industriestaaten beschleunigten die weltweite Finanzmarktintegration. Die starke Expansion der Auslandsaktivitäten der Banken und die damit verbundene Zunahme der grenzüberschreitenden Eigentumsverflechtungen im Finanzsektor haben zusammen mit den Veränderungen der Finanzierungsstruktur der Finanzinstitute, die stärker auf die internationalen Kapitalmärkte ausgerichtet wurde, eine besonders wichtige Rolle hierbei gespielt, insbesondere in den Jahren vor der Krise. Der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) zufolge verdoppelten sich die Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken gemessen am weltweiten BIP wertmäßig insgesamt von rd. 30% im Jahr 1990 auf rd. 60% im Jahr 2007, wobei der größte Teil dieses Anstiegs in den 2000er Jahren erfolgte (Milesi-Ferretti und Tille, 2010). Der Großteil dieser Aktivität entfiel auf die fortgeschrittenen Volkswirtschaften.

... der stärkeren Öffnung der Kapitalbilanzen ...

- Der weltweite Abbau von Kapitalverkehrskontrollen spielte in diesem Prozess ebenfalls eine große Rolle (vgl. Kasten 6.2 zu Fragen der Messung des Offenheitsgrads der Kapitalbilanzen). Auf der Grundlage der verfügbaren Indikatoren befinden sich die OECD-Hoheinkommensländer in der Regel im oberen Quartil der Verteilung des Offenheits-

2. Die in diesem Kapitel verwendeten Datenreihen zu den grenzüberschreitenden Kapitalströmen sind dem Kapitalbilanzteil der Zahlungsbilanzstatistiken des Internationalen Währungsfonds (IWF) entnommen. Streng genommen sollte das, was im vorliegenden Kapitel durchgängig als Kapitalflüsse bzw. Kapitalströme bezeichnet wird, dem Zahlungsbilanzhandbuch des IWF zufolge eigentlich eher als Finanzströme bezeichnet werden. Die jährlichen grenzüberschreitenden Kapitalströme werden am Erwerb von Auslandsaktiva (Aktien und Schuldtitel, grenzüberschreitende Ausleihungen und Einlagen sowie ausländische Direktinvestitionen) gemessen, wobei die Transaktionen netto und für finanzielle Forderungen und Verbindlichkeiten separat ausgewiesen werden (d.h. die Nettotransaktionen mit Finanzaktiva entsprechen den Anschaffungen von Forderungen abzüglich der Veräußerung von Forderungen, nicht den Forderungen abzüglich der Verbindlichkeiten). Die ADI sind entsprechend der OECD-Standarddefinition der ausländischen Direktinvestitionen definiert. In diesem Kapitel beziehen sich die Bruttokapitalzu- bzw. -abflüsse entweder auf die Einnahmen (Bruttozuflüsse, d.h. Nettoanstieg der Verbindlichkeiten) oder die Ausgaben (Bruttoabflüsse, d.h. Nettoerwerb von Forderungen), während sich die „Nettokapitalströme“ auf die Differenz zwischen den Bruttozuflüssen und den Bruttoabflüssen beziehen. Die in diesem Kapitel verwendeten Daten zu Forderungen und Verbindlichkeiten sind für die Zeit bis 2004 Milesi-Ferretti (2007) und für die Zeit ab 2004 den BOPS *International Investment Positions* des IWF entnommen. In ihnen sind sowohl die kumulierten jährlichen Aktiva- und Passivaströme als auch Bewertungseffekte, wie z.B. Wechselkursbewegungen, berücksichtigt.

grads der Kapitalbilanz, dessen Zunahme verlief in den vergangenen zehn Jahren in den OECD-Hocheinkommensländern und den aufstrebenden Volkswirtschaften jedoch ähnlich. Unter den aufstrebenden Volkswirtschaften ging diese Entwicklung hauptsächlich von den lateinamerikanischen sowie den ost- und mitteleuropäischen Ländern aus.

**... der Handels-
globalisierung ...**

- Das rasche Wachstum des Welthandels trug durch die Schaffung von Handelskrediten und Exportversicherungen ebenfalls zur weltweiten Finanzmarktintegration bei. Das Wachstum der internationalen Kapitalströme war im Zeitraum 1994-2007 allerdings etwa dreimal so hoch wie das Welthandelwachstum.

**... der europäischen
Finanzmarktintegration ...**

- Unter den fortgeschrittenen Volkswirtschaften trug in Europa der Wegfall der Wechselkursrisikoprämien nach der Einführung des Euro zur stärkeren Finanzmarktintegration bei (vgl. Lane, 2010, und Waysand et al., 2010).

**... der größeren
Attraktivität der
aufstrebenden
Volkswirtschaften ...**

- In zahlreichen aufstrebenden Volkswirtschaften haben sich die Investitionsmöglichkeiten erhöht, wobei diese Länder auch von einem erheblichen Rückgang der Präferenz für inländische Wertpapiere (*Home Bias*) profitieren konnten, auch wenn der Großteil der Kapitalströme immer noch zwischen fortgeschrittenen Volkswirtschaften verläuft.

**... sowie konjunktureller
Faktoren**

- Die Auswirkungen dieser strukturellen Veränderungen wurden in den Jahren bis 2007 durch konjunkturelle Faktoren verstärkt, u.a. durch die lange Niedrigzinsphase in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und die durch unerwartete Mehreinnahmen bedingte Erhöhung der Ersparnis der Rohstoffexporteure.

**Der Hauptantrieb ging
von der Entwicklung der
Finanzmärkte sowie der
Öffnung der Kapital-
bilanzen und des Handels
aus**

Die empirische Analyse der langfristigen Antriebskräfte der finanziellen Offenheit in den einzelnen Ländern stützt die Bedeutung dieser Faktoren, insbesondere der Entwicklung der Finanzmärkte, der Öffnung der Kapitalbilanz und der Handelsöffnung als wichtigste langfristige Antriebskräfte der weltweiten Kapitalströme (Furceri et al., 2011a). Auf diese drei Variablen zusammen sind über die Hälfte der im Ländervergleich und im Zeitverlauf festzustellenden Unterschiede bei der Finanzmarktintegration zurückzuführen. In der kommenden Zeit dürften die Faktoren, die zur Verstärkung der globalen Kapitalströme vor der Krise beigetragen haben, zunehmend wieder an Bedeutung gewinnen.

**In der Zeit vor der Krise
dominierte der Kapital-
verkehr zwischen den
Banken der fort-
geschrittenen Volks-
wirtschaften**

Den größten Beitrag zur Beschleunigung der weltweiten Finanzmarktintegration in den 2000er Jahren leisteten die fortgeschrittenen Volkswirtschaften (Abb. 6.2), und zwar insbesondere in Form von Bankgeschäften, worin sich die Zunahme der grenzübergreifenden Eigentumsverflechtungen im Finanzsektor und die oben erwähnte verstärkte Finanzierung der Finanzinstitute über die internationalen Märkte widerspiegeln. Länder mit hohen Forderungs- und Verbindlichkeitspositionen, in denen Banken eine große Rolle spielten, waren am stärksten von der Finanzkrise betroffen. In den vergangenen zwei Jahren haben die meisten Länder und Hoheitsgebiete Initiativen zur Reform der Finanzmarktregulierung ergriffen, um die Schwachstellen zu beseitigen, die zur Finanzkrise geführt hatten. Derartige Reformen dürften sich in gewissem Maße auf die Kapitalströme auswirken,

Kasten 6.2 Probleme bei der Messung des Offenheitsgrads der Kapitalbilanz

Die Messung des Offenheitsgrads der Kapitalbilanz in den einzelnen Ländern ist eine schwierige Aufgabe

Die in diesem Kapitel und den Hintergrundpapieren verwendete Messgröße des Offenheitsgrads der Kapitalbilanz ist der Chinn-Ito-Index, der mit Hilfe von Hauptkomponenten ermittelt wurde, die aus den im *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER) des IWF dargelegten aufgeschlüsselten Messungen der Beschränkungen der Kapital- und Leistungsbilanz extrahiert wurden (Chinn und Ito, 2008). Hierbei handelt es sich um den in neueren empirischen Studien am häufigsten verwendeten Indikator. Er ist für die 2000er Jahre für 120 fortgeschrittene und aufstrebende Volkswirtschaften verfügbar (gegenüber rd. 75 Ländern in den 1970er Jahren). Der Index reicht von -2 bis +2,5, wobei ein höherer Wert für einen stärkeren Offenheitsgrad steht. In jüngster Zeit wurden auf der Basis derselben Quelle stärker aufgeschlüsselte Datensätze konstruiert, wie z.B. der von Schindler (2009), der stärker aufgeschlüsselte Informationen über die Beschränkungen der Kapitalzuflüsse im Vergleich zu denen der Kapitalabflüsse sowie über die relative Stärke der Kapitalverkehrskontrollen nach Anlagekategorie beinhaltet.

Die Unzulänglichkeiten dieser Indikatoren und anderer auf dem AREAER-Bericht basierenden Messgrößen sind in Kose et al. (2006) zusammengefasst. Erstens konzentriert sich der AREAER-Bericht auf die mit Devisentransaktionen verbundenen Kapitalverkehrsbeschränkungen und spiegelt den Offenheitsgrad der Kapitalbilanz nicht unbedingt vollständig wider. Zweitens erfasst er als eine Messgröße, die auf rechtlichen Vorschriften basiert, nicht den Grad der Durchsetzung der Kapitalverkehrskontrollen, der sich im Zeitverlauf verändern kann. Drittens werden manche Regelungen nicht als Kapitalverkehrskontrollen erfasst, wirken aber als solche. Das kann z.B. bei aufsichtsrechtlichen Regelungen der Fall sein, die die Exponiertheit inländischer Banken gegenüber dem Wechselkursrisiko begrenzen.

Nutzung des Kodex der Liberalisierung des Kapitalverkehrs der OECD

Eine andere potenzielle Informationsquelle über den Offenheitsgrad der Kapitalbilanz ist die Position der einzelnen Länder gemäß dem *OECD Code of Liberalisation of Capital Movements* (OECD, 2010). Dieser Kodex der Liberalisierung des Kapitalverkehrs ermöglicht eine wesentlich komplexere Erfassung der Kapitalverkehrsbeschränkungen in Bezug auf Direktinvestitionen, die Liquidation von Direktinvestitionen, Immobilien, Wertpapiertransaktionen an den Kapitalmärkten, Geldmärkte, begebare Instrumente und nicht wertpapierunterlegte Forderungen, Investmentzertifikate, Kredite in unmittelbarem Zusammenhang mit dem internationalen Handels- oder Dienstleistungsverkehr, Finanzkredite und Darlehen, Sicherheiten, Bürgschaften und Stützungs-fazilitäten, Einlagenkonten, Devisentransaktionen, Lebensversicherungen, Kapitalverkehr mit persönlichem Charakter, Ein- und Ausfuhr von Kapitalvermögen und Verfügung über Sperrguthaben Gebietsfremder. Auf Grund der bisher begrenzten Zahl der erfassten Länder wird der Kodex jedoch noch nicht voll genutzt. Würden mehr Länder erfasst, könnte der Kodex oder ein ähnliches internationales Instrument als Maßstab zur Beurteilung des von den einzelnen Ländern erreichten Grads der Liberalisierung des Kapitalverkehrs dienen.

