

# Internationale Kapitalmobilität und nationale Wirtschaftspolitik

Prof. Dr. Volker Clausen, Essen

In den neunziger Jahren hat die Bedeutung internationaler Kapitalbewegungen spürbar zugenommen. Dieses gilt insbesondere für viele Entwicklungs- und Schwellenländer. Der nachfolgende Beitrag untersucht die mit einer Veränderung der internationalen Kapitalmobilität verbundenen makroökonomischen Anpassungsprobleme und diskutiert die diesbezüglichen Implikationen für die nationale Wirtschaftspolitik. Von zentraler Bedeutung sind hierbei die Richtung der Nettokapitalströme in der Ausgangslage und das Wechselkurssystem des betrachteten Landes.

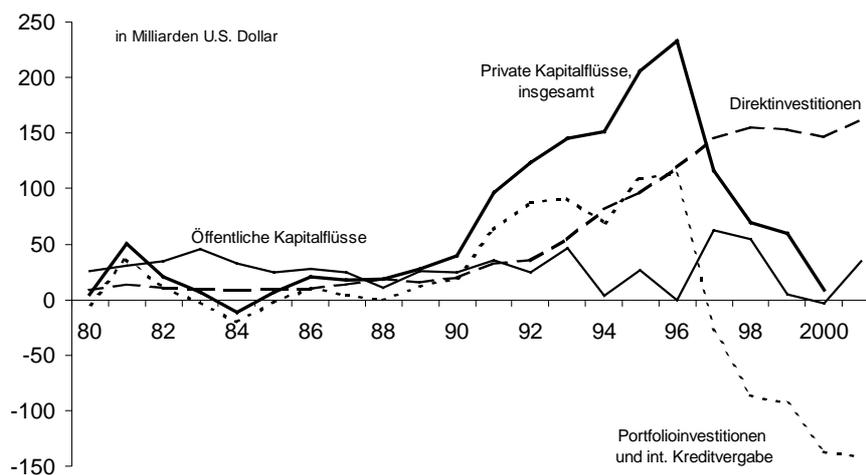
*Dr. Volker Clausen ist Professor für Volkswirtschaftslehre, insbes. Internationale Wirtschaftsbeziehungen an der Universität Essen. Bevorzugte Forschungsgebiete: Makroökonomik offener Volkswirtschaften, Europäische Währungsunion, Internationale Finanzmärkte.*

## 1. Problemstellung

Das Volumen internationaler Kapitalströme hat in den neunziger Jahren stark zugenommen. Verschiedene Konzepte zur Messung internationaler Kapitalmobilität deuten darauf hin, dass insgesamt der **Grad der internationalen Kapitalmobilität** in jüngerer Zeit **gestiegen** ist (*Buch/Pierdzioch, 2001; Deutsche Bundesbank, 2001*). Während die Kapitalmobilität zwischen den Industrieländern bereits zur Zeit des Goldstandards recht hoch war, hat sich im letzten Jahrzehnt der Grad der internationalen Kapitalmobilität zwischen Industrieländern und den aufstrebenden Entwicklungs- und Schwellenländern (emerging markets) spürbar erhöht.

Die wichtigsten Formen internationaler Kapitalbewegungen sind internationale Portfolioinvestitionen, internationale Bankkreditvergabe sowie Direktinvestitionen. Es ist unbestritten, dass die Vertiefung der internationalen Integration der Kapitalmärkte für die beteiligten Volkswirtschaften zahlreiche **Vorteile** bietet. Internationale Kapitalmobilität gibt den Volkswirtschaften eine größere Flexibilität in den intertemporalen Entscheidungen, weil etwaige Ungleichgewichte zwischen Ersparnis und Investitionen durch internationale Kapitalbewegungen ausgeglichen werden können. Internationale Kapitalmobilität erweitert das Spektrum der Finanzaktiva und erlaubt eine weitergehende Diversifikation des Finanzvermögens der Kapitalanleger. Realkapital wird aus Ländern mit einer niedrigeren Kapitalproduktivität an den Ort der produktivsten Verwendung gelenkt (vgl. z. B. *Clausen/Willms, 2003; Sauernheimer, 2001*).

