

Katja Hujo

Kapitalverkehrskontrollen als entwicklungspolitisches Instrument – Ist die chilenische Erfahrung eine Erfolgsgeschichte?

Abstract

Der Beitrag analysiert die Funktion von Kapitalverkehrskontrollen innerhalb einer Strategie nachholender Entwicklung, die auf das Herauswachsen aus der für periphere Länder typischen Nettoschuldnerposition abzielt. Die Studie kommt zu dem Ergebnis, dass eine Liberalisierung der Kapitalbilanz abzulehnen ist und insbesondere Kapitalimportkontrollen, wie in den 90er Jahren in Chile eingesetzt, entwicklungsfördernde Rahmenbedingungen unterstützen können. Die Untersuchung der chilenischen Marktkonstellation in den 90er Jahren sowie empirischer Studien zur Wirksamkeit der Kapitalverkehrskontrollen zeigen allerdings, dass dies nur in eingeschränktem Maße gelungen ist. Allenfalls im regionalen Vergleich kann daher von einer chilenischen Erfolgsgeschichte gesprochen werden.

Schlüsselbegriffe: Entwicklungsstrategien, Kapitalverkehrskontrollen, Verschuldung, Chile

Eingang des Manuskripts: 4.8.2003; angenommen: 1.10.2003

Katja Hujo

Diplom-Volkswirtin, Wissenschaftliche Mitarbeiterin am
Lateinamerika-Institut der FU Berlin.

Promotion über die Rentenreform in Argentinien.

E-Mail: khujo@zedat.fu-berlin.de

Homepage:

www.fu-berlin.de/lai/institut/homepages/Hujo/hujo.html

1. Einleitung¹

Die Kontroverse um die Vor- und Nachteile einer Öffnung der Kapitalbilanz hat sich seit den 90er Jahren intensiviert. Dies geht zum einen darauf zurück, dass in dieser Periode einer fast weltweiten Akzeptanz marktwirtschaftlicher Reformen eine explosionsartige Zunahme der privaten Kapitalströme in die *emerging markets* zu verzeichnen war: Die Nettokapitalzuflüsse in diese Länder verdreifachten sich zwischen 1990-97 auf US\$ 1.083,8 Mrd. im Vergleich mit einem kumulierten Zufluss von US\$ 355,3 Mrd. von 1980-89 (Akyüz/Cornford 1999: 14).²

Auf der anderen Seite wurden die mit dieser Entwicklung verbundenen Risiken, die ihren deutlichsten Ausdruck in den zahlreichen Finanz- und Währungskrisen der letzten Jahre fanden, zu einem zentralen Topos der Globalisierungskritiker (UNCTAD 1998; Khor 2000; Stiglitz 2002; Epstein/Grabel 2003). So schnell wie das Kapital hineinfloss, konnte es die Länder nämlich auch wieder verlassen – mit prekären ökonomischen Konsequenzen. Gerade die am weitesten entwickelten Schwellen- und Transformationsländer (Mexiko, Thailand, Korea, Indonesien, Malaysia, Russland, Brasilien, Argentinien, Uruguay) waren von der Volatilität der Kapitalflüsse betroffen und durchlebten gravierende Krisen. Entwicklungsanstrengungen von Jahren wurden zunichte gemacht und große Teile der Bevölkerung rutschten unter die Armutslinie.³

Ist die Liberalisierung des Kapitalverkehrs dennoch langfristig entwicklungsfördernd? Ist dieser Schritt vor dem Hintergrund der zunehmenden Verflechtung der Weltwirtschaft sowie des technischen Fortschritts im Kommunikationsbereich sogar unausweichlich, wie die Weltbank in ihrer Studie *Finance for Growth* bemerkt (World Bank 2001: 160)?

Im Folgenden wird versucht, diese Fragestellung aus theoretischer Sicht und in Auseinandersetzung mit den Positionen des *mainstream* zu beantworten und anhand des Fallbeispiels Chile zu überprüfen. Unter

¹ Die Verfasserin dankt zwei anonymen Gutachtern für wichtige Kommentare und Anregungen.

² Die makroökonomischen Wirkungen von Kapitalzuflüssen untersuchen Calvo et al. (1993; 1996), Reinhart/Smith (1997), Goldstein (1995), einen Überblick der Beweggründe zur Einführung von Kapitalkontrollen findet sich z.B. in Cooper (1999), Epstein/Grabel (2003) sowie Johnston/Tamirisa (1998).

³ Die Auswirkungen von Währungskrisen auf die Armutsentwicklung sowie Strategien der Vermeidung und Bewältigung von Krisen werden seither verstärkt von der Weltbank untersucht, vgl. den Weltentwicklungsbericht *Attacking Poverty* (World Bank 2000/2001).

mainstream wird dabei sowohl die neoklassisch-monetaristische Orthodoxie als auch die (post-)keynesianische Heterodoxie verstanden. Beide Schulen weisen Kapitalimporten in Entwicklungsländern positive Wohlfahrtseffekte zu, im Falle der Orthodoxie über die Annahme einer verbesserten Allokation des Kapitals, im Falle der Heterodoxie mit dem Argument, dass Kapital von außen die so genannte heimische Spar- und Devisenlücke zu schließen vermag und darüber Wachstumseffekte produziert. Demgegenüber ist die folgende Analyse in einer nicht dem *mainstream* zuzuordnenden Variante des keynesianischen Paradigmas zu verorten, die als eine Theorie der Geldwirtschaft im Rahmen der „Berliner Schule“ entwickelt worden ist.⁴

Der monetär fundierte Keynesianismus postuliert die Dominanz der Geld- über die Gütersphäre und definiert als Kriterium erfolgreicher Entwicklung zum einen die Konstitution einer kontraktfähigen Währung⁵, auf deren Basis Gläubiger-Schuldner-Verträge abgeschlossen werden und zum anderen die Verteidigung des heimischen Währungsraumes nach innen (gegenüber Sachwerten) und nach außen (gegenüber Fremdwährung) durch eine Stabilisierung von Preisniveau und Wechselkurs. Im internationalen Kontext spiegelt sich die Dominanz der Vermögensmärkte über die Gütermärkte in einer Hierarchie von Währungen wider, an deren Spitze Schlüssel- bzw. Gläubigerwährungen der entwickelten Länder und am unteren Ende schwache Schuldnerwährungen der Entwicklungsländer zu finden sind.

Obwohl die Zweiteilung der Welt in entwickelte und unterentwickelte Länder aus den Funktionsbedingungen der Weltwirtschaft abgeleitet und keine langfristige Angleichung des Lebensstandards aller Weltmarktteilnehmer angenommen wird, können innerhalb des geldwirtschaftlichen Paradigmas auch Voraussetzungen bzw. Marktkonstellationen⁶ formuliert werden, die im Einzelfall eine Entperipherisierung ermöglichen. Voraussetzung für den Aufstieg eines Landes in der

⁴ Die grobe Skizzierung wichtiger Begriffe des monetären Keynesianismus dient der besseren Verständlichkeit der folgenden Ausführungen und der Verdeutlichung des Forschungsinteresses der Verfasserin; für eine umfassende Darstellung vgl. Riese 2001; Lüken gen. Klassen 1993; Schelkle 1992 u.a.

⁵ Eine kontraktfähige Währung, auf deren Basis langfristige Finanzverträge abgeschlossen werden, muss die Geldfunktionen (insbesondere Zahlungsmittel- und Vermögenssicherungsfunktion) erfüllen.

⁶ Unter Marktkonstellation wird eine zyklusübergreifende Konstellation interner und externer Gegebenheiten verstanden, die der Wirtschaftspolitik den Handlungskontext setzen, jedoch von dieser nur bedingt beeinflussbar sind. Vgl. Riese (2001: 786-864).

Währungshierarchie ist der Abbau von externer Verschuldung, die Härtung der Landeswährung und die Initiierung eines Einkommensbildungsprozesses in heimischer Währung. Deshalb werden Export- bzw. Leistungsbilanzüberschüsse zu einer zentralen Variable einer Strategie nachholender Entwicklung.⁷ Um diese Überschusspolitik mit positiven Beschäftigungseffekten längerfristig aufrechtzuerhalten, muss allerdings die Aufwertung der Währung verzögert, also eine strategische Unterbewertung im Sinne eines globalen Protektionsmechanismus (Lüken gen. Klassen 1993) durchgesetzt werden, damit Exporte verbilligt und Importe verteuert werden.⁸ Eine längerfristige Unterbewertung in Verbindung mit dynamischem Wirtschaftswachstum generiert Aufwertungserwartungen und ermöglicht ein sinkendes Zinsdifferential (und Reallohndifferential) zum Ausland, was die weitere Ausweitung der in nationalem Geld finanzierten Produktion und Beschäftigung unterstützt.

Der hier verfolgte Ansatz grenzt sich also insofern von der herrschenden Meinung ab, als Kapitalimporte nicht per se als entwicklungsfördernd bezeichnet werden, sondern im Gegenteil immer dann als Problem definiert werden, wenn ein Abgleiten in bzw. eine Vertiefung der Nettoschuldnerposition der Länder erfolgt, die heimische Währung unter Abwertungsverdacht gerät und letztendlich eine stagnative Einkommensbildung oder Zahlungsbilanzkrisen die Folge sind.

Vor diesem Hintergrund kommt der Beitrag aus theoretischer Sicht zu dem Schluss, dass eine Liberalisierung des Kapitalverkehrs nur eine Option für Industrieländer darstellt, während Entwicklungsländer auf Regulierungen – insbesondere der Kapitalzuflüsse – angewiesen sind.

Die Schlussfolgerungen aus der empirischen Analyse sind demgegenüber weniger eindeutig. Zum einen, weil die Wirkungen der Kapitalimportkontrollen in Chile in der Literatur sehr unterschiedlich bewertet werden, zum anderen, weil Chile weder dem Positivmodell ei-

⁷ Die langfristige Erzielung von Leistungsbilanzüberschüssen zum Verschuldungsabbau und zur Stärkung der heimischen Währung ist ohne Zweifel ein anspruchsvoller Weg – interne Währungsreformen, institutionelle Lösungen des externen Schuldenproblems (vgl. 3.2) sowie eine Öffnung der Märkte der Industrieländer sind wichtige Faktoren, die den Erfolg einer Strategie nachholender Entwicklung mitbestimmen.

⁸ Dass diese (u.a. von der BRD nach dem zweiten Weltkrieg praktizierte) vermögensmerkantilistische Strategie bei den Ländern mit Schlüsselwährungen auf Widerspruch stößt, zeigt die gegenwärtige Diskussion um die Wechselkurspolitik Chinas.

ner stabilen Konstellation nachholender Entwicklung auf Basis einer unterbewerteten Währung, noch dem in Lateinamerika vorherrschenden Negativmodell eines *growth-cum-debt* entspricht. Entsprechend wird von einem „relativen Erfolgsfall“ gesprochen und dabei neben dem Gesamtkontext auf polit-ökonomische Argumente rekurriert.

Der Artikel ist wie folgt strukturiert: Im zweiten Teil wird eine Kritik am Liberalisierungspostulat der Orthodoxie geleistet, wobei auf die *sequencing*-Debatte (2.1), die Diskussion um die Wechselkursrandlösungen (2.2) und die Problematik von Finanz- und Währungskrisen (2.3) eingegangen wird. Im dritten Teil geht es um eine Auseinandersetzung mit dem Regulierungspostulat der Heterodoxie aus nationaler (3.1) und internationaler (3.2) Perspektive, im vierten Teil erfolgt eine Analyse der chilenischen Kapitalimportkontrollen in den 90er Jahren und im fünften Teil wird ein Fazit gezogen.