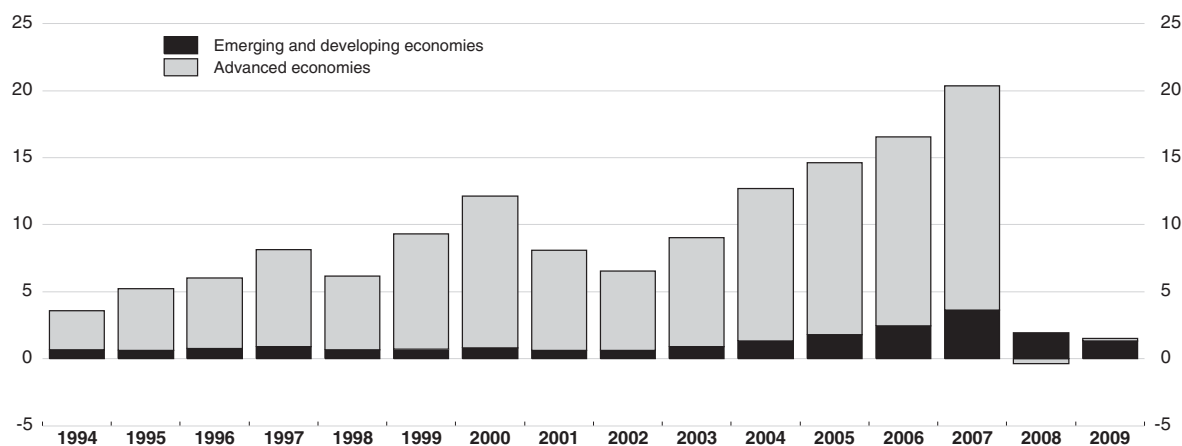
Derzeit ist der Kodex ein verbindliches Instrument für die 34 Mitgliedsländer der OECD und ermöglicht es den Ländern, die Liberalisierung mit der Zeit entsprechend ihrem wirtschaftlichen Entwicklungsstand voranzutreiben. Ein Teilnehmerstaat kommt unabhängig von seinem eigenen Öffnungsgrad in den Genuss der von den anderen Teilnehmern getroffenen Liberalisierungsmaßnahmen, und die OECD-Länder haben unilateral ihre Maßnahmen auf alle Mitglieder des IWF ausgedehnt. Der Kodex bietet eine gewisse Flexibilität, um Situationen kurzfristiger Kapitalvolatilität zu meistern, u.a. durch die Einführung von Kontrollen auf kurzfristige Kapitalverkehrstransaktionen und die Wiedereinführung von Kontrollen anderer Transaktionen im Fall ernster Zahlungsbilanzschwierigkeiten oder Finanzmarktstörungen. Um einer Beggar-thy-Neighbour-Politik bzw. dem Verdacht der Verfolgung einer solchen Politik vorzubeugen, der zu Gegenmaßnahmen führen könnte, schafft der Kodex ein etabliertes Verfahren internationaler Zusammenarbeit, das durch ein Forum, in dem jedes Land seine Politik erklären und Fragen zur Politik der anderen Länder stellen kann, verwaltet und kontrolliert wird.

Die Teilnahme am Kodex der Liberalisierung des Kapitalverkehrs der OECD steht auch Nichtmitgliedern der OECD offen.

die – vor allem zwischen den fortgeschrittenen Volkswirtschaften – das Vorkrisenniveau möglicherweise nicht wieder erreichen werden. Insbesondere könnten die (hauptsächlich durch Basel III bedingten) höheren Liquiditätsanforderungen, die strengeren Finanzierungsvorschriften und die Regulierungs-

Figure 6.2. **Advanced countries drove international cross border flows**

Per cent of world GDP



Note: Average of inflows and outflows recorded by each region (both calculated as the sum of flows recorded by individual countries) as a ratio of world GDP; advanced countries are those defined as such by the IMF. See footnote 2 for more details on the capital flow data.

Source: IMF Balance of Payments Statistics; OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932424795>

maßnahmen zur Begrenzung der Verschuldung der Banken sowie ihres Devisenengagements die Erholung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs der Banken einschränken.

Der Beitrag der aufstrebenden Volkswirtschaften zu den weltweiten Kapitalströmen hat zugenommen

Der Beitrag der aufstrebenden Volkswirtschaften zur weltweiten finanziellen Integration nahm in den vergangenen zehn Jahren zu, und ihr Anteil an den weltweiten Kapitalströmen erhöhte sich im Zeitraum 2000-2007 von 7% auf 17%. In diesem Zeitraum wurden die steigenden Kapitalabflüsse aus aufstrebenden Volkswirtschaften und Entwicklungsländern hauptsächlich von der Ausweitung der Devisenreserven getragen, wobei die fraglichen Gelder in Staatsanleihen fortgeschrittener Volkswirtschaften oder ähnliche Anlageinstrumente investiert wurden und rund ein Fünftel des Anstiegs auf höhere Kapitalabflüsse aus ölexportierenden Ländern zurückzuführen war. Diese Zunahme des Wachstums der Devisenreserven spiegelt mehrere Faktoren wider, wie z.B. wechsellkurspolitische Maßnahmen und Absicherungsstrategien der aufstrebenden Volkswirtschaften, die sich z.T. aus einem gewissen Misstrauen gegenüber dem gegenwärtigen System der finanziellen Sicherheitsnetze erklären (vgl. Kasten 6.3 sowie Mateos y Lago et al., 2009). Die Kapitalzuflüsse in aufstrebende Volkswirtschaften und Entwicklungsländer nahmen weniger stark zu als die Abflüsse, und die ADI blieben bis 2007 die insgesamt wichtigste internationale Finanzierungsquelle dieser Länder; danach wurden die Kapitalimporte in Form von Krediten wichtiger.

Die Nettoauslandspositionen haben sich erhöht

Die finanzielle Globalisierung ging zwar insgesamt mit einer zunehmenden Nettoverschuldung der fortgeschrittenen Volkswirtschaften gegenüber der restlichen Welt einher, die Entwicklung des Nettoauslandsvermögens verlief in den einzelnen Ländern jedoch sehr unterschiedlich. Ein gemeinsames Merkmal ist jedoch der Anstieg der Nettoauslandspositionen in den großen

Kasten 6.3 Welche Faktoren sind für die Nachfrage nach Devisenreserven ausschlaggebend?

Die weltweiten Währungsreserven sind zwischen 1999 und 2009 von rd. 6% des weltweiten BIP auf nahezu 15% gestiegen, wobei dieser Anstieg überwiegend den asiatischen und den ölexportierenden Ländern zuzuschreiben war. Ende 2010 beliefen sich die Devisenreserven Chinas allein auf insgesamt 3 Bill. US-\$ bzw. rund die Hälfte seines jährlichen BIP und machten fast ein Drittel der weltweiten Devisenreserven aus. Nach einer vorübergehenden Verlangsamung während des globalen Wirtschaftsabschwungs setzte sich die Ausweitung der Devisenreserven 2009 und 2010 weltweit wieder zügig fort.

Der rasche Anstieg und das hohe Niveau der Währungsreserven in manchen Ländern mit Leistungsbilanzüberschuss haben große Aufmerksamkeit geweckt. Erstens ist das Wachstum der Devisenreserven eng mit den globalen Ungleichgewichten verbunden, und einigen Beobachtern zufolge hat es in der Tat zu der finanziellen Instabilität beigetragen, die die jüngste globale Finanzkrise ausgelöst hat. Zweitens stellen die hohen Opportunitätskosten des Haltens umfangreicher Bestände an Vermögenswerten mit niedriger Rendite aus Sicht des gesellschaftlichen Wohlergehens eine Verschwendung dar (Rodrik, 2006; Summers, 2006). Und drittens sind die Inhaber von umfangreichen Devisenreserven angesichts der Tatsache, dass der US-Dollar die wichtigste globale Reservewährung ist, in ihren Entscheidungen im Hinblick auf die Veräußerung, die Diversifizierung und selbst die produktive Nutzung dieser Vermögenswerte eingeschränkt, da entsprechende Umschichtungen zu signifikanten negativen Bewertungseffekten führen können (sogenannte „Dollar-Falle“).

Die Gründe, warum Länder Devisenreserven aufbauen, lassen sich in zwei große Kategorien einteilen. Erstens wachsen die Devisenreserven u.U. als direkte Konsequenz exportorientierter Wachstumsstrategien bzw. des Bestrebens, den realen Wert der Landeswährung niedrig zu halten. Darüber hinaus können die Devisenreserven auch infolge von Anstrengungen zur Glättung kurzfristiger Wechselkursschwankungen wachsen. Ein zweiter Grund für das Halten von Währungsreserven ist, dass sie eine Art Absicherung gegenüber Zahlungsbilanzkrisen darstellen, z.B. plötzlichen Schwierigkeiten beim Zugang zu Auslandsfinanzierung, oder einfach nur ein Mittel sein können, kurzfristige Schwankungen der Kapitalströme zu glätten. In der Vergangenheit lag der Schwerpunkt auf einer angemessenen Absicherung der Importe. Ende der 1990er Jahre, nach der Asienkrise, verlagerte er sich auf die Absicherung des Bestands an kurzfristigen Schuldtiteln (sogenannte Guidotti-Greenspan-Regel). Nach der Argentinienkrise wurde auch Wert darauf gelegt, für eine Absicherung der inländischen Finanzsysteme zu sorgen, die dem Risiko von Stimmungsschwankungen an den ausländischen Märkten, von Kapitalflucht durch inländische Akteure und von Wechselkursbewegungen ausgesetzt sind. Diese Entwicklung hat zu einer erheblichen Expansion der Weltnachfrage nach Devisenreserven geführt.