Im weltwirtschaftlichen Kontext sind **aufstrebende Volkswirtschaften** in der Regel **Nettokapitalimporteure** (Abb. 1). Das Volumen der öffentlichen Kapitalzuflüsse ist im Zeitablauf vergleichsweise geringen Schwankungen unterworfen. Das Gesamtvolumen der privaten Kapitalzuflüsse ist in den neunziger Jahren sehr stark gestiegen und durch erhebliche Schwankungen geprägt. Ferner hat sich im Zeitablauf die **Struktur der Nettokapitalströme** deutlich verschoben. Das Volumen der Direktinvestitionen ist in den neunziger Jahren stark und relativ stetig gewachsen. Das Volumen der Portfolioinvestitionen und der internationalen Bankkreditvergabe ist in der ersten Hälfte der neunziger Jahre ähnlich stark gestiegen, in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre jedoch deutlich zurückgegangen. Gemessen an der Börsenkapitalisierung bzw. Wirtschaftskraft der Empfängerländer waren diese Veränderungen in den Nettokapitalflüssen sehr bedeutsam und brachten erhebliche makroökonomische Anpassungslasten mit sich (Reinhart/Smith, 2002).



Quelle: IWF, World Economic Outlook, Dezember 2001

Abb. 1: Nettokapitalflüsse in aufstrebende Volkswirtschaften

Diese relativ abrupte **Umkehr in den Nettokapitalströmen** bedeutet, dass eine hohe internationale Kapitalmobilität auch mit **Risiken** verbunden sein kann. Zahlreiche Währungs- und Finanzkrisen in den neunziger Jahren, z. B. in Mexiko 1994, in Asien 1997, in Russland 1998 sowie in jüngerer Zeit in der Türkei und in Argentinien, sind dafür deutliche Belege (vgl. etwa Frenkel/Menkhoff, 2000; Aschinger, 2001).

Vor diesem Hintergrund untersucht die folgende Analyse die makroökonomischen Implikationen einer zunehmenden internationalen Integration der Kapitalmärkte. Den analytischen Rahmen bildet das IS/LM/Z-Modell für eine kleine offene Volkswirtschaft. Im Unterschied zu traditionellen

Untersuchungen, in denen die Auswirkungen von Veränderungen exogener Variablen des In- oder Auslandes im Mittelpunkt der Betrachtung stehen, wird hier der Einfluss einer Veränderung des Grades der internationalen Kapitalmobilität untersucht. Es handelt sich dementsprechend um einen zugrundeliegenden Strukturparameter des Modells bei Konstanz der exogenen Variablen des In- und Auslands.

Die Auswirkungen einer Veränderung des Grades der internationalen Kapitalmobilität hängen vom **Wechselkurssystem** und von der **Richtung der Nettokapitalströme in der Ausgangslage** ab (Nettokapitalimporteur oder –exporteur). Im folgenden wird davon ausgegangen, dass das betrachtete Land in der Ausgangslage Nettokapitalimporteur ist. Ferner wird durchgängig von einer Erhöhung des Grades der internationalen Kapitalmobilität ausgegangen.

Eine derartige **Erhöhung der internationalen Kapitalmobilität** läßt sich grundsätzlich auf zwei **Ursachen** zurückführen. Im technischen Sinn kommt es zu einer Erhöhung der internationalen Kapitalmobilität durch eine Verringerung von Informations- und Transaktionskosten, den Abbau von Kapitalverkehrskontrollen sowie die Liberalisierung und Deregulierung des Finanzsektors in den Empfängerländern. Im ökonomischen Sinn kommt es zu einer Erhöhung der internationalen Kapitalmobilität, wenn im Rahmen einer optimalen internationalen Portfolioallokation internationaler Anleger die Bereitschaft steigt, einen höheren Teil ihres Vermögens im Empfängerland zu investieren. Als Ursachen dafür kommen ein abnehmender Grad der Risikoaversion internationaler Anleger oder in ihrer Wahrnehmung eine Verringerung der mit diesem Auslandsengagement verbundenen Risiken in Betracht.

Während die internationale Kapitalmobilität im technischen Sinn im Regelfall zunimmt, kann es im ökonomischen Sinn durchaus im Fall einer Erhöhung der Risikoprämie zu einer Umkehrung internationaler Kapitalströme kommen. Die diesbezügliche Wirkungsanalyse und die wirtschaftspolitischen Implikationen kehren sich in diesem Fall um.