2. Zum Liberalisierungspostulat: Kritik an der Orthodoxie

2.1 Bindung von Kapitalbilanzkonvertibilität an eine entwickelte Marktverfassung (*sequencing*)

Die Frage nach den Vor- und Nachteilen einer Liberalisierung des Kapitalverkehrs ist aktuell, aber keineswegs neu. Theoriegeschichtlich wird sie insbesondere mit der Gestaltung der Nachkriegswährungsordnung in Verbindung gebracht und erlebte ihr letztes Revival Anfang der 80er Jahre im Rahmen der lateinamerikanischen Schuldenkrise. Dieser ersten regionalen Zahlungsbilanzkrise nach Ende des Bretton-Woods-Systems war sowohl eine Deregulierung des Kapitalverkehrs in den Industrieländern, als auch die Liberalisierung der über Jahrzehnte durch *financial repression* gekennzeichneten Finanzsektoren in den lateinamerikanischen Schwellenländern vorausgegangen.⁹

Die Forderung nach der richtigen Abfolge von Liberalisierungsmaßnahmen beherrscht seither die so genannte *sequencing*-Literatur (vgl. Schaubild 1), deren Vertreter die Notwendigkeit betonen, vor einer Freigabe des Kapitalverkehrs ein stabiles makroökonomisches Umfeld zu etablieren, um eine Destabilisierung der Wirtschaft sowie Fehlallokationen durch eine zu schnelle Integration in die Weltfi-

⁹ Unter *financial repression* wird eine umfassende staatliche Kredit- und Zinsregulierung verstanden, dazu McKinnon (1973) und Shaw (1973).

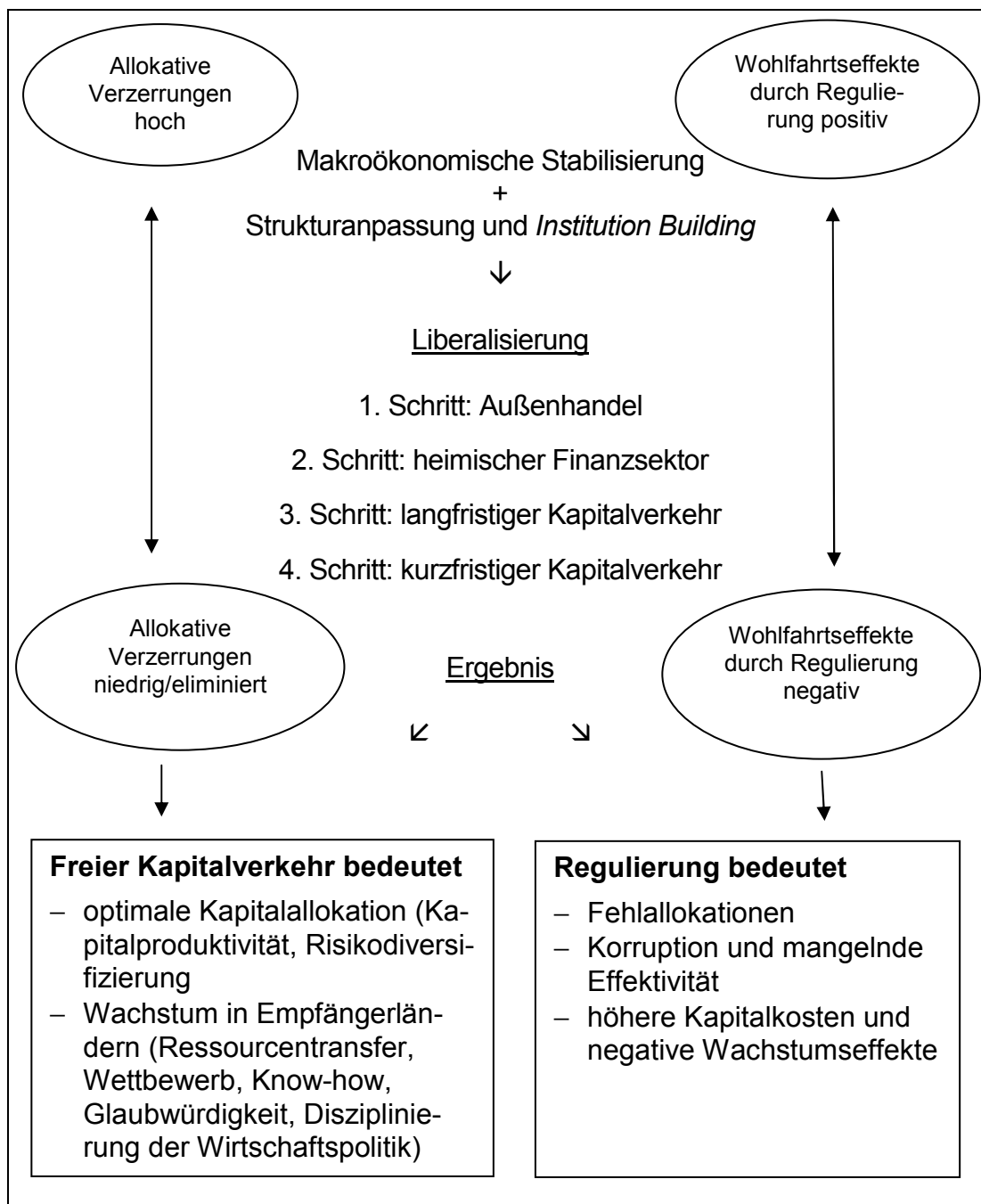
nanzmärkte zu vermeiden (z.B. Weltbank 1989; Eichengreen et al. 1999; Prasad et al. 2003).

Werde die Öffnung in der richtigen Reihenfolge vollzogen¹⁰ – Außenhandel, heimischer Finanzsektor, langfristiger Kapitalverkehr, kurzfristiger Kapitalverkehr – ermögliche der Marktmechanismus eine effiziente Allokation des internationalen Kapitals in Bezug auf Kapitalproduktivität und Risikodiversifizierung sowie eine Förderung des Wachstums in den Empfängerländern, wobei letzteres über die üblichen Argumente eines investitionsstimulierenden Ressourcentransfers von Kapital, Technik und Wissen sowie durch Wettbewerbs- und Glaubwürdigkeitseffekte erklärt wird (vgl. Prasad et al. 2003; World Bank 2001).¹¹ Während also unter der Voraussetzung einer nicht vollständig entwickelten Marktverfassung die Regulierung des Kapitalverkehrs positive Wohlfahrtseffekte zeitigt (*second best*-Option), gilt dies nach einer erfolgreichen Stabilisierungs- und Strukturanpassungspolitik nicht mehr – sowohl Allokation als auch Wachstum würden in diesem Fall durch eine Regulierung des Kapitalverkehrs negativ beeinträchtigt (Schaubild 1).

¹⁰ Cooper (1999) nennt als zusätzliche Vorbedingungen weltweit uniforme Grenzsteuersätze auf Kapital und die Nicht-Existenz asymmetrischer Information.

¹¹ Die Notwendigkeit eines Ressourcentransfers von den reichen in die armen Länder wird in der Lehrbuch-Ökonomie (zurückgehend auf die postkeynesianische Wachstumstheorie) mit einer Sparlücke begründet, die zu einer Begrenzung der Investitionen führe. Diese Auffassung fällt hinter die Erkenntnisse Keynes zurück, dass die Einkommensentstehung von der Ressourcenausstattung losgelöst, somit ein Investitionsprozess nicht an ex-ante Ersparnis gebunden ist.

Schaubild 1: Das *sequencing* der Liberalisierung



Quelle: Eigene Darstellung.

Die Bindung von freiem Kapitalverkehr an die Vorbedingung einer entwickelten Marktverfassung ohne die Berücksichtigung der Frage, ob in diesem Prozess auch eine kontraktfähige Währung entstanden ist, erweist sich jedoch für wirtschaftspolitische Empfehlungen als wenig trennscharfes Kriterium und erklärt das *stop-and-go*, mit dem die *scientific community* mal der Liberalisierung, mal der Regulierung der Kapitalströme den Vorzug gibt. So billigt einerseits bis heute der Internationale Währungsfonds (IWF) in seinen Vereinbarungen Kapitalverkehrskontrollen (Art. VI) im Gegensatz zur Forderung vollständiger

Konvertibilität von Leistungsbilanztransaktionen (Art. VIII) bzw. kann deren Implementierung sogar fordern, damit die Liquiditätshilfe des Fonds im Krisenfall nicht über Kapitalflucht verpufft. Andererseits drängt man auf eine Aufnahme der Kapitalbilanzkonvertibilität in den Normenkatalog des Fonds (so z.B. kurz vor Ausbruch der Asienkrise im April 1997 durch das Interim-Komitee des IWF), u.a. mit dem Argument, der Fonds könne dann die richtige (*orderly*) Abfolge der Liberalisierung unterstützen und begleiten.¹²

Dass die Schlussfolgerungen der *sequencing*-Schule ambivalent bleiben, zeigt sich auch daran, dass noch Anfang der 1990er Jahre die asiatischen und zum Teil auch die lateinamerikanischen Schwellenländer die Voraussetzungen für eine Liberalisierung erfüllt zu haben schienen, während ex-post, also nach Eintritt der Krisen, immer Politikfehler zu identifizieren waren, die einen Verstoß gegen die Vorbedingungen für eine Liberalisierung signalisierten (z.B. mangelnde Bankenaufsicht, *crony capitalism*, nicht nachhaltige Leistungsbilanzdefizite, unrealistische Wechselkursanbindungen u.a.). Jedoch änderten auch die Krisen nichts an der generellen Einschätzung, dass die Zunahme der Kapitalzuflüsse in die Schwellenländer als Ausweis einer erfolgreichen Politik sowie als Beitrag zum dynamischen Wachstum der Regionen begriffen wurde.

2.2 Freier Kapitalverkehr und die Ecklösungen der Wechselkurspolitik: Warum weder flexible Wechselkurse noch *hard pegs* zu Konvertibilität im markttheoretischen Sinne führen

Obwohl die Orthodoxie also Argumente für eine (temporäre) Einschränkung des Kapitalverkehrs bereithält (vgl. auch Rogoff 2002), erscheint die Duldung von Kapitalverkehrskontrollen durch die multilateralen Kreditorganisationen wie ein Relikt aus der Bretton-Woods-Ära, das in Zeiten der Globalisierung im Widerspruch zum allgemeinen Liberalisierungspostulat¹³ sowie der zunehmenden Popularität der *two-corner-solution* in der Wechselkurspolitik steht. Letztere bezieht ihre Attraktivität u.a. daraus, dass sie mit freiem Kapitalverkehr zu vereinbaren ist. Die Ablehnung von intermediären Wechselkursregimen (*soft pegs*) wegen ihrer Anfälligkeit für spekulative Attacken und die Bevor-

¹² Dieser Vorschlag wurde auf dem Jahrestreffen des IWF in Hongkong diskutiert, jedoch laut Fischer (2002: 13) nach der Asienkrise von der Agenda genommen.

¹³ Allerdings enthält auch der originäre *Washington Consensus* nur die Forderung nach Liberalisierung der langfristigen Kapitalbilanz für ausländische Direktinvestitionen, vgl. Williamson (1990).

zung der Ecklösungen impliziert nämlich, dass der *impossible trinity* (der Unmöglichkeit einer simultanen Realisierung eines festen Wechselkursziels und autonomer Geldpolitik bei freiem Kapitalverkehr) insofern entgangen wird, als bei einer festen Wechselkursanbindung in Form von *currency board* oder Dollarisierung (bzw. Währungsunion) die Geldpolitik auf das Ankerland übertragen wird, im Falle des freien *float* die Unabhängigkeit der Geldpolitik über Anpassungen der nominalen Parität gewährleistet wird.

Allerdings thematisieren die Verfechter dieser Wechselkursregime nicht, dass über die Wahl einer Wechselkursrandlösung in Verbindung mit freiem Kapitalverkehr mitnichten Konvertibilität in einem marktheoretischen Sinne garantiert wird¹⁴, nämlich uneingeschränkte Zahlungsfähigkeit in Fremdwährung bei festen nominalen Währungspreisen: im Falle des flexiblen Wechselkurses nicht, weil wiederholte nominale Abwertungen die Anforderungen der Vermögenssicherung verletzen, im Falle der unilateralen Währungsunion, weil kein Kreditgeber in letzter Instanz (*lender of last resort*) die Zahlungsfähigkeit in Fremdwährung gewährleistet.