In zahlreichen Studien wurde versucht, das Niveau der in den einzelnen Ländern gehaltenen Devisenreserven und dessen Veränderungen im Zeitverlauf zu erklären. Diese Untersuchungen werden indessen durch eine Reihe von Faktoren, insbesondere die Verschiedenartigkeit der Gründe für den Aufbau von Devisenreserven (z.B. spielen bei Öl- und anderen Exporteuren endlicher Ressourcen auch intergenerative Überlegungen eine Rolle) sowie die zunehmende Bedeutung von Staatsfonds erschwert. Die Studien lassen sich in zwei große Kategorien unterteilen. Der erste Ansatz besteht in der Verwendung kalibrierter Verhaltensmodelle, die auf der Quantifizierung der Risikoaversion, der Abzinsungssätze und anderer grundlegender Parameter basieren (z.B. Jeanne, 2007, sowie Jeanne und Rancière, 2008). Diese Modelle legen in der Regel den Schluss nahe, dass das aktuelle Niveau der Währungsreserven in den Ländern, in denen diese Reserven stark angewachsen sind, weit über dem optimalen Niveau liegt. Der zweite Ansatz besteht darin, zu bestimmen, welche Faktoren für eine Reihe von Ländern im Zeitverlauf für den Aufbau von Devisenreserven ausschlaggebend waren und daraus Schlüsse in Bezug auf das Verhalten der einzelnen Länder zu ziehen (z.B. Aizenman und Lee, 2007; Obstfeld et al., 2008; Cheung und Ito, 2009). Dieser Ansatz führt im Allgemeinen zu der Schlussfolgerung, dass das Niveau der Devisenreserven in den Ländern, in denen sie stark angewachsen sind, in Anbetracht der besonderen Merkmale dieser Länder und der dort vorherrschenden Bedingungen dem durchschnittlichen Verhalten entspricht. Die existierenden Arbeiten, denen dieser zweite Ansatz zu Grunde liegt, sind jedoch etwas veraltet, was angesichts der Tatsache, dass sich der Anstieg der Devisenreserven in den letzten fünf Jahren beschleunigt hat, auch auf ihre Schlussfolgerungen zutreffen könnte.

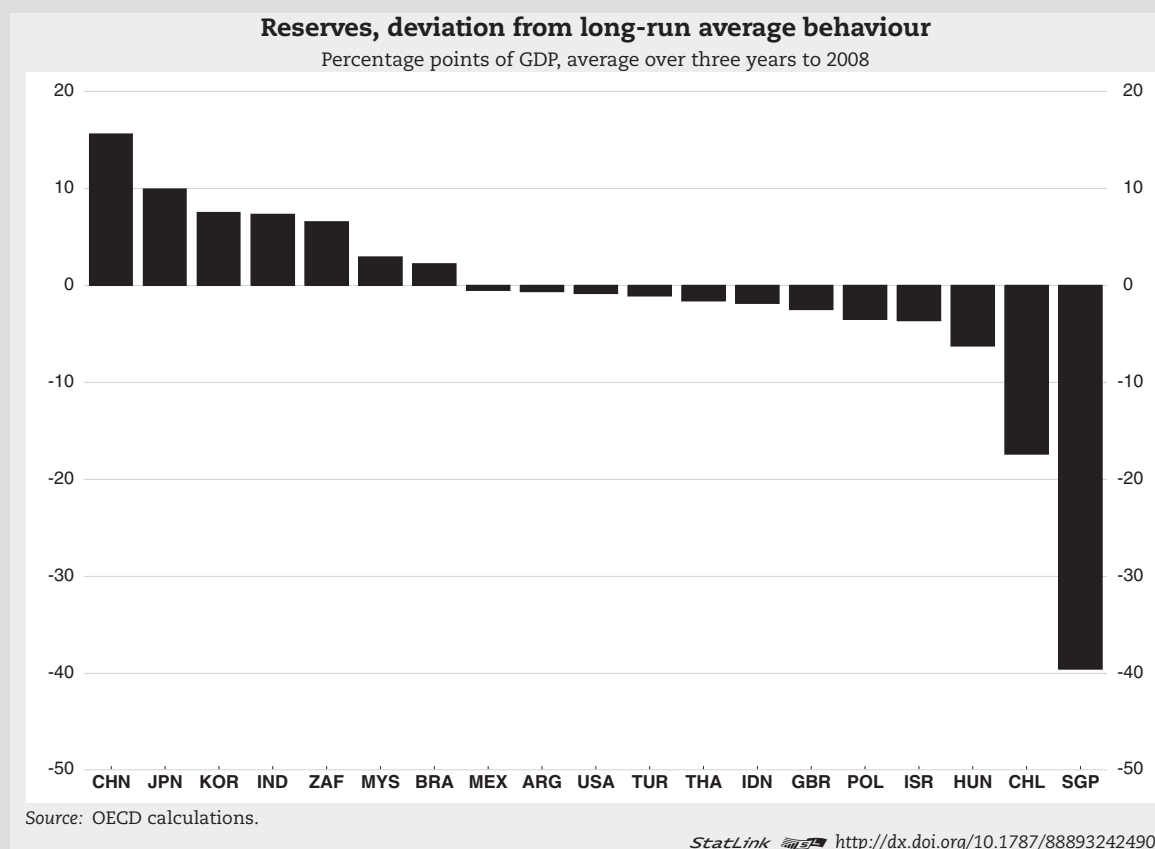
In einer neueren OECD-Studie wurden die existierenden ökonomischen Ansätze unter Verwendung eines Panels von über 130 Ländern im Zeitraum 1980-2008 aktualisiert und ausgeweitet (Vujanovic, 2011). Dabei ergab sich, dass die langfristigen Bestimmungsfaktoren für die Devisenreserven eines Landes die Handelsöffnung und die Größe des inländischen Finanzsektors (die näherungsweise ausgehend von M2 bestimmt werden

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

kann) sind, wobei beide Parameter die zuvor erwähnten Absicherungsmotive widerspiegeln könnten. Neben diesen Faktoren ist auch für Veränderungen des Pro-Kopf-BIP, das Wechselkurssystem, die Wechselkursvolatilität und den Grad der finanziellen Öffnung ein Zusammenhang mit Veränderungen des Niveaus der Devisenreserven eines Landes festzustellen. Diese Analyse deutet darauf hin, dass das aktuelle Niveau der Devisenreserven im Verhältnis zum BIP in den Ländern, in denen diese Reserven stark angewachsen sind, signifikant über dem liegt, was dem Durchschnittsverhalten aller Länder entsprechen würde, selbst nach Berücksichtigung der Entwicklungen im Handel, der Finanzmarktentwicklung und anderer relevanter Faktoren. Am größten ist die Abweichung von den Niveaus, die die langfristigen, länderübergreifenden Determinanten des Verhältnisses Devisenreserven/BIP nahelegen, in China und Japan, gefolgt von Südkorea, Indien und Südafrika (vgl. nachstehende Abbildung). Werden die Daten darüber hinaus in US-Dollar ausgedrückt, kommt der Gesamtumfang dieser Abweichungen noch stärker zum Ausdruck; im Durchschnitt über die drei Jahre bis 2008 wurden in China und Japan Devisenreserven gehalten, deren Umfang der Analyse zufolge rd. 600 Mrd. US-\$ bzw. 450 Mrd. US-\$ über dem lag, was dem Durchschnittsverhalten entsprechen würde. Zudem lassen überschlägige Berechnungen darauf schließen, dass die Abweichung vom Durchschnittsverhalten im Fall Chinas, wo sich das Wachstum der Devisenreserven nach Ende 2008 beschleunigte, bis 2009 über 1 Bill. US-\$ betrug. Im Fall Japans ist das Niveau der Devisenreserven infolge von umfangreichen Interventionen auf den internationalen Devisenmärkten im Zeitraum 2003-2004 drastisch gestiegen. Selbst wenn das langfristige Niveau, das dem Durchschnittsverhalten entspricht, bis 2008 ebenfalls gestiegen ist (auf Grund einer starken Expansion des Handels), bleibt folglich eine große – wenn auch kleiner werdende – positive Lücke bestehen.

Insoweit das Niveau der Devisenreserven in vielen Ländern effektiv das Adäquanzverhältnis übersteigt, könnte ein größerer Anteil dieser Bestände diversifizierter (und produktiver) angelegt werden, womit sich die Opportunitätskosten des Haltens von Devisenreserven reduzieren würden. Es könnte z.B. ein Transfer eines



(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

größeren Anteils der Reserveüberschüsse an Staatsfonds in Betracht gezogen werden, die in der Regel aggressiver und in weniger liquide Vermögenswerte investieren als Zentralbanken (Jeanne, 2007). In der Tat sprechen die jüngst von vielen Ländern eingeleiteten Schritte in diese Richtung, dafür, dass das aktuelle, bisher beispiellose Niveau der Devisenreserven in einigen Ländern unter Vorsorge- und Absicherungsgesichtspunkten als überhöht zu betrachten ist. Eine stärkere Diversifizierung der Währungen, in denen die Reserven gehalten werden, könnte ebenfalls sinnvoll sein, da eine übermäßige Konzentration auf eine Reservewährung dazu führen könnte, dass der Absicherungseffekt der Devisenreserven durch das Risiko hoher Kapitalverluste im Fall einer größeren Wechselkurskorrektur zunichte gemacht wird.

Dennoch sprechen gute Gründe für die Bevorzugung des US-Dollar als Reservewährung. Erstens müssen Devisenreserven auf eine Währung lauten, die in einer Krise ihren Wert behält. Zweitens ist der Markt für US-Dollar sowohl tief als auch liquide. Drittens sollten die Devisenreserven, insofern sie der Absicherung gegen Handels- und Schuldenschocks dienen, falls die Handels- und Kreditgeschäfte überwiegend in US-Dollar abgewickelt werden, ebenfalls auf US-Dollar lauten. Wenn das Ziel darüber hinaus darin besteht, eine Parität gegenüber einer bestimmten Währung aufrechtzuerhalten, ist es viertens sinnvoll, Reserven in dieser Währung zu halten.

Regionen, wobei sich die Gläubigerposition Deutschlands, Japans, der großen Ölproduzenten und Chinas festigte, während die Verschuldung der Vereinigten Staaten, Frankreichs, Italiens und des Vereinigten Königreichs zunahm.

Analyse der im Ländervergleich bestehenden Unterschiede bei den Auslandsvermögenspositionen

Mehrere strukturelle Rahmenfaktoren sind in der Regel mit einem geringeren Nettoauslandsvermögen assoziiert, z.B. ...