## **2. Auswirkungen einer Erhöhung der internationalen Kapitalmobilität**

Den analytischen Rahmen bildet das keynesianische Modell einer kleinen offenen Volkswirtschaft. Das Preisniveau ist hierbei konstant und wird aus Vereinfachungsgründen im In- und Ausland auf Eins normiert ( $P=1$ ). Die Gleichgewichtsbedingungen für den Gütermarkt (IS), den Geldmarkt (LM) und die Zahlungsbilanz (Z) lauten:

$$(IS) \quad Y = C^{(+)}(Y) + I^{(-)}(i) + G + A^{(-)}(Y, Y^*, e)^{(+)} \quad (1)$$

$$(LM) \quad M = H + IR = L^{(+)}(Y, i)^{(-)} \quad (2)$$

$$(Z) \quad Z = A^{(-)}(Y, Y^*, e)^{(+)} + \beta(i - i^*)^{(+)} \quad (3)$$

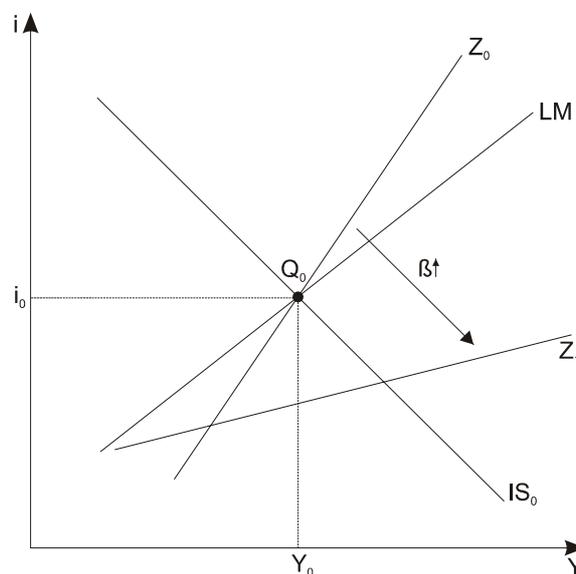
Das Niveau des realen Volkseinkommens  $Y$  in (1) wird kurzfristig durch die Güternachfrage bestimmt. Die reale Güternachfrage setzt sich zusammen aus dem einkommensabhängigen Konsum  $C$ , den zinsabhängigen Investitionen  $I$ , den Staatsausgaben  $G$  und dem Außenbeitrag  $A$ . Die Vorzeichen über den Variablen geben die jeweilige Richtung der Abhängigkeiten an. Ein Anstieg des inländischen Einkommens erhöht die Importe und verschlechtert dementsprechend den Außenbeitrag. Ein Anstieg des ausländischen Einkommens  $Y^*$  führt zu einem Anstieg der Exporte und einer Verbesserung des Außenbeitrages. Der nominale Wechselkurs  $e$  ist in Mengennotierung angegeben. Eine Aufwertung der inländischen Währung ist gleichbedeutend mit einem Anstieg des Wechselkurses. Es wird die Gültigkeit der Marshall-Lerner Bedingung unterstellt, so dass mit einer Aufwertung immer eine Verschlechterung des Außenbeitrages verbunden ist. In der Geldmarktgleichung (2) entspricht das reale Geldangebot der positiv einkommens- und negativ zinsabhängigen Geldnachfrage.

Die **Besonderheit** der obigen Modellformulierung liegt in der **Zahlungsbilanzgleichung** (3) im Einfluß der in- und ausländischen Zinsen auf die Nettokapitalströme. Die Nettokapitalströme sind nur von der Zinsdifferenz zwischen dem In- und Ausland abhängig. Internationale Zinsdifferenzen beeinflussen in erster Linie die internationale Bankkreditvergabe und Portfolioinvestitionen, die wiederum vorrangig für die starken Schwankungen der Nettokapitalströme verantwortlich sind. Der **Grad der internationalen Kapitalmobilität** wird durch den positiven Parameter  $\beta$  erfaßt. In der Ausgangslage ist die Zahlungsbilanz ausgeglichen ( $Z=0$ ). Salden in den Unterbilanzen dürften im Regelfall jedoch auftreten. Im Falle einer positiven Zinsdifferenz gegenüber dem Ausland ist das Land **Nettokapitalimporteuer** und weist ein Defizit in der Handelsbilanz auf. Im Falle einer negativen Zinsdifferenz ist das Land Nettokapitalexporteur und hat einen Handelsbilanzüberschuss.

Die Auswirkungen einer Erhöhung des Grades der internationalen Kapitalmobilität sind von der Richtung der Nettokapitalströme in der Ausgangslage abhängig. Das im folgenden diskutierte Beispiel ist auf Entwicklungs- und Schwellenländer zugeschnitten. Diese Länder sind, wie gesehen, in bezug auf die internationale Kapitalallokation in der Regel Nettokapitalimporteure. Ferner sind die Zinsen in diesen Ländern oftmals höher als auf den Kapitalmärkten in den Industrieländern.