So definiert, kann Konvertibilität keine Politikvariable darstellen, sondern muss als Marktergebnis einer gesunden Geldverfassung interpretiert werden, weshalb sie in der Regel auf Schlüsselwährungen beschränkt bleibt. Die Frage, ob ein Land auf dem Devisenmarkt einen Käufermarkt zu etablieren vermag, also jede Nachfrage nach Fremdwährung uneingeschränkt und ohne Inkaufnahme von Vermögensverlusten befriedigen kann, hängt weniger von legalen Vorschriften, als von der Zahlungsbilanzkonstellation eines Landes ab (vgl. Lücken gen. Klassen 1993: 56-59, sowie Schaubild 2). Dabei gibt es nur zwei Konstellationen, die uneingeschränkte Konvertibilität gewährleisten: die Konstellation des Leitwährungslandes, das ein eventuelles Überschussangebot an heimischer Währung durch eine zinsinduzierte Kreditkontraktion abbauen kann (Konstellation 1), sowie die Konstellation der nachholenden Entwicklung, die durch Exportüberschüsse und eine unterbewertete Währung gekennzeichnet ist (Konstellation 2).¹⁵

¹⁴ Die Bindung von Konvertibilität an feste Wechselkurse geht auf Bloomfields Analyse des Goldstandard (1959) zurück und verweist auf die Tatsache, dass eine Währung nur dann konvertibel ist, wenn sie ohne Vermögensverluste (durch einen sich entwertenden Wechselkurs) und quantitative Beschränkungen gegen Fremdwährung eintauschbar ist.

¹⁵ Die Konstellation (3) aus Exportüberschüssen und Nachfrage nach heimischer Währung bewirkt einen Aufwertungsdruck, der entweder strategische Kapitalexporte der Zentralbank erfordert oder mittelfristig die Konstellation destabili-

Schaubild 2: Konvertibilität und Zahlungsbilanzkonstellation

1) Die Konstellation des Leitwährungslandes:

⇒ Importüberschüsse in Leistungs- und Kapitalbilanz

2) Die stabile Konstellation der nachholenden Entwicklung:

⇒ Exportüberschüsse und Fremdwährungsnachfrage (marktinduziert oder strategisch z.B. über Devisenaufschätzung)

3) Die instabile Konstellation der nachholenden Entwicklung:

⇒ Exportüberschüsse und Nachfrage nach heimischer Währung wegen
 (a) steigender Vermögensqualität der Währung: Übergang zu 1)
 (b) Fremdwährungsangebot durch Verschuldung: Übergang zu 4)

4) Die Konstellation der Unterentwicklung:

⇒ Importüberschuss und Fremdwährungsnachfrage (Dollarisierung, Kapitalflucht)

Quelle: Modifiziert nach Lüken gen. Klafen 1993.

Die Konstellation der nachholenden Entwicklung, die den Wechselkurs im Sinne einer globalen Protektion einsetzt, ist jedoch im Kontext freier Kapitalmobilität kaum über einen längeren Zeitraum aufrecht zu erhalten: Bereits die Preiseffekte der Exportüberschüsse (und die Einkommenseffekte der Investitionsdynamik) können die Wettbewerbsvorteile der Unterbewertung untergraben und stellen hohe Anforderungen an die Neutralisierungspolitik der Zentralbank. Diese vermag in unterentwickelten Ländern nur in begrenztem Umfang ohne Beeinträchtigung ihrer Steuerungsfähigkeit¹⁶ eine Aufwertung zu verhindern.¹⁷ Hingegen kann eine Kombination aus einer administrativen Drosselung der Kapitalimporte bei gleichzeitiger Förderung von (strategischen und marktinduzierten) Kapitalexporten (durch Zentral-

siert, wenn die Nachfrage nach heimischer Währung eine zunehmende Auslandsverschuldung reflektiert.

¹⁶ Die Steuerungsfähigkeit der Zentralbank wird durch eine Ausweitung der *unborrowed base* (Teil der Geldbasis, der nicht auf Kreditvergabe an den Geschäftsbankensektor basiert, z.B. Offenmarktpapiere, Devisen, Gold) beeinträchtigt.

¹⁷ Die Entlastung der Geldpolitik durch eine stabilitätsorientierte Einkommenspolitik (Budgetüberschüsse und Lohnsteigerungen unter dem Produktivitätszuwachs) stellt ebenfalls hohe Ansprüche an die Steuerungsfähigkeit der Politik und ist meist nur in Stop-Phasen, die jedoch eine unterdrückte Überbewertung reflektieren, durchsetzbar.

bank und z.B. Pensionsfonds) die Anpassung der Leistungsbilanz über das Preisniveau hinauszögern.

Nur die Position des reifen Gläubigerlandes wird durch freien Kapitalverkehr nicht destabilisiert, da die Währung bereits überbewertet ist (ausgedrückt im Leistungsbilanzdefizit), allerdings im Gegensatz zum Schwachwährungsland einem prinzipiellen Aufwertungsverdacht unterliegt.¹⁸

Ein gänzlich anderes Bild ergibt sich, wenn die Überbewertung mit Abwertungserwartungen einhergeht, wie im Folgenden erläutert werden soll.

2.3 Liberalisierung des Kapitalverkehrs und die Konstellation der Überbewertung: Finanz- und Währungskrisen (Asien und Lateinamerika)

Die Marktkonstellation der Unterentwicklung ist durch Importüberschüsse und Fremdwährungsnachfrage (Dollarisierung, Kapitalflucht) gekennzeichnet. Dieser doppelte Devisenabfluss kann nur solange befriedigt werden, wie politik- oder marktinduzierte Kapitalimportüberschüsse zur Finanzierung von Handelsbilanzdefiziten und Dollarnachfrage zur Verfügung stehen.¹⁹ Dabei ist diese Konstellation, die ihren Ausdruck in steigenden Leistungsbilanzdefiziten und steigender externer Verschuldung findet, in höchstem Maße instabil: Schuldnerländer sind unabhängig von ihrem Wechselkursregime der Gefahr einer Zahlungsbilanzkrise ausgesetzt, sobald sich die Kapitalzuflüsse aufgrund veränderter Investorserwartungen abschwächen oder umkehren²⁰, wo-

¹⁸ Dies hat den Vorteil, dass Kapitalzuflüsse v.a. langfristiger Natur sind und Leistungsbilanzdefizite in heimischer Währung finanziert werden können. Auch eine Abwertung führt deshalb für das Leitwährungsland nicht in eine Schuldenkrise, sondern allenfalls zu einer gewissen realen Aufwertung des Forderungsbestandes durch kurzfristige Zinserhöhungen.

¹⁹ Entscheidendes Kriterium für die Wirkung auf den Wechselkurs ist ein Währungswechsel, der nicht grenzüberschreitenden Kapitalbewegungen entsprechen muss, sondern in Form von Dollarisierung in Erscheinung treten kann (Lüken gen. Klaffen 1993: 47).

²⁰ Eine Umkehrung der Kapitalströme ist wahrscheinlich, weil langfristige Kapitalbewegungen dem Vermögenssicherungskalkül folgen und Ertragserwartungen, die auf Zinssatzdifferenzen zurückgehen, nur kurzfristige Kapitalflüsse bestimmen (wobei die temporäre Nachfrage nach heimischer Währung nach Gewinnrealisierung wieder zum Angebot wird). Sind Kapitalimporte Ausdruck steigender Verschuldung, so stehen ihnen um den Schuldendienst erhöhte Kapitalexporte in der Zukunft gegenüber, so dass langfristig steigende Kapitalzuflüsse benötigt werden.

bei im Gegensatz zum Leitwährungsland die heimische Zentralbank nicht in der Lage ist, bei einem *external drain* via Zinspolitik die Kapitalbewegungen zu steuern (und im Falle eines flexiblen Wechselkurses dieser ins Unendliche steigen kann).

Um in einer Krisensituation das externe Gleichgewicht wiederherzustellen, müssen die betroffenen Länder nach Erschöpfung ihrer Devisenreserven ihre Währungen abwerten, was jedoch im Gegenzug über die (durch Zinserhöhungen und sinkendes Wachstum verstärkte) reale Aufwertung der externen Verbindlichkeiten in die Insolvenz des in Fremdwährung verschuldeten privaten und öffentlichen Sektors mündet. Zudem ergeben sich als Folge einer Abwertung häufig kumulative Prozesse in Form von Abwertungs-Inflations- oder Abwertungs-Kapitalflucht-Spiralen, die die Qualität der heimischen Währung weiter aushöhlen und die Wirtschaftspolitik zu einem rigiden Austeritätskurs zwingen, was den Wachstumseinbruch in der Regel verstärkt.

Dass auch Länder mit starken Fundamentaldaten diesem Krisenschema nicht entkommen können, solange sie Kapitalimportüberschüsse und korrespondierende Leistungsbilanzdefizite aufweisen, hat die Asienkrise eindrucksvoll demonstriert. Dabei ist die Tatsache, dass die asiatischen Tigerstaaten erst durch die (nicht- bzw. nicht ausreichend sterilisierten) Kapitalzuflüsse in eine Konstellation der Überbewertung gerieten, signifikant, verweist sie doch auf die angesprochene Gefahr, dass eine stabile Makrokonstellation durch freien Kapitalverkehr destabilisiert werden kann.

Demgegenüber zeigt die jüngste Krise in Argentinien, dass eine institutionalisierte Überbewertung (1:1 Parität Peso-US\$) im Rahmen eines *currency boards* zwar kurzfristig hohe Kapitalimporte zu attrahieren und darüber Wachstum zu finanzieren vermag, über kurz oder lang jedoch die negativen Seiten dieser *growth-cum-debt*-Dynamik dominieren (vgl. Hujo 2002: 195-208). Auch eine vorbildliche Bankenaufsicht und Finanzsektorregulierung sowie ein umfassendes Risikomanagement zur Sicherung der externen Zahlungsfähigkeit (Kreditkontingentlinien mit ausländischen Geschäftsbanken, Internationalisierung des heimischen Finanzsektors sowie Einführung von Pensionsfonds) konnten den Zusammenbruch in Argentinien letztendlich nicht verhindern.

Die alten und neuen, lateinamerikanischen und asiatischen Krisen weisen deshalb trotz vielfältiger Unterschiede eine entscheidende Gemeinsamkeit auf (vgl. Metzger 1999): Sie folgten auf eine Periode mit hohen Nettokapitalzuflüssen, steigenden Leistungsbilanzdefiziten und der Akkumulation von Auslandsschulden, wobei an dieser Stelle noch sekundär ist, ob Kapitalzuflüsse eine bestehende Überbewertung ali-

mentierten (Lateinamerika) oder selbige erst über ihre Preis- und Mengeneffekte provozierten (Asien), da in beiden Fällen die damit verbundenen Probleme – Verlust der Wettbewerbsfähigkeit, Schwächung des Finanzsektors, Entstehung oder Verstärkung von Abwertungserwartungen – einen *sudden stop* der Kapitalzuflüsse bewirkten und eine drastische Einkommensreduktion erzwangen.²¹

Dass als Folge an Stelle eines stetigen Wachstumspfad es eine *stop-and-go*-Entwicklung tritt und Zahlungsbilanzkrisen vorprogrammiert sind, kann von der herrschenden ökonomischen Theorie deshalb nicht akzeptiert werden, weil sie eine importorientierte Entwicklungsstrategie mit korrespondierender Verschuldung für die Dritte Welt zumindest mittelfristig für unabdingbar hält. Deswegen beschäftigt sich die Wirtschaftswissenschaft mit der Berechnung von nachhaltigen Leistungsbilanzdefiziten und tragfähigen Verschuldungsindikatoren und propagiert ein zukünftiges Herauswachsen aus der Verschuldung im Rahmen einer Stufentheorie der Entwicklung.²² Es ist jedoch fraglich, wie eine marktkonforme Entschuldung gelingen soll, wenn die heimische Produktion durch die Überbewertung des Wechselkurses mit (zu) billigen Importen konkurrieren muss und gleichzeitig für den Weltmarkt zu teuer ist und zudem ein Anreiz besteht, sich immer weiter über die zinsgünstigen Auslandskredite zu finanzieren. So bleibt das Abstottern der Auslandsverschuldung im Kontext einer wachsenden Wirtschaft ein Mythos, während periodische Währungs- und Schuldenkrisen für die Dritte Welt Realität sind.