Die Unterschiede zwischen den Ländern in Bezug auf Umfang und Entwicklung der Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten lassen sich durch mehrere Faktoren erklären, wie z.B. den Stand der wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklung, etwaige Beschränkungen des Kapitalverkehrs, die Handelsöffnung und Marktgröße sowie Unterschiede bei der institutionellen Qualität (Lane und Milesi-Ferretti, 2008; Alfaro et al., 2008). Länder mit offeneren Finanzmärkten, einer besseren institutionellen Qualität und wettbewerbsintensiveren Produkt- und Arbeitsmärkten sind in der Tendenz besser in der Lage, aus- und inländisches Kapital anzulocken und zu absorbieren sowie Kapital zu exportieren, und im Ergebnis ist ihr Nettoauslandsvermögen niedrigerer (Furceri et al., 2011a). Im Einzelnen ist Folgendes zu beobachten³:

... eine stärkere Entwicklung und Liberalisierung der Finanzmärkte und eine größere Öffnung der Kapitalbilanz ...

- Eine stärkere Entwicklung der Finanzmärkte (gemessen am Umfang des inländischen Kreditmarkts und der Börsenkapitalisierung) und eine größere Öffnung der Kapitalbilanz sind in der Tendenz mit höheren Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten sowie einem insgesamt niedrigeren Nettoauslandsvermögen verbunden. Länder mit stärker liberalisierten Finanzsystemen (gemessen am Finanzmarktliberalisierungsindikator des IWF) haben tendenziell höhere Auslandsverbindlichkeiten und ein niedrigeres Nettoauslandsvermögen.

3. Die empirische Hauptanalyse konzentrierte sich auf den Zusammenhang zwischen den Beständen an Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten einerseits und strukturellen Variablen andererseits und war eine reine Querschnittsstudie, was die Zuverlässigkeit schmälert, mit der sich aus ihr Schlussfolgerungen über die Kausalität ziehen lassen. Die Analyse lässt ferner darauf schließen, dass Länder mit effektiv flexibleren Wechselkursen (gemessen an deren monatlicher Volatilität) auf mittlere Sicht tendenziell ein niedrigeres Nettoauslandsvermögen aufweisen.

... eine bessere Regulierungsqualität und Produktmarktregulierung ...

- Eine bessere Regulierungsqualität, die die risikobereinigte Kapitalrendite steigern dürfte und damit die Investitionsmöglichkeiten in der inländischen Wirtschaft erhöht, ist mit niedrigeren Bruttoauslandsforderungen und höheren Auslandsverbindlichkeiten verbunden. Die mit einem auf Umfragen basierenden Indikator der Regulierungsqualität gewonnenen Ergebnisse sind zwar mit Vorsicht zu interpretieren, anhand von OECD-Indikatoren der Produktmarktregulierung (PMR) wurden für eine kleinere Stichprobe von Ländern jedoch ähnliche Ergebnisse ermittelt⁴. Der Befund, dass eine bessere Regulierung mit einem geringeren Nettoauslandsvermögen verbunden ist, steht mit den Ergebnissen von Kerdrain et al. (2010) bezüglich der Bestimmungsfaktoren der Leistungsbilanzsalden im Einklang und lässt darauf schließen, dass Regulierungsreformen in Volkswirtschaften mit Leistungsbilanzüberschüssen zur Verringerung der weltweiten Ungleichgewichte beitragen können.

... sowie flexiblere Arbeitsmärkte

- Im Allgemeinen tendieren arbeitsmarktpolitische Maßnahmen dazu, sich auf die Kapitalrenditen auszuwirken, und könnten damit die Auslandsforderungs- und -verbindlichkeitspositionen beeinflussen. Insbesondere Arbeitsmarktreformen, die die Arbeitskosten senken, können sich über zwei in unterschiedliche Richtungen wirkende Kanäle auf die Auslandsvermögenspositionen auswirken: Einerseits fördern sie Investitionen im Inland zu Lasten der Auslandsinvestitionen (mit einem negativen Effekt auf das Nettoauslandsvermögen), andererseits wird inländisches Kapital jedoch möglicherweise durch Arbeit ersetzt (mit einem positiven Effekt auf das Nettoauslandsvermögen). Unter Verwendung einer Messgröße der Beschäftigungsschutzbestimmungen (BSB) als Hilfsindikator für den allgemeinen arbeitsmarktpolitischen Kurs ergibt die empirische Analyse, dass der erstgenannte Effekt dominiert, so dass weniger strikte BSB mit einem niedrigeren Brutto- und Nettoauslandsvermögen verbunden sind⁵. Bei der Interpretation dieser Ergebnisse ist indessen gewisse Vorsicht angebracht, da der BSB-Indikator für den beobachteten Zeitraum fast nur für OECD-Länder vorliegt.

Mit Blick auf die Zukunft könnten durch wachstumssteigernde Reformen höhere Kapitalzuflüsse angelockt werden ...

Insgesamt stehen diese Ergebnisse mit der Ansicht im Einklang, dass das internationale Kapital in Anbetracht der voraussichtlichen künftigen wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen sowie der Verbesserungen der institutionellen Qualität in den aufstrebenden Volkswirtschaften einerseits und des geringeren Spielraums für die Entwicklung der Finanzmärkte sowie für Verbesserungen der institutionellen Qualität in den fortgeschrit-

-
4. Die „Regulierungsqualität“ wird anhand des auf Erhebungsdaten beruhenden Indikators der Weltbank gemessen, der auf Beurteilungen der Fähigkeit der staatlichen Instanzen zur Formulierung und Umsetzung solider Regulierungsmaßnahmen, die die Entwicklung des privaten Sektors fördern, beruht. Dieser Indikator findet in der akademischen Forschung breite Verwendung, und seine Transparenz im Hinblick auf die genutzten Methoden und Quellen hat sich im Lauf der Jahre deutlich verbessert. Es lassen sich jedoch aus einer Reihe von Gründen Zweifel an seiner Zweckmäßigkeit anmelden, u.a. weil er inhärent subjektiv ist und sich auf Daten stützt, die aus einer Vielzahl von Quellen stammen (wegen Einzelheiten vgl. Furceri und Mourougane, 2010). Trotz seiner verschiedenen Mängel ist bei diesem Indikator für die OECD-Länder eine enge Korrelation mit dem OECD-Indikator der Produktmarktregulierung festzustellen (Korrelationskoeffizient von 0,7). OECD-Indikatoren der Produktmarktregulierung liegen für alle OECD-Länder sowie Brasilien, China und Russland vor. Die Datenbank wird derzeit erweitert, um weitere Nichtmitgliedsländer zu erfassen.
 5. Diese Ergebnisse stehen jedoch mit früheren empirischen Befunden der OECD zum Effekt von BSB auf die Leistungsbilanzsalden im Widerspruch (Kerdrain et al., 2010).

tenen Volkswirtschaften andererseits in Zukunft stärker in die aufstrebenden Volkswirtschaften fließen dürfte. Somit würden eine bessere Regulierungsqualität, eine weiter reichende Entwicklung der Finanzmärkte und eine größere Offenheit der Kapitalbilanz sowie flexiblere Arbeits- und Produktmärkte nicht nur das langfristige Wachstum fördern, sondern auf lange Sicht auch zu einer Verringerung des Nettoauslandsvermögens der aufstrebenden Volkswirtschaften beitragen. Diese Entwicklung wäre mit einer Verringerung der Leistungsbilanzungleichgewichte über einen langen Zeitraum verbunden, in dessen Verlauf die Nettoauslandsvermögenspositionen sich an ihr neues Niveau anpassen. Veränderungen im Bereich der Strukturpolitik können einen großen Effekt haben. Überschlägige Berechnungen auf der Grundlage notwendigerweise unsicherer Regressionsergebnisse lassen auf Folgendes schließen⁶:

... und zwar in aufstrebenden Volkswirtschaften und Transformationsländern ...

- Wenn die aufstrebenden Volkswirtschaften und die Transformationsländer das durchschnittliche Niveau ihrer institutionellen Qualität (gemessen an OECD-Indikatoren der Produktmarktregulierung oder der Messgröße der Regulierungsqualität der Weltbank) auf das Niveau der OECD-Hocheinkommensländer anheben würden, wäre dies unter sonst gleichen Bedingungen mit einer langfristigen Verringerung des Nettoauslandsvermögens um durchschnittlich rd. 30 Prozentpunkte des BIP verbunden.

... und insbesondere in China

- Für China wäre eine Verringerung des Abstands zum OECD-Durchschnitt bei der Regulierungsqualität um ein Viertel (gemessen anhand des Weltbank-Indikators oder anhand des PMR-Indikators der OECD) mit einer Verringerung seines Nettoauslandsvermögens um rd. 15 Prozentpunkte des BIP verbunden. Unter der Annahme, dass die Hälfte der Effekte derartiger Reformen in den ersten zehn Jahren zum Tragen kommt, ließe sich Chinas Leistungsbilanzüberschuss in einem Jahrzehnt um durchschnittlich rd. $\frac{3}{4}$ Prozentpunkte des BIP senken.

Die Situation unterscheidet sich jedoch von Land zu Land

In diesem Kontext gilt es die besonderen Gegebenheiten in den einzelnen Ländern zu berücksichtigen. In Ländern mit Leistungsbilanzüberschuss hätten Reformen den doppelten Vorteil, das Wohlergehen sowie das langfristige Wachstum zu stützen und die Ungleichgewichte zu verringern. In Defizitländern hingegen, insbesondere wenn es sich um aufstrebende Volkswirtschaften handelt, werden die Ungleichgewichte durch wachstumsfördernde Reformen möglicherweise erhöht. Wenn größere Defizite nicht wünschenswert erscheinen, müssen die Reformen u.U. durch andere Maßnahmen ergänzt werden, um die Nettoersparnisbildung zu erhöhen oder zumindest ihre Abnahme zu begrenzen. Die Verringerung hoher Haushaltsdefizite hätte insbesondere den doppelten Nutzen, die mit der Frage der Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung verbundenen Risiken zu reduzieren und die Leistungsbilanzdefizite zu verringern.

6. Angesichts der Schwierigkeit, Kausalzusammenhänge aus im Ländervergleich festzustellenden Differenzen abzuleiten, der Ungewissheit, mit der Punktschätzungen behaftet sind, und der hohen Kollinearität zwischen den verwendeten Indikatoren – die darüber hinaus darauf schließen lässt, dass die Addierung des Effekts der Veränderungen bei den einzelnen Indikatoren den Gesamteffekt u.U. erheblich überzeichnet –, ist bei der Interpretation von solchen der Veranschaulichung dienenden Quantifizierungen große Vorsicht geboten.

Die Rolle von Politikmaßnahmen bei der Begrenzung der mit der finanziellen Globalisierung verbundenen Risiken

Die finanzielle Globalisierung kann die makroökonomischen Risiken erhöhen

Die globale Finanzmarktintegration ist gut für das Wachstum, birgt aber auch Risiken

Die globale Finanzmarktintegration begünstigt das Einkommenswachstum sowohl direkt durch eine bessere Allokation der Investitionen und neue Absicherungsmöglichkeiten als auch indirekt durch Anreize für bessere makroökonomische Maßnahmen und Strukturreformen. Sie ist aber auch mit Gefahrenfaktoren und Risiken auf globaler und nationaler Ebene verbunden.