Auch sind sie im weltwirtschaftlichen Kontext gesehen „klein“, so dass in der Wirkungsanalyse internationale Rückwirkungen vernachlässigt werden können.

In *Abb. 2* wird das System in einem  $i, Y$ -Diagramm graphisch dargestellt. Die **IS-Kurve** hat eine negative Steigung, weil mit steigendem Zins die Investitionsnachfrage fällt, so dass die Aufrechterhaltung des Gütermarktgleichgewichts einen Rückgang des Volkseinkommens erfordert. Die **LM-Kurve** zeigt alle Kombinationen von Zins und Einkommen, bei denen sich der Geldmarkt im Gleichgewicht befindet. Ihre Steigung ist positiv, weil bei steigendem Zinsniveau die Geldnachfrage aus dem Spekulationsmotiv sinkt, und das Geldmarktgleichgewicht kann nur durch ein erhöhtes Volkseinkommen und einer dadurch gestiegenen Geldnachfrage aus dem Transaktionsmotiv aufrechterhalten werden.



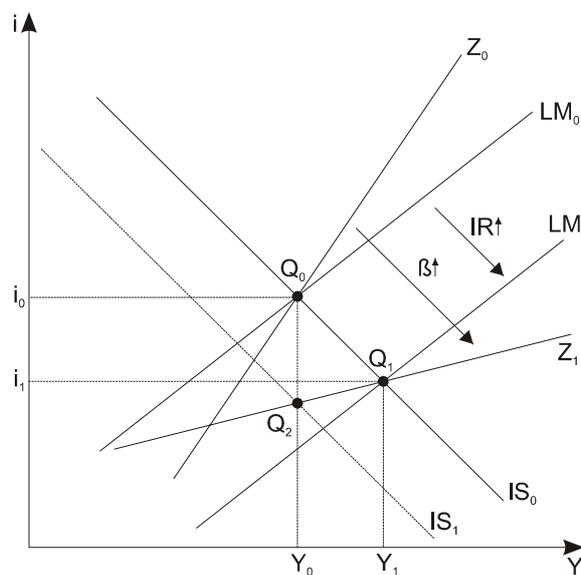
*Abb. 2: Wirkungen einer Erhöhung des Grades der internationalen Kapitalmobilität*

Die **Z-Kurve** bildet das Zahlungsbilanzgleichgewicht ab. Ihre Steigung ist positiv, weil ein steigender Inlandszins zu weiteren Kapitalimporten führt und damit die Kapitalbilanz verbessert. Das Gleichgewicht in der Zahlungsbilanz wird durch ein höheres Volkseinkommen und ein damit verbundenes höheres Handelsbilanzdefizit wieder hergestellt. Der Parameter  $\beta$  bestimmt die Steigung der Z-Kurve. Je höher  $\beta$  ist, desto stärker reagiert die Kapitalbilanz auf Zinsdifferenzen zwischen dem In- und Ausland und desto flacher verläuft die Z-Kurve. Im Extremfall vollkommener Kapitalmobilität entspricht der Inlandszins dem Auslandszins und die Z-Kurve verläuft horizontal (vgl. *Clausen/Willms, 2003*).

In *Abb. 2* ist das Ausgangsgleichgewicht durch  $Q_0$  dargestellt. In der Ausgangslage ist das Land Nettokapitalimporteur und durch eine relativ geringe internationale Kapitalmobilität gekennzeichnet. Die Erhöhung der internationalen Kapitalmobilität bzw. von  $\beta$  hat Auswirkungen auf **Steigung** und **Lage der Z-Kurve**. Die Kurve verläuft flacher. Zudem verlagert sie sich nach rechts, weil sich durch die gestiegenen Kapitalimporte die Kapitalbilanz verbessert. Ein Gleichgewicht in der Zahlungsbilanz wird wieder hergestellt, wenn das Volkseinkommen  $Y$  steigt bzw. der Zins  $i$  sinkt. Die makroökonomischen Anpassungsreaktionen und die wirtschaftspolitischen Implikationen hängen vom Wechselkursystem des betrachteten Landes ab.

### 3. Anpassung bei festen Wechselkursen

Die Steigerung von  $\beta$  erhöht die Nettokapitalimporte des Inlands. Die Nachfrage nach inländischer Währung steigt, und die Währung gerät unter Aufwertungsdruck. Die Zentralbank begegnet dem **Aufwertungsdruck** mit Devisenankäufen. Das Geldangebot  $M$  setzt sich von der Entstehungsseite der Zentralbankbilanz aus der heimischen Komponente ( $H$ ) und den internationalen Reserven ( $IR$ ) zusammen. Die Währungsreserven ändern sich bei festen Wechselkursen entsprechend dem Saldo der Zahlungsbilanz und sind endogen ( $Z=\Delta IR$ ).