Dass ein Ausweg aus diesem Dilemma durch eine verstärkte Liberalisierungspolitik nicht gelingen kann, sondern diese die Volatilität des Wachstums und die Anforderungen an eine marktkonforme Wirtschaftspolitik noch steigert, wurde durch die lateinamerikanischen und asiatischen Krisen erneut verdeutlicht.²³ Weder flexible Wechselkurse noch *currency board* in Verbindung mit freiem Kapitalverkehr garantieren einen automatischen Zahlungsbilanzausgleich und eine Angleichung der Zinssätze, da die geringere Vermögensqualität der (abwertungsverdächtigen) Währungen der Schuldnerländer ein permanentes Zinsdifferential verlangt, um ein Gleichgewicht zwischen den Wäh-

²¹ Zum Vergleich zwischen Lateinamerika und Asien siehe auch Riese (1998).

²² Vgl. die Diskussion dieser Konzeption in Fritsche (2003: 71-75).

²³ Dieses Argument findet auch durch die relative Stabilität der Ländergruppe China, Taiwan, Singapur und Indien, die sich durch umfassende Regulierung des internationalen Kapitalverkehrs auszeichnen, eine empirische Bestätigung.

rungsräumen zu konstituieren und eine dauerhafte Fremdwährungsnachfrage der heimischen Vermögenseigentümer zu unterbinden.²⁴

Dabei geben die entwicklungspolitischen Implikationen dieses Allokationsgleichgewichtes unter den Bedingungen der Währungskonkurrenz Anlass zu politischen Eingriffen (*financial repression*, Kapitalverkehrskontrollen, multiple Wechselkurse, Protektionismus, Ausdehnung der staatlichen Beschäftigung etc.), die jedoch eher als Symptom denn als Ursache der Problematik interpretiert werden sollten, wie im Folgenden gezeigt wird.

3. Zum Regulierungspostulat: Kritik an der Heterodoxie

3.1 Wenn sich der Landesherr gegen den ökonomischen Souverän durchsetzen will

Ein höherer gleichgewichtiger Zins auf den Vermögensmärkten der Entwicklungsländer führt zu einer geringeren Einkommensbildung als in den Gläubigerländern, während eine Lockerung dieser Restriktion zur Förderung der Beschäftigung nur um den Preis eines Devisenabflusses zu haben ist.²⁵ Versucht deshalb ein Land, Währungswechsel durch Devisenverkehrskontrollen zu unterbinden und darüber die Vermögenseigentümer zu zwingen, Forderungen in heimischem Geld zu halten, ergeben sich in der Regel Devisenschwarzmärkte, Falschfakturierungen von Handelstransaktionen sowie eine generelle Privatisierung von Deviseneinnahmen. Eine Umbewertung des Vermögens durch eine Flucht in Sachwerte ist hingegen nicht zu verhindern. Insgesamt ist deshalb zu erwarten, dass durch die negativen Vertrauenseffekte die Qualität der heimischen Währung weiter sinken wird. Entsprechend ist der von der Heterodoxie favorisierte Weg der Regulierung ebenfalls problematisch, wenn darüber versucht wird, Marktprozesse zu unterbinden, die als Reaktion auf eine Verletzung der Funktionsbedingungen der Geldwirtschaft (hier: Unterschreiten des gleichgewichtigen Zinses auf Kredit- und Kapitalmärkten) entstehen.

²⁴ So stellt sich das Allokationsgleichgewicht auf dem Devisenmarkt durch folgende Gleichung dar: $i^v_{\text{Inland}} = i^v_{\text{Ausland}} + (e^* - e) + (l_{\text{Ausland}} - l_{\text{Inland}})$ mit i^v Zinssatz (Vermögensmarkt), e^* erwarteter Wechselkurs, e gegenwärtiger Wechselkurs, l nicht-pekuniäre Ertragsrate der Währung.

²⁵ Bei Annahme gleicher Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals und ohne Gültigkeit des internationalen Faktorpreisausgleichs, vgl. Lünen gen. Klassen (1993: 68-72).

Die Notwendigkeit, das externe Gleichgewicht unabhängig vom Wechselkursregime zu verteidigen, somit dem Primat der Stabilisierung unterworfen zu sein, widerlegt also das Argument der *mainstream*-Ökonomen, die *impossible trinity* sei durch den Einsatz von Devisenkontrollen (heterodoxe Option) oder durch eine Flexibilisierung des Wechselkurses (orthodoxe Option) zugunsten der Geldpolitik aufzulösen.²⁶

3.2 Globale Lösungen für globale Probleme: Reform der internationalen Finanzarchitektur?

Nicht nur Keynes hat deshalb nationale Interventionen wie Devisenverkehrskontrollen und Importbewirtschaftung zur (außenwirtschaftlichen) Absicherung einer expansiven Politik nur als temporäre Maßnahmen angesehen und für eine stärkere Berücksichtigung der Interessen der Defizitländer durch die Schaffung einer supranationalen Währungsbehörde plädiert.²⁷

Auch die gegenwärtige Diskussion um eine neue internationale Finanzarchitektur orientiert sich an diesen Vorschlägen (vgl. Schaubild 3).²⁸ Ihre Vertreter fordern neben einer Verbesserung der nationalen und internationalen Aufsicht und Regulierung der Finanzmärkte (*good governance*) die Einrichtung einer Weltfinanzautorität bzw. die Stärkung der Rolle des IWF als internationaler *lender of last resort* und als möglicher Akteur in einem Insolvenzverfahren für Staaten (*sovereign debt restructuring mechanism*, SDRM).

Während es Bemühungen gibt, die internationalen Finanzmärkte transparenter zu gestalten und die Standards zu verbessern (z.B. über die Gründung des *Financial Stability Forum* 1999, die Basel-II-Initiative u.a. Vgl. FSF 2000; IMF 2003; Griffith-Jones/Ocampo 2003), wurde der Vorstoß der IWF-Vizepräsidentin Anne Krueger für einen SDRM bei der diesjährigen Frühjahrstagung des Fonds wieder von der Agenda gestrichen. Dem Argument für eine Weltzentralbank bzw. der Übernahme der globalen *lender of last resort*-Funktion durch den IWF fehlt hingegen die markttheoretische Konsistenz. Ein Fonds, der definiti-

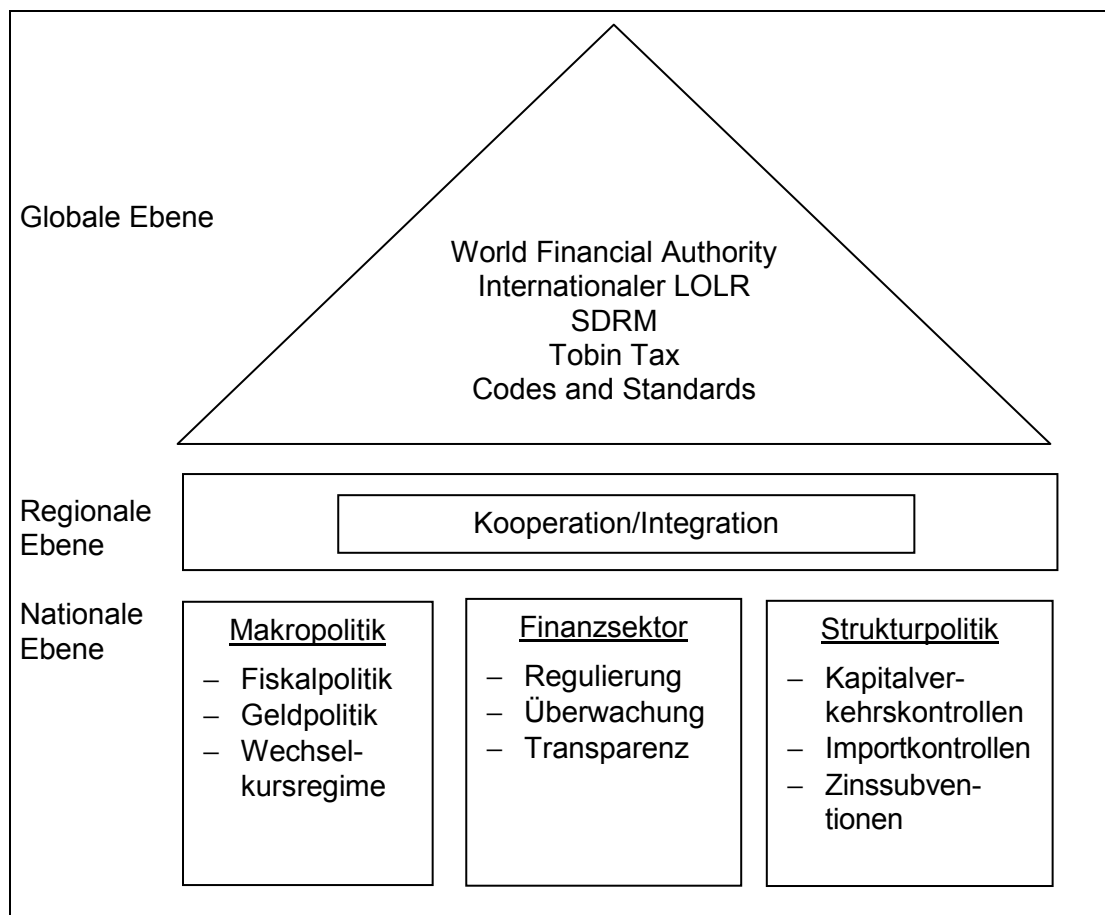
²⁶ Im Falle des flexiblen Wechselkurses bei abwertungsverdächtigen Währungen ist die Geldpolitik einem permanenten Restriktionskurs verpflichtet, um den Wechselkurs zu stabilisieren.

²⁷ Vgl. die Darstellung in Fritzsche (2003) sowie Riese (1986).

²⁸ Vgl. für einen Überblick Dieter (2002) und Frenkel/Menkhoff (2000) sowie Davidson (2000); Eatwell/Taylor (1998); Sachs (1998); Griffith-Jones/Ocampo (2003).

onsgemäß nur über begrenzte Mittel verfügt, kann im Falle einer Liquiditätskrise nicht unbegrenzt Geld zur Verfügung stellen. Diese Funktion kann allein eine Zentralbank ausfüllen, da sie zum einen Geld schöpfen kann, zum anderen bei funktionierenden institutionellen Rahmenbedingungen Liquiditäts- von Solvenzkrisen zu unterscheiden vermag. Die Forderung Bagehots (1873) nach einem permanent geöffneten Diskontfenster zur Vermeidung von Liquiditätskrisen ist daher auf globaler Ebene nicht realisierbar und wird kaum die Unterstützung der Hartwährungsländer finden. Dies mag sich auch in der Tatsache widerspiegeln, dass es keine ernsthaften politischen Initiativen in diese Richtung gibt.²⁹

Schaubild 3: Reformoptionen der internationalen Finanzarchitektur



Quelle: Eigene Darstellung.

²⁹ Was nichts an der Tatsache ändert, dass prominente IWF-Vertreter (als auch Kritiker, vgl. den Meltzer-Report) diese Rolle für ihre Institution fordern, vgl. exemplarisch Fischer (2000). Die Tatsache, dass internationale Liquiditätshilfe nicht an ein System fixer Wechselkurse gebunden wird, offenbart eine weitere Schwäche der Argumentation, vgl. hierzu Hauskrecht (2000).