Die Transmission finanzieller Schocks verläuft schneller und ist komplexer geworden

Auf globaler Ebene hat die Finanzkrise die Komplexität der internationalen Transmission finanzieller Schocks und die mit der Zunahme der internationalen Kapitalströme und der Bruttovermögenspositionen verbundenen Finanzmarktrisiken vor Augen geführt. Die Höhe der bilateralen Bruttovermögenspositionen, ihre unterschiedliche Zusammensetzung und die Komplexität der Finanzierungsverflechtungen erschweren die Beurteilung der direkten und indirekten Exponiertheit der einzelnen Länder und Sektoren gegenüber einem Finanzmarktschock. Daher hat sich die Notwendigkeit der Datenerfassung und Risikoüberwachung erhöht⁷.

Umfangreiche Kapitalzuflüsse führen zu einem makroökonomischen Dilemma ...

Auf Länderebene entstehen durch Kapitalzuflüsse, insbesondere wenn sie umfangreich sind, zahlreiche Herausforderungen, und sie können die makroökonomische Steuerung erschweren. Derzeit sehen sich beispielsweise mehrere aufstrebende Volkswirtschaften mit großen privaten Kapitalzuflüssen konfrontiert, die Aufwärtsdruck auf ihre realen Wechselkurse ausüben. Damit stehen diese Länder vor der schwierigen Entscheidung, entweder eine Aufwertung ihrer Währung und eine damit einhergehende Verschlechterung ihrer Wettbewerbsfähigkeit zuzulassen oder die Aufwertung zu begrenzen versuchen, was mit der Gefahr einer Überhitzung oder – falls die Zuflüsse sterilisiert werden – mit dem Risiko verbunden ist, dass weitere Kapitalzuflüsse angelockt werden⁸.

... drohen das inländische Finanzsystem zu destabilisieren ...

Darüber hinaus gehen Kapitalzuflüsse häufig mit Kreditbooms und einer Verschlechterung der Kreditqualität sowie mit einem raschen Anstieg der Wertpapier- und Immobilienpreise und damit verbundenen Vermögenseffekten auf die Wirtschaft einher (Reinhart und Reinhart, 2008). Das Risiko einer Fehlallokation von ausländischem Kapital ist groß, vor allem wenn die Finanzmärkte in den Empfängerländern weder gut entwickelt noch gut reguliert sind. Aber selbst gut entwickelte und regulierte Systeme sind vor solchen Risiken nicht gefeit. Auch in Ländern mit hohen Regulierungsstandards kann es zu einer Fehlallokation von ausländischem Kapital kommen, wie z.B. in Spanien in den Jahren vor der Krise. Sogar im

7. Milesi-Ferretti et al. (2010) weisen insbesondere auf einige größere Lücken in den Daten zu den grenzüberschreitenden Vermögensbeständen hin, hauptsächlich in Zusammenhang mit den Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten von Offshore-Finanzzentren, Ölexportländern und anderen aufstrebenden Volkswirtschaften. Vgl. auch Mihaljek (2008) und IWF (2010a).

8. Vgl. z.B. Ghosh et al. (2008) und Roubini (2010) wegen eines Überblicks. In manchen Fällen kann eine Haushaltskonsolidierung hilfreich sein, um die Zielkonflikte zu verringern, die beim Umgang mit umfangreichen Kapitalzuflüssen auftreten.

gut entwickelten Finanzsystem der Vereinigten Staaten waren die umfangreichen Kapitalzuflüsse vor der Krise möglicherweise ein Grund für die Aufweichung der Kreditvergabestandards.

... und können letztlich eine Krise auslösen

Insgesamt machen umfangreiche Kapitalzuflüsse die Empfängerländer anfälliger für Boom-Bust-Zyklen sowie für Finanzkrisen und die damit verbundenen wirtschaftlichen und sozialen Kosten. Rund 60% der 268 Episoden umfangreicher ausländischer Kapitalzuflüsse (die von Furceri et al., 2011b, auf der Basis großer Abweichungen der Nettokapitalzuflüsse im Verhältnis zum BIP von den historischen Trends identifiziert wurden) endeten mit einem plötzlichen Versiegen der Zuflüsse, und in etwa jede zehnte Episode führte entweder zu einer Bankenkrise oder einer Währungskrise⁹. Werden nur die OECD-Länder berücksichtigt, endeten rd. 40% der 75 Episoden umfangreicher Kapitalzuflüsse mit einem plötzlichen Versiegen dieser Zuflüsse und löste in etwa jede zehnte Episode entweder eine Bankenkrise oder eine Währungskrise aus. Die in Furceri et al. (2011c) durchgeführte empirische Analyse zeigt, dass sich die Wahrscheinlichkeit einer Bankenkrise oder eines plötzlichen Versiegens der Zuflüsse nach einer Episode umfangreicher ausländischer Kapitalzuflüsse vervierfacht (Abb. 6.3).

Figure 6.3. **The annual probability of a banking crisis or a sudden stop**



Note: Based on regression results in Table 7 and Table 11 in Furceri et al. (2011c). Probabilities are evaluated at sample means for all other variables entering the equation. A large capital inflow episode is defined by a large deviation of the net capital inflow-to-GDP ratio relative to its historical trend.

Source: OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932424814>

9. Episoden umfangreicher Kapitalzuflüsse sind definiert als Phasen hoher Zuflüsse (als Anteil am BIP) im Vergleich zu der im jeweiligen Land verzeichneten Trendentwicklung (und normalen Volatilität). Die Banken- und Währungskrisen beruhen auf Laeven und Valencia (2008), die zur Bestimmung des Anfangsdatums von Bankenrisen eine Kombination von quantitativen Indikatoren heranziehen, die die Schiefelage im Bankensektor messen, und Währungskrisen als Episoden definieren, in denen eine Währung eine nominale Abwertung um 10% in einem Jahr und um 30% insgesamt erfährt. Das plötzliche Versiegen der Kapitalzuflüsse wird als ein starker Rückgang der Nettokapitalzuflüsse eines Landes definiert. Vgl. Furceri et al. (2011c) wegen näherer Einzelheiten.

Währungs- und Laufzeitinkongruenzen erhöhen die Risiken

Währungs- und Laufzeitinkongruenzen, die aus diesen Kapitalströmen resultieren, sind eine weitere mögliche Ursache für finanzielle Instabilität, und können den Effekt eines plötzlichen Versiegens der Kapitalzuflüsse oder einer Währungskrise verstärken (vgl. Park, 2010, wegen einer Erörterung). Wenngleich Inkongruenzen in der Natur des Bankgeschäfts und der Finanzintermediation liegen, können starke Inkongruenzen die Länder für finanzielle Schocks äußerst anfällig machen, z.B. wenn Banken langfristige Vermögenswerte in Landeswährung halten, die durch eine kurzfristige Kreditaufnahme an ausländischen Wholesale-Märkten finanziert werden (was in vielen europäischen Ländern kurz vor der Krise der Fall war und was teilweise noch immer zu beobachten ist). Die Kosten einer Finanzkrise und einer Wechselkursabwertung sind in Ländern mit hoher Auslandsverschuldung zudem besonders hoch (da eine Abwertung die Schuldendienstkosten u.U. drastisch erhöht und die Auslandsfinanzierungsquellen versiegen können), was zu einer Schuldenkrise führen kann¹⁰.

Die Rolle strukturpolitischer Maßnahmen bei der Verringerung der Risiken

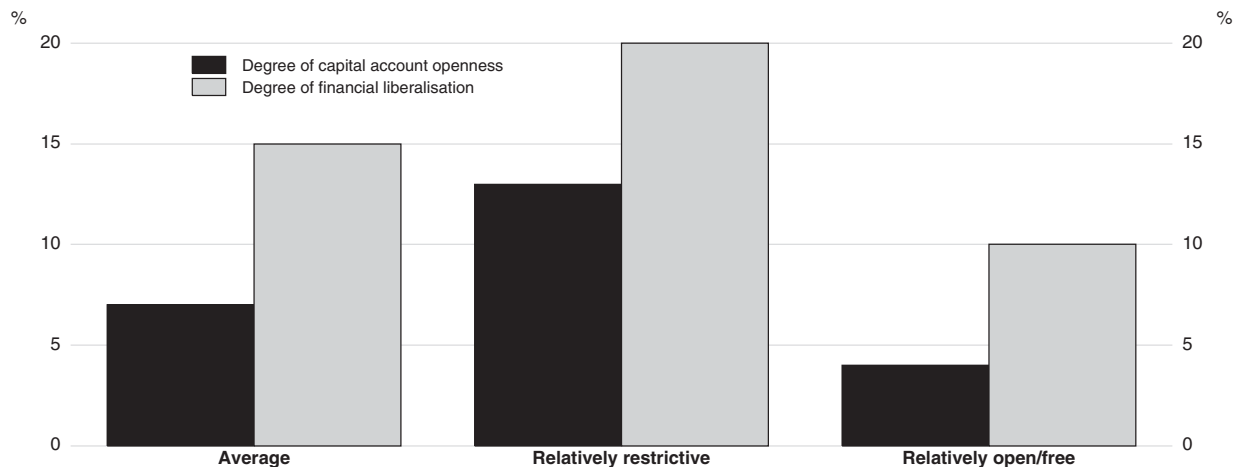
Die strukturpolitischen Rahmenbedingungen können die mit umfangreichen Kapitalzuflüssen verbundenen Risiken mindern ...

Aus den meisten empirischen Untersuchungen geht hervor, dass die Liberalisierung der Kapitalbilanz günstigere Wachstumseffekte hat, wenn die Institutionen stark und von hoher Qualität sind und wenn das Finanzsystem gut ausgebaut und entwickelt ist (Tirole, 2002; Obstfeld, 2008; Kose et al., 2009)¹¹. Die Analyse von Furceri et al. (2011c) erhärtet auch die These, wonach strukturpolitische Maßnahmen hilfreich sein können, um durch umfangreiche Kapitalzuflüsse verursachte Risiken zu mindern. So verringert sich z.B. durch die Öffnung der Kapitalbilanz und eine stärkere Liberalisierung der Finanzmärkte die Wahrscheinlichkeit, dass es nach umfangreichen Kapitalzuflüssen zu einer Bankenkrise kommt (Abb. 6.4). Diese Zusammenhänge sind aber insofern mit Vorsicht zu interpretieren, als sie sich ebenfalls aus einer gewissen Form der umgekehrten Kausalität erklären könnten: Weniger krisenanfällige Länder sind möglicherweise eher bereit, die Liberalisierung und Öffnung ihres Finanzsystems voranzutreiben. Da eine stärkere Liberalisierung der Finanzmärkte und Öffnung der Kapitalbilanz darüber hinaus auch die Anzahl und den Umfang der Episoden massiver Kapitalzuflüsse erhöhen kann, bleibt ihr Gesamteffekt auf die Wahrscheinlichkeit von Bankenkrisen ungewiss.