So treffen sich gegenwärtig politische und ökonomische Rationalität am gleichen Punkt: Weil globale Lösungen der Probleme, die mit den asymmetrischen Währungsbeziehungen verbunden sind, im derzeitigen politischen Weltklima weniger denn je zu erwarten sind und weil aus ökonomischer Perspektive fragwürdig ist, ob die Dominanz der Gläubigerländer durch (supranationale) institutionelle Regelungen substantiell beschnitten werden kann, kehrt die nationale Wirtschaftspolitik in den Mittelpunkt des Interesses zurück.³⁰

Auf die Frage nach deren Ausgestaltung gibt es jedoch keine von Raum und Zeit losgelöste universelle Antwort. Die Liberalisierungsoption reflektiert grundsätzlich eine Dominanzstellung, während Schuldnerländer in der Regel auf strukturpolitische Maßnahmen angewiesen sind – entweder, um eine entwicklungsfördernde Marktkonstellation zu festigen, oder um ein Abgleiten in weitere Peripherisierung zu verhindern. Die von der Heterodoxie favorisierten Regulierungsmaßnahmen sind jedoch häufig Ausdruck eines Krisenmanagements und sollten nicht im Sinne einer unabhängigen Wirtschaftspolitik interpretiert werden, die den Marktprozess nach Belieben zu steuern vermag. Die Abgrenzung vom Liberalisierungspostulat inklusive seiner *sequencing*-Variante ergibt sich daraus, dass allein die Kontraktfähigkeit der Währung Kennzeichen von erfolgreicher Entwicklung ist.

4. Das chilenische Modell der Kapitalimportkontrollen – eine Erfolgsgeschichte?

Die Einsicht, dass die Funktionsfähigkeit einer wirtschaftspolitischen Strategie nur im Kontext der jeweils vorherrschenden Marktkonstellation beurteilt werden kann, hat ebenso wenig wie in der theoretischen Debatte Eingang in die empirische Forschung gefunden. So können die widersprüchlichen Ergebnisse der Versuche, eine grundsätzliche Überlegenheit von liberalen versus interventionistischen Regimes nachzuweisen, nicht verwundern. Im Gegenteil, das vorherrschende Ergebnis, dass eine positive Korrelation von Kapitalverkehrsliberali-

³⁰ Zu einer ähnlichen Folgerung kommt Edwards (1999). Vgl. auch Griffith-Jones/Ocampo (2003), die nationale Lösungen allerdings nur als *second-best* bezeichnen, weil dadurch die Kapitalkosten bzw. das Volumen der Kapitalzuflüsse für Entwicklungsländer negativ beeinflusst werden könnte. Als Mittelweg zwischen globaler und nationaler Politik verdient die Option der regionalen Integration nach EU-Vorbild Aufmerksamkeit, würde jedoch den Rahmen der Ausführungen sprengen, ebenso wie eine Diskussion der Tobin-Steuer.

sierung und Wachstum v.a. für entwickelte Länder zu konstatieren ist, bestätigt die zentrale These dieses Artikels.³¹

Ein besonderes Interesse hat sich bezüglich der chilenischen Form der Kapitalimportkontrollen in den 90er Jahren entwickelt.³² Sie wird als erfolgreiche und vorbildliche Strategie der Krisenprävention bezeichnet (so z.B. in World Bank 2001; Fischer 2002; Camdessus 1999; Epstein/Grabel 2003; French-Davis/Villar 2003). Die Frage, ob durch die Regulierung der Kapitalzuflüsse auch eine Konstellation nachholender Entwicklung gefestigt werden konnte, soll in den nächsten Abschnitten untersucht werden.

Chile hatte nach der drastischen Wirtschafts- und Finanzsektorkrise 1982-83 (vgl. Meller 1992) umfassende Reformen insbesondere der Finanzsektorregulierung durchgeführt und trat ab Mitte der Dekade in eine Phase mit hohen Wachstumsraten und einer dynamischen Beschäftigungsentwicklung ein. Neben der exportorientierten Entwicklungsstrategie, die durch ein *crawling-peg*-Wechselkursregime gestützt wurde, stand die Preisniveaustabilisierung mittels einer restriktiven Fiskal- und Geldpolitik im Zentrum der Wirtschaftspolitik. Als Ergebnis konnte das Leistungsbilanzdefizit von 14,5 v.H. 1981 sukzessive bis auf 1 v.H. des Bruttoinlandsprodukts (BIP) 1988 gesenkt und steigende Handelsbilanzüberschüsse erwirtschaftet werden, während die (Brutto-)Auslandsverschuldung weitgehend konstant blieb (vgl. Tabelle 1 und 4).

Als Ende der 80er Jahre Anzeichen für eine Überhitzung der Ökonomie deutlich wurden (1989 betrug das reale BIP-Wachstum 11%, die Arbeitslosigkeit sank auf 6%, die Inflation stieg auf 21%), wurde der restriktive geldpolitische Kurs verstärkt und die Zinsen angehoben. Hohe Realzinsen bei sinkenden Weltmarktzinsen sowie die positive Einschätzung der chilenischen Wirtschaftsentwicklung durch ausländische Kapitalanleger resultierten jedoch in steigenden Kapital-

³¹ Vgl. Cooper (1999); World Bank (2001) sowie in Bezug auf Direktinvestitionen Nunnenkamp (2003). Eine Ausnahme bilden Kaminsky/Schmukler (2003). Sie testen 28 Industrieländer und *emerging markets* und schlussfolgern, dass finanzielle Liberalisierung nur kurzfristig zu *boom-and-bust cycles* führt, langfristig jedoch die Märkte stabilisiert.

³² Neben dem chilenischen Beispiel gibt es eine Reihe von prominenten Fällen einer Einschränkung der Kapitalmobilität in den 90er Jahren, vgl. dazu die komparativen Studien von Ariyoshi et al. (2000); Epstein/Grabel (2003); Prasad et al. (2003) u.a. sowie in Bezug auf die kontrovers diskutierten Kapitalverkehrscontrollen Malaysias für eine kritische Bewertung Dornbusch (2001), für eine positive Einschätzung Kaplan/Rodrik (2001) und für einen Vergleich Malaysia und Korea Mahani et al. (2003).

zuflüssen und gefährdeten das Ziel der Preisniveaustabilisierung sowie die Wettbewerbsfähigkeit des Wechselkurses.³³ Nachdem die traditionellen Instrumente wie sterilisierte Devisenmarktinterventionen, Liberalisierung von Kapitalabflüssen, Dämpfung der Nachfrage über Budgetüberschüsse, Ausweitung des Wechselkursbandes ausgeschöpft bzw. als zu kostspielig (Sterilisierung) empfunden wurden, entschloss sich die chilenische Regierung zur Einführung einer unverzinsten Bardepotpflicht (*unremunerated reserve requirement*, URR oder *encaje*) auf Kapitalimporte.³⁴

Mit der Maßnahme sollten zwei grundlegende Ziele verfolgt werden:

Erstens sollte das Volumen der Kapitalzuflüsse reduziert bzw. deren Preiseffekte gemildert werden, um den Aufwertungsdruck auf den Wechselkurs zu senken und die Ausweitung der Leistungsbilanzdefizite sowie den Aufbau externer Verschuldung zu bremsen. Zweitens sollten kurzfristige bzw. spekulative im Gegensatz zu langfristigen Zuflüssen diskriminiert werden, um die Gefahr von Währungs- und Finanzkrisen zu senken und Investitionen im produktiven Bereich (Direktinvestitionen) zu fördern. Da die chilenische Regierung parallel die Liberalisierung der Kapitalexporte forcierte, auf Mengenrestriktionen verzichtete und eine stabilitätsorientierte Makropolitik verfolgte, wurde die Marktkonformität des Instruments unterstrichen und seine Erfolgsaussichten erhöht.³⁵

Die unverzinsten Reservepflicht von 20% (ab Mai 1992: 30%) galt zu Anfang nur für ausländische Kredite und wurde sukzessive auf an-

³³ Die chilenische Regierung versuchte nach der Wirtschaftskrise Anfang der 80er eine Strategie der Devisenmaximierung durch kumulative Abwertungen zu verfolgen – nach Laurens/Cardoso (1998: 6) wurde allein zwischen 1982-85 der Peso um 220% abgewertet, während die Inflation nur 100% betrug, vgl. auch Meller (1992: 57). Dass trotz der permanenten Vermögensverluste eine Flucht aus dem Peso verhindert werden konnte, liegt zum Teil an der weitreichenden Inflationsindexierung von Verträgen, der Existenz multipler Wechselkurse sowie der stabilitätsorientierten Einkommenspolitik.

³⁴ Nach Edwards (1999: 11) existierte bereits zwischen 1978-82 eine unverzinsten Bardepotpflicht auf Kapitalimporte, die restriktiver als in den 90er Jahren ausgestaltet war.

³⁵ Die Liberalisierung von Kapitalexporten kann allerdings über den positiven Vertrauenseffekt zu verstärkten Kapitalzuflüssen führen, vgl. Laurens/ Cardoso (1998: 9); Cordella (1998) argumentiert, dass Kapitalzuflüsse auch durch die Importkontrollen erhöht werden können, wenn Investoren eine Abnahme der Krisenanfälligkeit des Landes annehmen, vgl. dazu auch Ffrench-Davis/Villar (2003: 24).

dere Formen von Kapitalimporten (vgl. Tabelle 2) ausgeweitet, um die Umgehung der Vorschriften zu erschweren. Weiterhin wurde die Depotfrist ab 1992 unabhängig von der Laufzeit der Anlagen auf ein Jahr angehoben.³⁶ Nach Ausbruch der Asienkrise senkte die Regierung im Kontext von steigenden Kapitalabflüssen die Bardepotpflicht erst auf 10% (Juni 1998) und hob sie schließlich ganz auf (September 1998).

Tabelle 1: Chile 1990-2002 – Verschuldung und Reserven
(in Mio. US\$)

	Externe Verschuldung	(Brutto)			Devisen- reserven
	Gesamt	Staatlich	Privat kurzfristig	Privat langfristig	
1990	17.425	11.792	1.398	4.235	6.710
1991	16.364	10.554	1.135	4.675	7.638
1992	18.242	9.623	3.027	5.592	9.742
1993	19.186	9.020	2.999	7.167	10.252
1994	21.478	9.135	3.339	9.004	13.740
1995	21.736	7.501	2.816	11.419	14.783
1996	22.979	5.163	2.285	15.531	15.805
1997	26.701	5.088	678	20.935	18.274
1998	31.691	5.714	1.012	24.965	16.292
1999	34.112	5.827	911	27.374	14.946
2000	36.477	5.522	2.153	28.802	15.110
2001	38.032	5.759	1.677	30.596	14.400
2002	40.395	7.197	2.261	30.937	15.351

Quelle: Ffrench-Davis/Villar (2003) nach Daten der chilenischen Zentralbank.

³⁶ Für eine Berechnung der Höhe des impliziten Steuersatzes vgl. Laurens/ Cardoso (1998) sowie Reinhart/Smith (1997, Tab. 14.2).

Tabelle 2

Tabelle 3: Ergebnisse ausgewählter Studien zur Wirksamkeit der chilenischen URR

	Volumen Kim (+ ver- ringert)	Fristigkeit Kim (+ ver- längert)	Wechselkurs (+ Auf- wertung verhindert)	Geldpolitik und Zinspolitik autonom	Krisen- prävention (+Krise vermieden)
Epstein/ Grabel 2003*	0	+	+	+	+
French-Davis/ Villar 2003*	0	+	+	+	+
Edwards 2001, 1999	+	+	0	+	+
De Gregorio et al. 2000	+	+	+	+	k.A.
Gallego et al. 1999	+	+	0	+	+
Laurens/ Cardoso 1998	+	+	+	+	+
Reinhart/ Smith 1997	+	+	+	+	k.A.

* keine eigenen ökonometrischen Analysen.

Kim = Kapitalimporte, 0 keine Wirkung, k.A. keine Angaben.

Quelle: Eigene Zusammenstellung.