10. Eine wichtige Ausnahme bilden hier US-amerikanische juristische Personen, die dank des Status des US-Dollar als Reservewährung Kredite in ihrer eigenen Währung aufnehmen, während sie gleichzeitig einen Großteil ihrer Auslandsaktiva in Fremdwährungen halten, so dass eine Abwertung des Dollar die Nettoauslandsverschuldung der Vereinigten Staaten reduziert.

11. Die Liberalisierung der Kapitalbilanz scheint insbesondere einen nichtlinearen Effekt auf das langfristige Wachstum zu haben, der von dem Niveau der Finanzmarktentwicklung, der Qualität der Institutionen (namentlich von einem guten Schutz geistiger Eigentumsrechte und starken Rechnungslegungsstandards) sowie, wenn auch in geringerem Maße, von der Handelsöffnung, der Arbeitsmarktflexibilität und dem allgemeinen Stand der Entwicklung abhängt (Kose et al., 2009; Eichengreen et al., 2009). Die Zusammensetzung der Kapitalzuflüsse ist für die Begrenzung der Risiken und die Maximierung der Nutzeffekte der Liberalisierung der Kapitalbilanz ebenfalls von Bedeutung. So fällt z.B. das Vorhandensein nichtlinearer Zusammenhänge zwischen der Liberalisierung der Kapitalbilanz und dem Wachstum offenbar stärker ins Gewicht, wenn es sich bei den Zuflüssen in erster Linie um Anlagen in Schuldtiteln und weniger um ADI oder Kapitalbeteiligungen handelt (Kose et al., 2009).

Figure 6.4. **The probability of a banking crisis following a large capital inflow episode under different policy settings**



Note: Based on regression results reported in Table 7 in Furceri et al. (2011c). Due to differences in data availability the sample varies from one equation to the other and is also different from the sample used for Figure 6.3 resulting in different crisis probability when all variables are at sample mean. Probabilities are evaluated at sample means for all other variables entering the equation. “Relatively restricted” relates to the first quartile of the distribution. “Relatively open/free” relates to the fourth quartile of the distribution. Capital openness is measured using the Chinn-Ito index and financial liberalisation using the IMF index. Most OECD countries are classified in the fourth quartile of the distribution for both indicators (i.e. relatively liberalised and open) while no BRICS can be found in that quartile (and most rank in the first quartile).

Source: OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932424833>

... insbesondere, indem sie die Zusammensetzung der Kapitalzuflüsse verbessern

Strukturpolitische Maßnahmen reduzieren die mit Kapitalzuflüssen verbundenen Risiken vor allem auf indirekte Weise, indem sie die Zusammensetzung dieser Zuflüsse verändern. Bessere strukturpolitische Rahmenbedingungen – ein stärker liberalisiertes Finanzsystem, ein höherer Offenheitsgrad der Kapitalbilanz¹², aber auch eine wettbewerbsorientiertere Produktmarktregulierung und nicht allzu strenge Beschäftigungsschutzbestimmungen – gehen mit einem höheren Anteil an ADI und einem geringeren

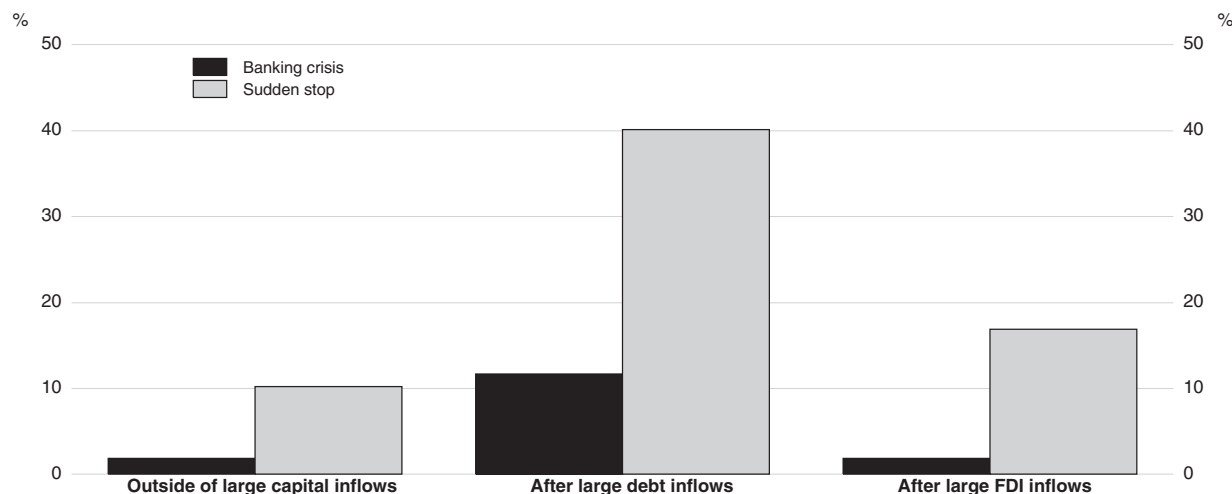
12. Der Effekt einer Öffnung der Kapitalbilanz ist jedoch nicht eindeutig. Sie geht zwar mit einem höheren ADI-Anteil an den Zuflüssen und einer geringeren Wahrscheinlichkeit von Bankenrisiken einher, sie ist aber auch – selbst bei Berücksichtigung des Volumens der Kapitalzuflüsse – mit einer höheren Wahrscheinlichkeit eines plötzlichen Versiegens der Kapitalzuflüsse nach einer Episode umfangreicher Zuflüsse verbunden. Das könnte der Funktion zuzuschreiben sein, die bestimmte Formen von Kapitalverkehrskontrollen erfüllen, indem sie die Zusammensetzung der Kapitalzuflüsse zu Gunsten länger laufender Instrumente verändern und Kapitalabflüsse und Kapitalflucht begrenzen. Das war in Chile in den 1990er Jahren zu beobachten und hat möglicherweise zusammen mit Strukturreformen, einer partiellen Liberalisierung der Kapitalabflüsse und soliden makroökonomischen Maßnahmen dazu beigetragen, dass die umfangreichen in der ersten Hälfte der 2000er Jahre verzeichneten Zuflüsse nicht mit einer Krise endeten, was im krassen Gegensatz zu den Erfahrungen von Ende der 1970er und Anfang der 1980er Jahre steht. Auf jeden Fall müssen weitere Analysen in diesem Bereich durchgeführt werden, insbesondere über die Auswirkungen der verschiedenen Arten von Kapitalverkehrskontrollen.

Anteil an Anlagen in Schuldtiteln einher (Furceri et al., 2011a)¹³. Im Gegensatz dazu ist die Wahrscheinlichkeit einer Krise oder eines plötzlichen Versiegens der Zuflüsse nach Episoden umfangreicher Kapitalzuflüsse besonders hoch, wenn innerhalb dieser Zuflüsse die Anlagen in Schuldtiteln dominieren (Abb. 6.5)¹⁴. Außerdem haben Episoden umfangreicher Kapitalzuflüsse, die größtenteils aus Anlagen in Schuldtiteln bestehen, in der Tendenz einen stärkeren Einfluss auf die inländische Kreditvergabe als Zuflüsse, die sich hauptsächlich aus ADI oder Beteiligungsinvestitionen zusammensetzen (Abb. 6.6). Ferner sind ADI-Zuflüsse weniger volatil als Zuflüsse in Form von Anlagen in Schuldtiteln oder Aktien und sind im Vergleich zu letzteren u.U. auch mit einer geringeren Gefahr der Fehlallokation von Kapital verbunden, da sie die zwischen Gebietsfremden und Gebietsansässigen bestehenden Informationsasymmetrien verringern (vgl. z.B. Kirabaeva und Razin, 2010).

Aufstrebende Volkswirtschaften könnten mit besseren Institutionen einen höheren Anteil an ADI anlocken

Überschlägige Berechnungen auf der Grundlage der empirischen Ergebnisse von Furceri et al. (2011a) deuten darauf hin, dass in den aufstrebenden Volkswirtschaften und Transformationsländern eine Anhebung des Niveaus der institutionellen Qualität im Bereich der Produktmarktregulierung auf das Durchschnittsniveau der OECD-Länder in einer Zunahme des Anteils der ADI am Gesamtbestand der Verbindlichkeiten um rd. 10 Prozentpunkte und einer entsprechenden Abnahme des Anteils der Portfolio-

Figure 6.5. Annual probability of banking crisis and sudden stops depending on the nature of the capital inflows



Note: Based on regression results in Tables 10 and 14 in Furceri et al. (2011c). Probabilities are evaluated at sample means for all other variables entering the equation.

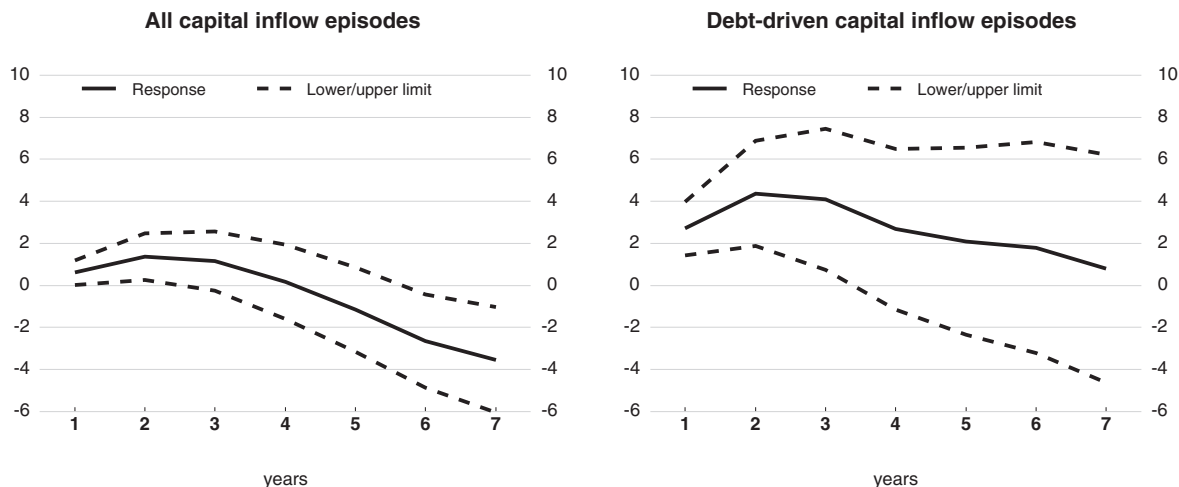
Source: OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932424852>

13. Einige dieser Ergebnisse stimmen mit den Ergebnissen anderer Studien überein, namentlich früherer OECD-Arbeiten. Die Feststellung, dass wettbewerbsfördernde Regelungen mit mehr ADI und weniger Anlagen in Aktien und Schuldtiteln verbunden sind, findet sich auch in Hajkova et al. (2006) und Nicoletti et al. (2003). Dass weniger strenge Beschäftigungsschutzbestimmungen in den Empfängerländern mit einem höheren Anteil an ausländischen Direktinvestitionen an den Verbindlichkeiten einhergehen, steht ebenfalls mit den Ergebnissen früherer OECD-Studien sowie von Javorcik und Spatareanu (2005) im Einklang.
14. Anlagen in Schuldtiteln sind definiert als die Summe der Portfolioinvestitionen in Schuldverschreibungen und ähnliche Instrumente.