Bezüglich der Effektivität der chilenischen Kapitalimportkontrollen ergeben sich aus der Literatur folgende Ergebnisse (vgl. Tabelle 3):

- a) *Volumen der Kapitalimporte*: Der Einfluss der Kontrollen auf die aggregierten Zuflüsse wird unterschiedlich interpretiert: Nadal-De Simone/Sorsa (1999) werten verschiedene empirische Studien aus und fassen zusammen, dass die Gesamtmenge von Zuflüssen allenfalls schwach beeinflusst wurde. Während Reinhard/Smith (1997) auf die beträchtliche Senkung des Kapitalbilanzüberschusses kurz nach Einführung der Kontrollen hinweisen (von 10% des BIP 1990 auf 2,4% 1991, Gallego et al. (1999) bestätigen dieses Ergebnis für den gesamten Zeitraum), kommen die restlichen in Tabelle 3 aufgeführten Studien zu dem Schluss, das Gesamtvolumen der Kapitalimporte sei durch die Kontrollen nicht bzw. nur marginal (v.a. zu Anfang) verändert worden (vgl. De Gregorio et al. 2000; Edwards 1999, 2001).

- b) *Fristigkeit der Kapitalimporte*: Übereinstimmung besteht hinsichtlich der Tatsache, dass sich der relative Anteil langfristiger Kapitalimporte stark ausgeweitet hat (auch im Vergleich zu anderen *emerging markets*, vgl. De Gregorio et al. 2000), die Investoren und inländischen Kreditnehmer also auf die höhere Besteuerung von kurzfristigen Instrumenten mit einer Verlängerung der Laufzeiten reagiert haben (vgl. Tab. 1). Nadal-De Simone/Sorsa (1999) weisen allerdings auf zahlreiche methodische und statistische Probleme hin, die zu einer Überschätzung der positiven Wirksamkeit der URR auf die Zusammensetzung der Kapitalimporte geführt haben könnten.
- c) *Krisenprävention*: Die Krisenprävention gilt ebenfalls als erfolgreich, da Chile von den internationalen Finanzkrisen der 90er Jahre weniger als die Nachbarländer betroffen gewesen ist. Isoliert war Chile allerdings nicht: Nach 1997 kam es trotz einer Verdoppelung der Zinsraten zu Nettokapitalabflüssen (v.a. durch heimische Pensionsfonds, vgl. Zahler 2003), was den Wechselkurs stark unter Druck setzte. Die Regierung entschloss sich, das Zielzonenband aufzugeben und zu einem flexiblen Regime (*managed float*) überzugehen. 1999 rutscht die Wirtschaft in eine Rezession (-0,8 BIP), konnte sich jedoch relativ schnell wieder erholen. Edwards (1999: 23f.) schließt aus seinen empirischen Tests, dass allenfalls kleinere Schocks aufgrund der Existenz der URR besser verarbeitet werden konnten, während große Schocks wie im Fall der Asienkrise nicht abgefedert werden konnten.
- d) *Wechselkurs- und Geldpolitik*: Im Betrachtungszeitraum ist eine beträchtliche reale Aufwertung des chilenischen Peso (zwischen 1990-97 durchschnittlich 4-5% pro Jahr, vgl. De Gregorio et al. 2000: 2) zu verzeichnen und die Leistungsbilanzdefizite nahmen zwischen 1996-98 stark zu. Dies weist darauf hin, dass die Wechselkurseffekte der Kapitalimporte nur begrenzt oder gar nicht konterkariert werden konnten. Edwards (1999, 2001) und Gallego et al. (1999) messen keinen Einfluss der URR auf die Entwicklung des realen Wechselkurses. Allerdings weisen auch hier Nadal-De Simone/Sorsa (1999) wie im Falle der Zinswirkungen auf methodische Probleme der Messungen hin, v.a. weil eine Vielzahl von Einflussfaktoren nicht in die Analysen miteinbezogen wurde. In Bezug auf die Geldpolitik wird von allen Autoren eine höhere Unabhängigkeit im Sinne der Verteidigung eines positiven Zinsdifferentials (über die ungedeckte Zinsparität hinaus) zum Aus-

land konstatiert. Die Autonomie der Zinspolitik sollte jedoch nicht nur bezüglich der Höhe des Zinsdifferentials beurteilt werden (v.a. weil der *mainstream* die Existenz einer niedrigeren nichtpekuniären Ertragsrate von Schwachwährungen, die über ein Zinsdifferential zu Anlagewährungen kompensiert werden muss, ignoriert), sondern auch im Hinblick auf die Steuerungsfähigkeit der Zentralbank gegenüber dem Bankensystem. Eine Entlastung der monetären Autorität bei der Sterilisierung von Kapitalzuflüssen kann diese positiv beeinflussen, weil dann die *borrowed base*, d.h. der Anteil der Geldbasis, der auf kurzfristiger Kreditvergabe an den Geschäftsbankensektor beruht, steigt.

Kann die chilenische Erfahrung mit einer Regulierung von Kapitalzuflüssen über eine asymmetrische Tobinsteuer vor dem Hintergrund dieser Daten als eine Erfolgsgeschichte bezeichnet werden? Die Ergebnisse der empirischen Studien und die Entwicklung der chilenischen Marktkonstellation in den 90er Jahren erlauben keine ähnlich eindeutige Aussage wie die theoriegeleitete Analyse. Folgende Aspekte erscheinen jedoch für eine Einschätzung wichtig zu sein:

Die Einführung der URR 1991 basierte auf einer richtigen wirtschaftspolitischen Diagnose und geschah im Kontext einer Marktkonstellation (Stabilisierung, sinkende Verschuldung, Leistungsbilanzausgleich, dynamische Einkommensbildung, Aufwertungstendenz), die einer Strategie nachholender Entwicklung zuträglich war. Trotz eines kurzfristigen Einbruchs der Wirtschaftsentwicklung nach der Asienkrise ist es zudem gelungen, die im regionalen Vergleich stabile Makrokonstellation aufrechtzuerhalten und eine Finanz- und Währungskrise zu vermeiden. Dazu haben allerdings neben der Besteuerung von Kapitalzuflüssen eine Reihe von Faktoren beigetragen, die das chilenische Modell von seinen lateinamerikanischen Nachbarn abgrenzt, z.B. ein niedriger Dollarisierungsgrad und ein entwickelter Finanzsektor mit hohen Standards (vgl. Laurens/Cardoso 1998: 18ff.), die hohe Reputation der Zentralbank, eine ausgeprägte Exportorientierung, die stabilitätsorientierte Politik des staatlichen Sektors, die sich in der Erwirtschaftung von Budgetüberschüssen und einem Abbau der externen Verschuldung von über 50% bis 1997 widerspiegelt (vgl. Tab. 1) und *last but not least*, eine dynamische Einkommensbildung (hohe Wachstumsraten, niedrige Arbeitslosigkeit, steigende Reallöhne), die auch zu einer erheblichen Verbesserung der sozialen Indikatoren des Landes beigetragen hat.

Andererseits sollte das vergleichsweise positive Bild der chilenischen *Performance* in Bezug auf unsere Fragestellung aus verschiedenen Gründen nicht überbewertet werden. Erstens konnte mit Hilfe der URR in Verbindung mit fiskalischer und geldpolitischer Sterilisierung eine zunehmende (reale und nominale) Aufwertung des Wechselkurses nicht verhindert werden – die Leistungsbilanz wies entsprechend zwischen 1996-98 Defizite von über 5% des BIP auf (Tab 4). Ob dieses Ergebnis auf Implementierungsfehler oder die Umgehung der URR zurückzuführen ist oder darauf hinweist, dass die Kontrollen nicht umfassend genug waren bzw. der implizite Steuersatz aufgrund der Aufwertungserwartungen des chilenischen Peso zu gering angesetzt war, kann hier nicht abschließend bewertet werden. Die Aufwertung des chilenischen Peso bei steigenden Leistungsbilanzdefiziten weist im Gegensatz zu einer strategischen Unterbewertungsposition allenfalls auf eine instabile Konstellation nachholender Entwicklung hin (Schaubild 3, Konstellation 3), was sich auch in der Tatsache widerspiegelt, dass die Nachfrage nach heimischer Währung Ergebnis einer steigenden privaten Verschuldung in nationaler Währung darstellt und nicht allein Resultat eines erhöhten Devisenangebots aus Exporterlösen oder einer zunehmenden Vermögensqualität des nationalen Geldes ist. Aufgrund der positiven Exportentwicklung bieten jedoch die Verschuldungsindikatoren ein positiveres Bild als die absoluten Zahlen: Im Vergleich zu den 80er Jahren (1980-89) ist die chilenische Bruttoauslandsschuld in Prozent der Exporte von durchschnittlich 317 v.H. auf 146 v.H. (1990-2001) gesunken, der externe Schuldendienst in Prozent der Exporte von durchschnittlich 48 v.H. auf 19 v.H.³⁷ – auch das Verhältnis der Bruttoauslandsverschuldung zum BIP hat sich verbessert.³⁸ Dennoch hat das zukünftige Krisenpotential aufgrund der gestiegenen Verschuldung (wobei sich die kurzfristige externe Verschuldung seit 1998, also nach Aufhebung der URR verdoppelt hat) und der Freigabe des Wechselkurses zugenommen, da jede Abwertung zu einer Aufwertung der externen Verbindlichkeiten führt und die Zahlungsfähigkeit der Schuldner gefährdet.

³⁷ Eigene Berechnungen nach Zahlen der Dresdner Bank Lateinamerika 2003, vgl. Quellenangaben Tab. 4. Für die Exportentwicklung in Chile spielt der Weltmarktpreis für Kupfer, das wichtigste Ausführprodukt, eine entscheidende Rolle – der Einbruch der Handelsbilanz 1993 ist auf sinkende Erlöse aus dem Kupferexport zurückzuführen.

³⁸ Die Nettoauslandsverschuldung Chiles wird von Urriola (2000: 5) auf nur US\$ 1 Mrd. beziffert.

Vor dem Hintergrund dieser Einwände fällt es schwer, die chilenischen Kapitalimportkontrollen als reine Erfolgsgeschichte zu bezeichnen – eine stabile Konstellation nachholender Entwicklung konnte durch die Kontrollen nicht hinreichend abgesichert werden. Ob allerdings die wirtschaftliche Entwicklung des Landes ohne die Kontrollen schlechter bzw. in einem Szenario mit einer Verschärfung der Regulierung nach 1995 besser aussehen, bleibt Spekulation (vgl. Ffrench-Davis/Villar 2003). Wichtig ist ferner, dass eine Einordnung in das in Lateinamerika vorherrschende *growth-cum-debt*-Modell (bzw. Konstellation der Peripherisierung) aufgrund der guten Exportentwicklung, die trotz der steigenden Gesamtverschuldung einen positiven Einfluss auf die Verschuldungsindikatoren hatte, ebenso wenig zutreffend ist. Vielleicht sollte man bezüglich Chile deshalb von einem relativen Erfolgsfall sprechen und die Bardepotpflicht als ein wichtiges Element der aktiven und gleichzeitig stabilitätsorientierten, antizyklischen Wirtschaftspolitik sehen – schließlich kontrastiert die Entwicklung des Landes in hohem Maße mit der *Performance* Argentiniens, welches unter den Bedingungen einer überbewerteten Währung auf vollständige Liberalisierung von Leistungs- und Kapitalbilanz gesetzt hat und als Konsequenz die größte Krise seiner Geschichte erlebt.

5. Fazit – zur Notwendigkeit der Regulierung des Kapitalverkehrs innerhalb einer Strategie der nachholenden Entwicklung

Welche Schlussfolgerungen können aus den vorangegangenen Ausführungen gezogen werden?

Kapitalverkehrskontrollen werden vom *mainstream* als zweitbeste Option bezeichnet. Dies suggeriert, dass es mittelfristig für Entwicklungsländer eine Wahl zwischen Liberalisierung und Regulierung gibt, sobald sämtliche allokativen Verzerrungen beseitigt sind und eine entwickelte Marktverfassung existiert. Die *first-best* Wahl, vollständige Konvertibilität und freier Kapitalverkehr, ist jedoch nur eine Wahl für die Erste Welt, spiegelt somit ein Marktergebnis erfolgreicher Verteidigung des Währungsraumes nach innen und außen wider. Die Peripherie bleibt hingegen auf *bail-outs*, institutionelle Schuldenstreichungen und (mehr oder weniger) marktinkonforme Kapitalkontrollen bzw. selektive protektionistische Maßnahmen angewiesen.

Dabei sind Kapitalverkehrskontrollen, v.a. wenn sie den Zugang zu Devisen einschränken, zweifellos Merkmal von schwachen Währungen und Ausdruck ihrer mangelnden Konkurrenzfähigkeit auf den

internationalen Vermögensmärkten. Allerdings besteht ein gewichtiger Unterschied zwischen Kapitalexportkontrollen und dem Versuch, Kapitalimporte und dabei v.a. ausländische Kredite zu regulieren und zu begrenzen. Erstere haben im besten Fall die Funktion, ein weiteres Abgleiten in die Peripherisierung zu verhindern und die per se instabile Marktkonstellation von Ländern mit überbewerteter Währung vor weiterer Destabilisierung zu schützen. Dies ist vor dem Hintergrund der desaströsen Auswirkungen der Finanz- und Währungskrisen der letzten Dekade eine wichtige Funktion, auch wenn ihre Effektivität aus den genannten Gründen begrenzt und ihre Auswirkungen auf die Währungsqualität langfristig negativ sein können. Die negativen Wirkungen werden dabei umso stärker zum Tragen kommen, je mehr die Kontrollen außerhalb eines akuten Krisenmanagements zur Absicherung einer Geld- und Fiskalpolitik eingesetzt werden, die den Stabilitätsanforderungen einer Geldwirtschaft nicht entspricht.

Kapitalimportkontrollen haben hingegen eine strategische Komponente. Sie können eine Marktkonstellation nachholender Entwicklung festigen, die weder über Wechselkursrandlösungen zu realisieren, noch mit freiem Kapitalverkehr zu vereinbaren ist, sondern die sich durch eine stabilitätsorientierte Unterbewertung in Verbindung mit einer dynamischen Einkommensbildung auszeichnet, so dass über Exportüberschüsse ein sukzessiver Abbau der Nettoschuldnerposition ermöglicht wird. Eine solche Konstellation erleichtert den Verzicht auf marktinkonforme Maßnahmen und macht insbesondere Kapitalexportkontrollen aufgrund von Aufwertungserwartungen obsolet.

Eine Regulierung und Beschränkung von Kapitalzuflüssen nach chilenischem Vorbild³⁹ hat im Rahmen einer Unterbewertungskonstellation positive Effekte, da der Spielraum der Zentralbank zur Stabilisierung der Leistungsbilanzüberschüsse innerhalb eines Regimes fester Wechselkurse ausgeweitet wird. Weiterhin kann die Besteuerung der Fremdwährungsfinanzierung zu einer Stabilisierung des Finanzsektors beitragen und die Entwicklung der heimischen Kredit- und Vermögensmärkte stimulieren (eine generelle Entdollarisierungsstrategie unterstützen) und dem Anreiz zu „billigerer“ Finanzierung im Ausland entgegenwirken.

³⁹ Selbstverständlich existiert eine breite Palette von Länderbeispielen, welche die entwicklungsstrategische Relevanz von Kapitalverkehrskontrollen belegen können und v.a. in höherem Maße eine entwicklungsfördernde Marktkonstellation unterstützen, insbesondere Deutschland in den 1950er Jahren sowie gegenwärtig China und Taiwan.

So lässt sich in Bezug auf unsere zu Anfang gestellte Frage zusammenfassen, dass ein liberalisierter Kapitalverkehr aus einer makroökonomischen Perspektive heraus, die nach den Bedingungen für nachholende Entwicklung fragt, problematisch ist, weil: a) in einer Konstellation der Überbewertung mit Abwertungserwartungen die Vermögensqualität der Währung als Folge steigender Leistungsbilanzdefizite und Verschuldung weiter geschwächt und die Gefahr von Währungskrisen erhöht wird, und b) in einer Konstellation der Unterbewertung ein mehrfacher Aufwertungsdruck entsteht, der in der Regel zu hohe Anforderungen an Geld-, Fiskal- und Einkommenspolitik stellt, somit eine Konstellation destabilisiert, die durch marktkonforme Entschuldung entwicklungsfördernd wirkt.

Letztendlich bleibt jedoch als zentrale Herausforderung für die entwicklungstheoretische Fragestellung, eine Abkehr von der *growth-cum-debt*-Politik vorzunehmen und damit den vordergründigen Konsens zwischen Orthodoxie und Heterodoxie zu überwinden, es gehe nur darum, einen stetigen Fluss des „guten“ (langfristigen und produktiven) Kapitals der reichen Länder in die bedürftigen armen Länder zu gewährleisten. Erst wenn die Erkenntnis Eingang in die Köpfe von Wissenschaftlern und Politikern gefunden hat, dass Kapitalimporte in den meisten Fällen der Entwicklung der Dritten Welt abträglich sind, wird die Notwendigkeit ihrer Regulierung akzeptiert werden.

Tabelle 4

Tabelle 4

Literaturverzeichnis

- Akyüz, Yilmaz/Andrew Cornford (1999): Capital Flows to Developing Countries and the Reform of the International Financial System. United Nations Conference on Trade and Development, Discussion Paper No. 143, November 1999, Geneva: UNCTAD.
- Ariyoshi, Akira/Karl Habermeier/Bernard Laurens/Inci Ötker-Robe/Jorge Iván Canales-Krilienko/Andrei Kirilenko (2000): Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization. International Monetary Fund, Occasional Paper No. 190, Washington, D.C.: IMF.
- Bagehot, Walter (1873): Lombard Street: A Description of the Money Market. London: Kegan Paul, Trench, Trübner & Co (1904).
- Bloomfield, Arthur (1959): Monetary Policy Under the International Gold Standard. New York.
- Calvo, Guillermo A./Leonardo Leiderman/Carmen M. Reinhart (1996): Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s, in: Journal of Economic Perspectives, 10: 2, Spring 1996, S. 123-139.
- /---/--- (1993): Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America. The Role of External Factors. International Monetary Fund Staff Papers, 40: 1, March 1993, Washington, D.C., S. 108-151.
- Camdessus, Michael (1999): Latin America in a Globalized Economy: The Chilean Experience. Ansprache bei der Konferenz „Institutions and the Market in the Era of Globalization“, Paris, March 14, 1999 (www.imf.org/external/np/speeches/1999/031499.htm, download 17.7.03).
- Cordella, Tito (1998): Can Short-Term Capital Controls Promote Capital Inflows? International Monetary Fund, Working Paper WP/98/131, Washington, D.C.: IMF.
- Cooper, Richard (1999): Should capital controls be banished? Brookings Papers on Economic Activity No. 1, S. 89-141.
- Davidson, Paul (2000): Is a Plumber or a New Financial Architect Needed to End Global International Liquidity Problems? in: World Development, 28: 6, S. 1117-1131.
- De Gregorio, José/Sebastian Edwards/Rodrigo O. Valdés (2000): Controls on Capital Inflows: Do they Work? (www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/revised.pdf).
- Dieter, Heribert (2002): Reshaping Globalisation: A New Order for International Financial Markets. Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation CSGR, Working Paper No. 103/02, University of Warwick, UK.
- Dornbusch, Rudi (2001): Malaysia: Was it Different? NBER Working Paper No. 8325 (www.nber.org/papers/w8325).
- Eatwell, John/Lance Taylor (1998): The Case for a World Financial Authority (www.undp.org/rblac/documents/poverty/archit/world.pdf).

- Edwards, Sebastian (2001): Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention. NBER Working Paper No. w8529 (www.nber.org/papers/w8529).
- (1999): How Effective are Capital Controls? in: *Journal of Economic Perspectives*, 13:4, S. 65-84 (<http://papers.nber.org/papers/W7413> Download 15.9.03).
- Eichengreen, Barry/Michael Mussa et al. (1999): Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues. IMF Economic Issues No. 17, February 1999, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Epstein, Gerald/Ilene Grabel (2003): Capital Management Techniques in Developing Countries: An Assessment of Experiences from the 1990's and Lessons for the Future. University of Massachusetts, Amherst, Working Paper No. 56 (www.umass.edu/peri/pdfs/WP56.pdf).
- Financial Stability Forum (FSF) (2000): Report of the Working Group on Capital Flows. Meeting of the Financial Stability Forum 25-26 March 2000.
- Fischer, Stanley (2002): Financial Crisis and Reform of the International Financial System. National Bureau of Economic Research NBER, Working Paper No. 9297 (www.nber.org/papers/w9297).
- (2000): On the Need for an International Lender of Last Resort. Essays in International Finance, No. 220, Department of Economics, Princeton University.
- French-Davis, Ricardo/Leonardo Villar (2003): The Capital Account and Real Macroeconomic Stabilization: Chile and Columbia. Paper presented at Seminar on Management of Volatility, Financial Liberalization and Growth in Emerging Markets. April 24-25, 2003, Santiago de Chile: ECLAC (www.eclac.cl).
- Frenkel, Michael/Lukas Menkhoff (2000): *Stabile Weltfinanzen? – Die Debatte um eine neue internationale Finanzarchitektur*. Berlin: Springer.
- Fritsche, Ulrich 2003: Stabilisierungs- und Strukturanpassungsprogramme des Internationalen Währungsfonds in den 90er Jahren: Hintergründe, Konzeptionen und Kritik. Dissertation am Fachbereich Wirtschaftswissenschaft der FU Berlin, Manuskript.
- Gallego, Francisco/Leonardo Hernández/Klaus Schmidt-Hebbel (1999): Capital Controls in Chile: Effective? Efficient? Banco Central de Chile, Working Paper No. 59, <<http://www.bcentral.cl>>, Santiago de Chile: BCC.
- Goldstein, Morris (1995): Coping with Too Much of a Good Thing. Policy Responses for Large Capital Inflows in Developing Countries. World Bank Policy Research Working Paper WPS 1507, Washington, D.C.: The World Bank.
- Griffith-Jones, Stephanie/José Antonio Ocampo (2003): What progress on international financial reform? Why so limited? Paper präsentiert auf dem Seminar „Management of Volatility, Financial Liberalization and Growth in

- Emerging Economies“, CEPAL, 24. April 2003 (www.cepal.org download Juni 2003).
- Hauskrecht, Andreas (2000): Zur Reform der Bretton-Woods-Institutionen. Anmerkungen zu einem Report des US Congress. In: E&Z, Nr. 5, S. 136-139.
- Hujo, Katja (2002): Soziale Sicherung im Kontext von Stabilisierung und Strukturanpassung: Die Reform der Rentenversicherung in Argentinien. Dissertation am Fachbereich Wirtschaftswissenschaft der FU Berlin, Manuskript.
- International Monetary Fund (IMF) (2003): Global Financial Stability Report. Market Developments and Issues. World Economic and Financial Surveys, March 2003, Washington, D.C.
- Johnston, Barry/Natalia T. Tamirisa (1998): Why Do Countries Use Capital Controls? International Monetary Fund, Working Paper WP/98/181, Washington, D.C.
- Kaminsky, Graciela Laura/Sergio L. Schmukler (2003): Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization. International Monetary Fund, Working Paper WP/03/34, Washington, D.C.
- Kaplan, Ethan/ Dani Rodrik (2001): Did the Malaysian Capital Controls Work? NBER Working Paper No. 8142 (www.nber.org/papers/w8142).
- Khor, Martin (2000): Globalization and the South: Some Critical Issues. United Nations Conference on Trade and Development, Discussion Paper No. 147, April 2000, Geneva: UNCTAD.
- Laurens, Bernard/Jaime Cardoso (1998): Managing Capital Flows: Lessons from the Experience of Chile. International Monetary Fund, Working Paper WP/98/168, Washington, D.C.
- Lüken gen. Kläßen, Mathilde (1993): Währungskonkurrenz und Protektion. Peripherisierung und ihre Überwindung aus geldwirtschaftlicher Sicht. (Studien zur monetären Ökonomie Bd. 12), Marburg: Metropolis.
- Mahani, Zainal-Abidin/Kwanho Shin/Yunjong Wang (2003): Macroeconomic Adjustments and the Real Economy in Korea and Malaysia Since 1997. Paper presented at Seminar on Management of Volatility, Financial Liberalization and Growth in Emerging Markets. April 24-25, 2003, Santiago de Chile: ECLAC (www.eclac.cl).
- McKinnon, Ronald I. (1973): Money and Capital in Economic Development. Washington, D.C.: The Brookings Institution.
- Meller, Patricio (1992): Adjustment and Equity in Chile. Serie Adjustment and Equity in Developing Countries, General Editor Christian Morrisson, Paris: OECD.
- Metzger, Martina (1999): Magische Drachen und andere Biester: Krisen in Südostasien und Lateinamerika, in: WeltTrends, Nr. 24, Herbst 1999, S. 151-167.