Figure 6.6. **The response of private credit to capital inflows**

Increase in credit-to-GDP ratio, percentage points of GDP



Note: Based on regression results reported in Furceri et al. (2011b). Solid lines represent average responses of credit to GDP to a large inflow episode and dotted lines represent 90% confidence bands.

Source: OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932424871>

verbindlichkeiten resultieren würde¹⁵. Desgleichen würde eine Erhöhung des Offenheitsgrads der Kapitalbilanz auf das Durchschnittsniveau der OECD-Länder mit einer Zunahme des ADI-Anteils am Gesamtbestand der Verbindlichkeiten um rd. 5 Prozentpunkte und einer entsprechenden Abnahme des Anteils der Anlagen in Schuldtiteln einhergehen¹⁶.

Der Effekt strukturpolitischer Maßnahmen auf die makroökonomischen Risiken insgesamt ist nicht eindeutig

Der Gesamteffekt besserer strukturpolitischer Rahmenbedingungen auf die makroökonomischen Risiken ist jedoch nicht eindeutig. Einerseits dürften verbesserte strukturpolitische Rahmenbedingungen das Gesamtvolumen der Kapitalströme erhöhen, wodurch sich die Risiken vergrößern. Andererseits sind bessere strukturpolitische Maßnahmen (eine wettbewerbsfreundlichere Produktmarktregulierung, ein weniger strenger Beschäftigungsschutz, eine bessere institutionelle Qualität und eine stärkere Öffnung der Kapitalbilanz) mit einer stabileren und weniger risikoanfälligen Zusammensetzung der Kapitalzuflüsse – d.h. vor allem mehr ADI und weniger Schuldtitel – verbunden. Der Gesamtnettoeffekt auf die makroökonomischen Risiken wird von der genauen Form der durchgeführten Strukturreformen abhängen, aber auch davon, inwieweit sie durch Fortschritte im Bereich der Finanzmarktreflexen flankiert sind, die sowohl in aufstrebenden als auch fortgeschrittenen Volkswirtschaften notwendig sind, um den mikro- und makroprudenziellen Rahmen zu stärken.

15. Da sich die Gesamtzusammensetzung der Verbindlichkeiten nur parallel zur Gesamtzusammensetzung der Forderungen verändern kann, dürfte sich der Anteil der ADI-Abflüsse an den Auslandsforderungen, z.B. unter dem Einfluss einer stärkeren Entwicklung und Liberalisierung der Finanzmärkte in kapitalexportierenden Ländern, ebenfalls erhöhen.

16. Diese Ergebnisse sind mit Vorsicht zu interpretieren, nicht zuletzt wegen der komplexen Wechselwirkungen zwischen ADI- und sonstigen Kapitalströmen. Ausländische Direktinvestoren können z.B. ihr Engagement in ADI absichern, indem sie im Inland Kredite aufnehmen und dann kurzfristiges Kapital aus dem Land bringen.

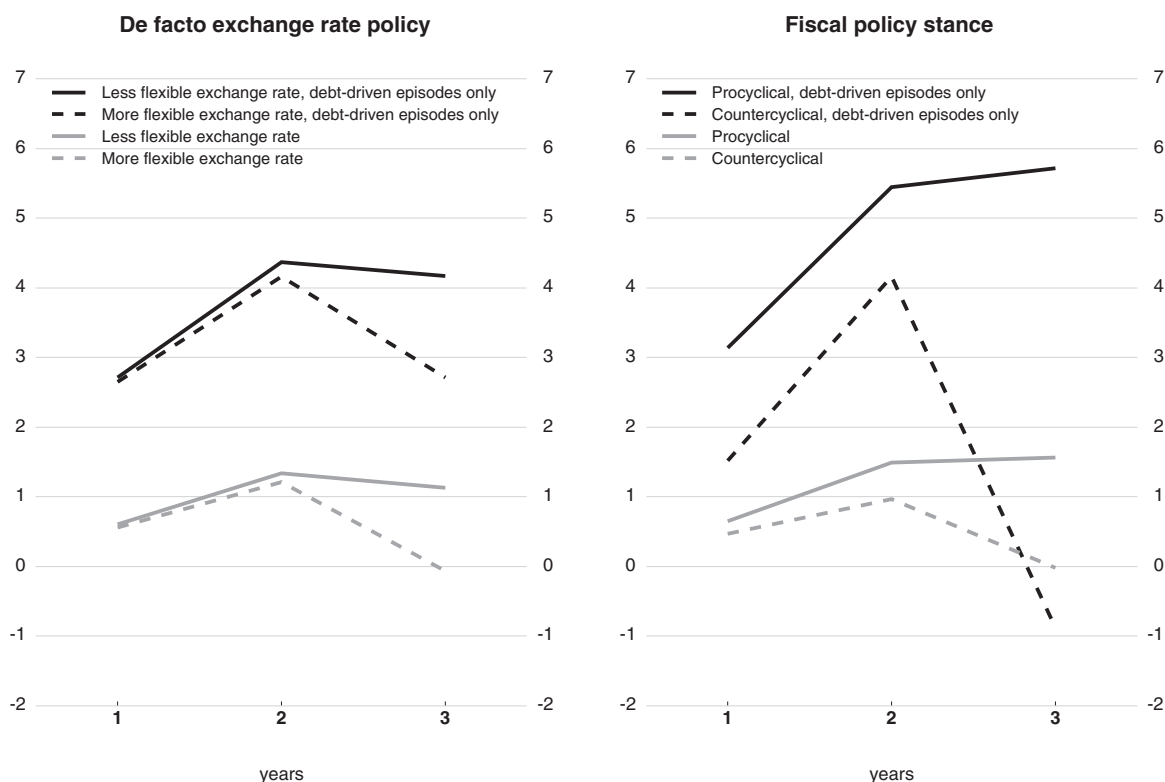
Die Rolle makroökonomischer Maßnahmen bei der Verringerung der Risiken

Makroökonomische Maßnahmen sind ein wichtiger Bestandteil der Reaktion auf Kapitalzuflüsse

Neben strukturpolitischen sowie aufsichtsrechtlichen und makroprudenziellen Maßnahmen kommt makroökonomischen Instrumenten, wie Wechselkurs- und fiskalpolitischen Maßnahmen, ebenfalls eine bedeutende Rolle zu, um durch Kapitalzuflüsse bedingte Risiken zu verringern. Wechselkursflexibilität scheint die Effekte, die Episoden umfangreicher Kapitalzuflüsse auf die inländische Kreditvergabe haben, teilweise zu reduzieren (Abb. 6.7, linker Teil), was mit folgenden Thesen im Einklang steht: a) Länder, die in Reaktion auf Kapitalzuflüsse Wechselkursschwankungen zulassen, können so die Dauer von Nettokapitalzuflussepisoden verkürzen, b) eine größere Wechselkursvolatilität (und ein somit höheres Wechselkursrisiko) kann das Kreditwachstum durch eine Erhöhung der Risikoprämien und eine Verringerung der auf Fremdwährung lautenden Kredite reduzieren, c) alternativ dazu mögliche Devisenmarktinterventionen können zur Entstehung von Kredit- und Vermögenspreisblasen führen, wenn sie nicht voll-

Figure 6.7. **The response of private credit to large capital inflow episodes under different policy stances**

Increase in credit-to-GDP ratio, percentage points of GDP



Note: Based on regression results reported in Furceri et al. (2011b). The less flexible exchange rates correspond to cases where real exchange rate volatility does not increase in response to an inflow episode and the more flexible exchange rates to cases where it increases. Countries with pro-cyclical (counter-cyclical) fiscal policy are countries where the correlation between the change in government spending and output growth is positive (negative).

Source: OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932424890>

ständig sterilisiert werden, d) Banken finanzieren sich weniger im Ausland, wenn der Wechselkurs flexibler ist. Darüber hinaus waren in Ländern, die im Allgemeinen eine antizyklische Fiskalpolitik verfolgen, in Episoden umfangreicher Kapitalzuflüsse – insbesondere solchen, die großenteils aus Anlagen in Schuldtiteln bestehen – im Durchschnitt bescheidenere Kreditbooms festzustellen (Abb. 6.7, rechter Teil). In diesbezüglichen Studien wird häufig die Empfehlung formuliert, in Episoden umfangreicher Kapitalzuflüsse eine fiskalische Straffung vorzunehmen (z.B. Cardarelli et al., 2010)¹⁷. Die obigen Feststellungen sind allerdings allgemeiner Art; bei auf ihnen aufbauenden Politikempfehlungen müssen daher die spezifischen Gegebenheiten und Probleme der jeweiligen Länder berücksichtigt werden.

Schlussfolgerungen: die Rolle von Politikmaßnahmen bei der Optimierung der globalen Finanzmarktintegration

Strukturpolitische Maßnahmen sind wichtig für die Verringerung der mit der finanziellen Globalisierung verbundenen Risiken ...

Die Nettoauslandspositionen der einzelnen Länder werden stark von ihren strukturpolitischen Rahmenbedingungen beeinflusst¹⁸. Die empirischen Befunde legen den Schluss nahe, dass wachstumsfördernde Reformen in aufstrebenden Volkswirtschaften mit Leistungsbilanzüberschuss zur Verringerung der globalen Ungleichgewichte beitragen könnten. Der Effekt wachstumsfördernder strukturpolitischer Reformen auf die mit umfangreichen Kapitalzuflüssen verbundenen makroökonomischen Risiken ist nicht eindeutig; bessere strukturpolitische Maßnahmen dürften zu einer Erhöhung des Volumens der Kapitalströme zusammen mit den damit verbundenen Risiken führen, aber auch ihre Zusammensetzung weg von Schuldtiteln hin zu ADI verändern, was diese Risiken wiederum verringern würde.