- Nadal-De Simone, Francisco/Piritta Sorsa (1999): A Review of Capital Account Restrictions in Chile in the 1990s. IMF Working Paper WP/99/52, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Nunnenkamp, Peter (2003): Ausländische Direktinvestitionen in Lateinamerika: Enttäuschte Hoffnungen trotz attraktiver Standortbedingungen? In: Lateinamerika Analysen Nr. 5, Juni 2003, Hamburg: Institut für Iberoamerika-Kunde, S. 25-60.
- Prasad, Eswar/Kenneth Rogoff/Shang-Hin Wie/M Ayhan Kose (2003): Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence (www.imf.org), siehe auch Interview mit Autoren in IMF Survey 9 (32), 19. Mai 2003, Washington, D.C.: IMF, S. 137-141.
- Reinhart, Carmen/Todd R. Smith (1997): Too Much of a Good Thing: The Macroeconomic Effects of Taxing Capital Inflows (www.puef.umd.edu/faculty/papers/reinhart/sanfran.pdf).
- Riese, Hajo (2001): Grundlegungen eines monetären Keynesianismus. Ausgewählte Schriften 1964-1999 (Hg. von Betz et al.), Marburg: Metropolis.
- (1998): Geldfunktion und Währungsstandard: Der Fall der Ostasienkrise. Anmerkungen zur Funktionsstörung des gegenwärtigen Weltwährungssystems. In: Riese, Hajo (2001): Grundlegungen eines monetären Keynesianismus, Marburg: Metropolis, S. 1208-1222.
- (1986): Theorie der Inflation. Tübingen: Mohr (Siebeck).
- Rogoff, Kenneth S. (2002): Rethinking Capital Controls. When should we keep an open mind? In: Finance and Development, December 2002, Washington, D.C.: International Monetary Fund, S. 55-56.
- Sachs, Jeffrey (1998): Proposals for Reform of the Global Financial Architecture. Paper prepared for the United Nations Development Programme Meeting on Reform of the Global Financial Architecture, New York, December 8, 1998 (www.undp.org/rblac/documents/poverty/archit/harvard.pdf).
- Schelkle, Waltraud (1992): Konstitution und Erosion einer Geldwirtschaft: Entwicklungsprobleme Indiens seit der Unabhängigkeit, Schriften des DIE, Bd. 102, Berlin.
- Shaw, Edward S. (1973): Financial Deepening in Economic Development. New York/Oxford: Oxford University Press.
- Stiglitz, Joseph (2002): Globalization and its Discontents. London: Penguin Books.
- UNCTAD (1998): Trade and Development Report 1998. New York and Geneva: United Nations.
- Urriola, Rafael (2000): Chile's economic liberalization and control of foreign capital inflow. FES Studies on International Financial Architecture No. 2/2000, Bonn: Friedrich-Ebert-Stiftung.
- Weltbank (1989): Weltentwicklungsbericht. Finanzsysteme und Entwicklung. Washington, D.C.: Weltbank.

- Williamson, John (1990): Latin American Adjustment. How Much Has Happened? Washington, D.C.: Institute for International Economics
- World Bank (2003): Global Development Finance. Striving for Stability in Development Finance. Washington D.C.: The World Bank.
- (2001): Finance for Growth. Policy Choices in a Volatile World. Policy Research Report. Washington, D.C.: The World Bank. (Oxford University Press).
- (2000/2001): World Development Report: Attacking Poverty. Washington, D.C.: The World Bank (Oxford University Press).
- Zahler, Roberto (2003): Pension Funds and Macroeconomic Stability in Emerging Markets. The Case of Chile. Paper präsentiert auf dem Seminar „Management of Volatility, Financial Liberalization and Growth in Emerging Economies“, Cepal, 24. April 2003 (www.cepal.org download Juni 2003).

Tabelle 2: Chronologie und Zielsetzungen der Ausgestaltung der URR (*unremunerated reserve requirement*)

Maßnahmen	Zielsetzung
17.6.91: Einführung 20% URR auf neue ausländische Kredite (90 Tage für Kredite bis 90 Tage Laufzeit, während Laufzeit für Kredite von 90 Tagen bis 1 Jahr, für 1 Jahr für längere Laufzeiten), URR in gleicher Währung wie Kredit, für Banken und Nicht-Banken, Handelskredite ausgenommen.	Flexibilität für Geldpolitik, reale Aufwertung Wechselkurs verhindern, Zinsdifferential zum Ausland aufrechterhalten, kurzfristige Zuströme gegenüber Aktien und langfristiger Finanzierung diskriminieren.
27.6.91: URR kann über Wertpapierpensionsgeschäft mit Zentralbank von Chile (BCC) erfüllt werden, Wertpapier in Höhe von 20% des Kredits wird von Kreditnehmer gekauft, Diskontrate nach LIBOR.	Vorauszahlung der Steuer durch Repogeschäft erleichtert Durchsetzung und Monitoring.
1.7.91: URR ausgeweitet auf laufende Kredite, die verlängert werden.	Schlupfloch schließen.
23.1.92: URR ausgew. auf Devisendepositen von In- und Ausländern in Geschäftsbanken	Schlupfloch schließen.
28.5.92: URR erhöht auf 30%, bei direkter Kreditaufnahme im Ausland durch Unternehmen 20%, Laufzeit unabhängig von Kreditlaufzeit 1 Jahr.	Kosten nur f. Banken erhöhen, Dauer der URR wegen problematischer Laufzeitbestimmung der Kredite vereinheitlichen.
19.8.92: URR auch für direkte Kreditaufnahme von Unternehmen auf 30% erhöht, URR unabhängig von Kreditlaufzeit für 1 Jahr, Diskontrate für Zentralbankpapiere auf LIBOR + 2,5% angehoben.	Schlupfloch schließen, Kosten der impliziten Steuer erhöhen.
30.10.92: Diskontrate der Zentralbankpapiere auf LIBOR + 4% erhöht.	Kosten der impliziten Steuer erhöhen.
11/1992: Ab Januar 1995 URR in US\$.	Verhindern von offenen Positionen in heimischer Währung.
07/1995: Auf Sekundärmärkten gehandelte ADRs (<i>American Depositary Receipt</i>) in URR einbezogen.	Schlupfloch schließen (Transaktionen auf Sekundärmärkten keine Direktinvestitionen).
12/1995: Neue Auslandskredite zur Rückzahlung bestehender Verpflichtungen von URR ausgenommen.	Refinanzierung von Schulden kann Kreditkosten senken und Laufzeiten erhöhen.
12/1996: Auslandskredite <200.000 US\$ (bis 500.000 US\$/Jahr) von URR ausgenommen.	Verwaltungsaufwand der URR senken.
03/1997: Auslandskredite <100.000 US\$ (bis 100.000 US\$/Jahr) von URR ausgenommen.	Schlupfloch schließen.
06/1998: URR auf 10% gesenkt (ausgen. kurzfristige Kredite und Devisendepositen).	Kosten extern. Finanzierung senken, Anpass. an intern. Kontext.
09/1998: URR aufgehoben, ausländische Anleger müssen Kapital mindestens 1 Jahr im Land investieren.	Anpassung an internationalen Kontext.

Quelle: modifiziert nach Laurens/Cardoso (1998: 43-4).

Tabelle 4: Ausgewählte Wirtschaftsindikatoren, Chile 1982-2002

Indikator	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
BIP-Wachstum ^a	-14,1	-0,7	6,1	3,2	5,6	6,6	7,3	10,6	3,7
Inflation ^a	21,0	23,0	23,0	26,0	17,0	22,0	13,0	21,0	27,4
Arbeitslosenquote ^c bis 1989, 1990 ^f	26,1	31,3	24,7	22,0	17,3	13,9	-	6,0	7,8
Realer WK ^c 1995=100	176,5	144,6	143,4	113,6	97,2	89,3	84,1	86,3	82,3
Budgetsaldo ^a % BIP	-1,0	-2,6	-3,0	-2,3	-0,9	1,9	1,0	1,5	0,8
Realzins (bis 1995 ^d , bis 2001 ^a)	-	-	-	6,2	3,5	4,2	5,1	8,7	6,5
Leistungsbilanz % BIP ^a	-9,5	-5,7	-11,0	-8,6	-6,7	-3,6	-1,0	-2,5	-1,6
Leistungsbilanz Mio. US\$ ^c	-2.304	-1.117	-2.111	-1.413	-1.191	-735	-231	-690	-485
Handelsbilanz Mio. US\$ ^c	63	986	362	884	1.092	1.309	2.210	1.483	1.284
Finanzierungsbilanz Mio. US\$ ^c	834	-3.224	-80	-1.394	-2.219	-743	-903	1.241	2.857
Nettodirektinvestitionen Mio. US\$ ^a	135,0	67,0	142,0	313,0	885,0	952,0	1.277,0	653,0	698,0

Indikator	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
BIP-Wachstum ^a	8,0	12,3	7,0	5,7	10,6	7,4	7,4	3,9	-1,0	4,4	2,8
Inflation ^a	18,7	12,7	12,2	8,9	8,2	6,6	6,0	4,7	2,3	4,5	2,6
Arbeitslosenquote ^f	8,2	6,7	6,5	7,8	7,4	6,5	6,1	6,1	9,7	9,2	9,2
Terms of Trade ^b 1995=100	-	-	74,2	84,1	100	80,7	83	73,3	73,5	73,6	68,5
Realer WK ^c 1995=100	84,5	89,5	91,6	94,3	100	103,4	113,1	111,1	105,4	106,0	96,6
Budgetsaldo ^a % BIP	1,5	2,3	2,0	1,7	2,6	2,3	2,0	-0,7	-1,5	-0,6	-0,6
Realzins (bis 1995 ^d , bis 2001 ^a)	4,7	6,5	6,5	6,1	6,9	7,2	6,8	14,5	10,7	8,5	6,2
Leistungsbilanz % BIP ^a	-0,3	-2,3	-5,7	-3,1	-2,1	-5,5	-5,4	-5,6	-0,4	-1,4	-1,9
Leistungsbilanz Mio. US\$ ^c , 2001 ^a	-99	-958	-2.554	-1.585	-1.350	-3.510	-3.728	-4.139	-80	-991	-1.200
Handelsbilanz Mio. US\$ ^c , 2001 ^a	1.485	722	-990	732	1.381	-1.091	-1.558	-2.516	1.664	1.438	2.100
Finanzierungsbilanz Mio. US\$ ^c	964	3.132	2.995	5.294	2.357	6.665	7.355	3.181	-829	1.239	-
Nettodirektinvestitionen Mio. US\$ ^a	538,0	600,0	1.671,0	2.205	3.446	3.354	1.840	1.840	6.200	-300	3.000

Quelle: ^a DBLA 2003 (www.dbla.de/03_economic_research), ^b CEPAL 2002 (www.eclac.cl/DE/proyectos/eu/eu2002index.htm), ^c IMF International Financial Statistics 2002, ^d Laurens/Cardoso 1998: 46, ^e Meller 1992, ^f Banco Central de Chile (<http://si2bcentral.cl/basedatoseconomi-cos/900base.asp?usuidiom=e>).