... allerdings in Verbindung mit angemessenen makroökonomischen und finanzmarktpolitischen Maßnahmen

Um sicherzustellen, dass die mit umfangreichen Kapitalströmen zusammenhängenden makroökonomischen Risiken auf ein Mindestmaß begrenzt werden, müssen strukturpolitische Reformen durch geeignete makroökonomische Politikmaßnahmen, insbesondere im Bereich der Fiskalpolitik und der Wechselkurse, sowie Finanzmarktreformen zur Stärkung des mikro- und makroprudenziellen Rahmens ergänzt werden. Auch bestimmte Formen von Kapitalverkehrskontrollen könnten einen Beitrag leisten, wenn sie so gestaltet werden, dass etwaige Verzerrungen bei den langfristigen Investitionen und den normalen Unternehmensaktivitäten so gering wie möglich gehalten werden; sie sollten jedoch vorzugsweise einer multilateralen Aufsicht unterliegen, etwa im Rahmen des *OECD Code of Liberalisation of Capital Movements*.

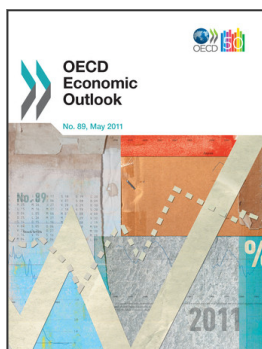
-
17. Ein gutes Beispiel für ein Land, das in der Lage war, umfangreiche Kapitalzuflüsse zu bewältigen und gleichzeitig die Öffnung seiner Kapitalbilanz aufrechtzuerhalten, ist Australien Ende der 1980er Jahre, das sich dabei auf eine hohe institutionelle Qualität, ein liberalisiertes und gut ausgebauten Finanzsystem und eine restriktive Fiskalpolitik stützen konnte.
18. In dieser Hinsicht decken sich die in diesem Kapitel beschriebenen Ergebnisse mit denen früherer Analysen des Zusammenhangs zwischen strukturpolitischen Maßnahmen und Kapitalbilanz und erhärten diese (OECD, 2011).

Literaturverzeichnis

- Alfaro, L., S. Kalemli-Ozcan und V. Volosovych (2008), "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 90.
- Aizenman, J. und J. Lee (2007), "International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence", *Open Economies Review*, Vol. 18.
- Cardarelli, R., S. Elekdag und A. Kose (2010), "Capital inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses", *Economic Systems*, Vol. 34.
- Cheung, Y. und H. Ito (2008), "Hoarding of International Reserves: A Comparison of the Asian and Latin American Experiences", *Hong Kong Institute for Monetary Research Working Papers*, No. 072008.
- Chinn, M. und H. Ito (2008), "A New Measure of Financial Openness", *Journal of Comparative Policy Analysis*, Vol. 10.
- Eichengreen, B., R. Gullapalli und U. Panizza (2009), "Capital Account Liberalization, Financial Development and Industry Growth: A Synthetic View", *Department of Public Policy and Public Choice, Working Paper*, No. 144, POLIS.
- Furceri, D. und A. Mourougane (2010), "Structural Indicators: A Critical Review", *OECD Economic Studies*, Vol. 2010/1.
- Furceri, D., S. Guichard und E. Rusticelli (2011a), "Medium-term Determinants of International Investment Positions: the Role of Structural Policies", *OECD Economics Department Working Paper*, No. 863.
- Furceri, D., S. Guichard und E. Rusticelli (2011b), "The Effect of Episodes of Large Capital Inflows on Domestic Credit", *OECD Economics Department Working Paper*, No. 864.
- Furceri, D., S. Guichard und E. Rusticelli (2011c), "Episodes of Large Capital Inflows and the Likelihood of Banking and Currency Crises and Sudden Stops", *OECD Economics Department Working Paper*, No. 865.
- Ghosh, A., M. Goretta, B. Joshi, U. Ramakrishnan, A. Thomas und J. Zalduendo (2008), "Capital Inflows and Balance of Payments Pressures – Tailoring Policy Responses in Emerging Market Economies", *IMF Policy Discussion Paper*, 08/2.
- Hajkova, D., G. Nicoletti, L. Vartia und K.-Y. Yoo (2003), "Taxation, Business Environment and FDI Location in OECD Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 502.
- IWF (2010a), *Understanding Financial Interconnectedness*, Washington D.C.
- IWF (2010b), *The Fund's Role Regarding Cross-Border Capital Flows*, Washington D.C.
- IWF (2011), *Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework*, Washington D.C.
- Javorcik, B. und M. Spatareanu (2005), "Do Foreign Investors Care About Labour Market Regulations?", *CEPR Discussion Papers*, No. 4839.
- Jeanne, O. (2007), "International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2007/1.
- Jeanne, O. und R. Rancière (2008), "The Optimal Level of International Reserves For Emerging Market Countries: A New Formula and Some Applications", *CEPR Discussion Papers*, No. 6723.
- Kerdrain, C., I. Koske, I. Wanner (2010), "The Impact of Structural Policies on Saving, Investment and Current Accounts", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 815.
- Kirabaeva, K. und A. Razin (2010), "Composition of Capital Flows: A Survey", *NBER Working Paper*, No. 16492.

- Kose, A., E. Prasad, K. Rogoff und S.-J. Wei (2006), "Financial Globalization: A Reappraisal", *IMF Working Paper*, No. 06/189.
- Kose, A., E. Prasad und A. Taylor (2009), "Thresholds in the Process of International Financial Integration", *NBER Working Papers*, No. 14916.
- Lane, P. (2010), "International Financial Integration and the External Positions of the Euro Area Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 830.
- Lane, P. und G.M. Milesi-Ferretti (2007), "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004", *Journal of International Economics*, Vol. 73.
- Lane, P. und G.M. Milesi-Ferretti (2008), "The Drivers of Financial Globalization", *American Economic Review: Papers and Proceedings 2008*, Vol. 98.
- Leaven, L. und F. Valencia (2008), "Systemic Banking Crises: A New Database", *IMF Working Paper*, No. 08/224.
- Mateos y Lago, I., R. Dutttagupta und R. Goyal (2009), "The Debate on the International Monetary System", *IMF Staff Position Note*, SPN/09/26.
- Mihaljek, D. (2008), "The Financial Stability Implications of Increased Capital Flows for Emerging Market Economies", *BIS Paper*, No. 44.
- Milesi-Ferretti, G.-M., F. Strobbe und N. Tamirisa (2010), "Bilateral Financial Linkages and Global Imbalances: A View on the Eve of the Financial Crisis", *IMF Working Papers*, No. 10/257.
- Milesi-Ferretti, G.-M. und C. Tille (2010), "The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis", *IHEID Working Papers*, No. 18-2010.
- Nicoletti, G., S. Golub, D. Hajkova, D. Mirza und K.-Y. Yoo (2003), "Policies and International Integration: Influences on Trade and Foreign Direct Investment", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 359.
- Obstfeld, M. (2008), "International Finance and Growth in Developing Countries: What have we Learned?", *Commission of Growth and Development Working Paper*, No. 34.
- Obstfeld, M., J. Shambaugh und A. Taylor (2008), "Financial Stability, the Trilemma and International Reserves", *CEPR Discussion Paper*, No. 6693.
- OECD (2010), *OECD Code of Liberalisation of Capital Movements*, Paris.
- OECD (2011), "Tackling Current Account Imbalances: Is There a Role for Structural Policies?" in *Going for Growth*, Kapitel 5, Paris.
- Ostry, J., A. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. Qureshi und D. Reinhart (2010), "Capital Inflows: The Role of Controls", *IMF Staff Position Note*, 10/04.
- Park, Y.C. (2010), "The Role of Macroprudential Policy for Financial Stability in East Asia's Emerging Economies", auf der Grundlage eines Arbeitsdokuments für die Konferenz "The Banking Regulation and Financial Stability in Asian Emerging Markets", veranstaltet von ADBI, CBRC und IWF, Peking, 26. Mai.
- Reinhart, C. und V. Reinhart (2008), "Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present", *CEPR Discussion Papers*, No. 6996.
- Rodrik, D. (2006), "The Social Cost of Foreign Exchange Reserves", *International Economic Journal*, Vol. 20.
- Roubini, N. (2010), "How should Emerging Markets Manage Capital Inflows and Currency Appreciation?", Mimeo.
- Schindler, M. (2009), "Measuring Financial Integration: A New Data Set", *IMF Staff Papers*, Vol. 56.

- Summers, L. (2006), "Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation", L.K. Jha Memorial Lecture, Reserve Bank of India (März).
- Suttle, P., R. Koepke und J. Mazzacurati (2010), "Capital Flows to Emerging Market Economies", *IIF Research Note*, 4. Oktober.
- Tirole, J. (2002), *Financial Crisis, Liquidity, and the International Monetary System*, Princeton University Press.
- Waysand, C., K. Ross und J. de Guzman (2010), "European Financial Linkages: A New Look at Imbalances", *IMF Working Paper*, No. WP/09/295.
- Vujanovic, P. (2011), "Understanding the Recent Surge in the Accumulation of International Reserves", *OECD Economics Department Working Paper*, erscheint demnächst.



From:
OECD Economic Outlook, Volume 2011 Issue 1

Access the complete publication at:
https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2011-1-en

Please cite this chapter as:

OECD (2011), "Internationale Kapitalströme optimal nutzen", in *OECD Economic Outlook, Volume 2011 Issue 1*, OECD Publishing, Paris.

DOI: https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2011-1-47-de

Das vorliegende Dokument wird unter der Verantwortung des Generalsekretärs der OECD veröffentlicht. Die darin zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Argumente spiegeln nicht zwangsläufig die offizielle Einstellung der OECD-Mitgliedstaaten wider.

This document and any map included herein are without prejudice to the status of or sovereignty over any territory, to the delimitation of international frontiers and boundaries and to the name of any territory, city or area.

You can copy, download or print OECD content for your own use, and you can include excerpts from OECD publications, databases and multimedia products in your own documents, presentations, blogs, websites and teaching materials, provided that suitable acknowledgment of OECD as source and copyright owner is given. All requests for public or commercial use and translation rights should be submitted to rights@oecd.org. Requests for permission to photocopy portions of this material for public or commercial use shall be addressed directly to the Copyright Clearance Center (CCC) at info@copyright.com or the Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) at contact@cfcopies.com.