*Abb. 3: Anpassung bei festen Wechselkursen*

Verzichtet die Zentralbank auf eine Neutralisierungspolitik und hält dementsprechend das Niveau der heimischen Komponente unverändert ( $\Delta H=0$ ), führt der **Anstieg der Währungsreserven** im gleichen Umfang zu einer **Geldmengenerhöhung** ( $\Delta M=\Delta IR>0$ ). Dieses bewirkt eine Zinssenkung, die über eine Ausweitung der Investitionen zu einer Steigerung des Volkseinkommens führt. Bei festen Wechselkursen passt sich aufgrund der Endogenität der Geldmenge die LM-Kurve an das

durch den Schnittpunkt von IS- und Z-Kurve definierte Gleichgewicht an (Abb. 3). Im neuen Gleichgewicht  $Q_I$  ist das Volkseinkommen von  $Y_0$  auf  $Y_I$  gestiegen; der Inlandszins ist von  $i_0$  auf  $i_I$  gefallen. Das Defizit der Handelsbilanz ist im Vergleich zur Ausgangslage weiter gestiegen, weil die inländische Einkommenserhöhung die Importnachfrage stimuliert.

Diese Ergebnisse lassen sich auch algebraisch ableiten. Für die **Multiplikatoranalyse** wird zunächst das totale Differential der drei Gleichgewichtsbeziehungen gebildet. Partielle Ableitungen nach einer Variablen werden durch entsprechende tiefgestellte Indizes dargestellt. Wird dieses Gleichungssystem nach endogenen und exogenen Größen geordnet und in Matrixform dargestellt, ergibt sich:

$$\begin{bmatrix} (1 - C_Y - A_Y) & -I_i & 0 \\ L_Y & L_i & -1 \\ A_Y & \beta & 0 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} dY \\ di \\ dIR \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} dG + A_{Y^*} dY^* + A_e de \\ dH \\ -A_{Y^*} dY^* - A_e de + \beta di^* - (i - i^*) d\beta \end{bmatrix}. \quad (4)$$

Auf der Grundlage des eindeutigen Vorzeichens der Systemdeterminante:

$$|A_{fix}| = \beta(1 - C_Y - A_Y) + I_i A_Y > 0, \quad (5)$$

lassen sich die Reaktionen der endogenen Variablen Realeinkommen, Zins und Währungsreserven eindeutig bestimmen als:

$$\frac{dY}{d\beta} = \frac{-(i - i^*) I_i}{|A_{fix}|} > 0, \quad (6)$$

$$\frac{di}{d\beta} = \frac{-(i - i^*)(1 - C_Y - A_Y)}{|A_{fix}|} < 0, \quad (7)$$

$$\frac{dIR}{d\beta} = \frac{(i - i^*)[-(1 - C_Y - A_Y)L_i - L_Y I_i]}{|A_{fix}|} > 0. \quad (8)$$

Die Reaktion des Außenbeitrages folgt dementsprechend als:

$$\frac{dA}{d\beta} = A_Y \frac{dY}{d\beta} = -A_Y (i - i^*) \frac{I_i}{|A_{fix}|} < 0. \quad (9)$$

Ein übermäßiger Zufluss internationalen Kapitals ist dementsprechend mit Anpassungsproblemen verbunden, die wirtschaftspolitische Reaktionen erfordern. **Kurzfristig** besteht bei festen Wechselkursen die Gefahr der **konjunkturellen Überhitzung** der Volkswirtschaft. Diese kurzfristigen Anpassungsprobleme erfordern eine restriktive Stabilisierungspolitik. Bei festen Wechselkursen steht die Geldpolitik nicht zur Verfügung, weil sie der Wechselkursstabilisierung zugeordnet ist. Insofern ist eine **kontraktive Fiskalpolitik** notwendig, die die

zinsenkungsbedingte Hochkonjunktur dämpft. In *Abb. 3* würde dadurch die IS-Kurve nach links verlagert, bis der Schnittpunkt mit der neuen Z-Kurve beim ursprünglichen Einkommensniveau liegt (Punkt  $Q_2$ ). Ein Problem besteht hierbei jedoch oft darin, dass politische Widerstände der notwendigen Senkung der Staatsausgaben entgegen stehen.

**Mittel- bis langfristig** treten weitere Anpassungsprobleme auf. Ein hohes Defizit in der Leistungsbilanz stellt wirtschaftspolitisch ein Problem dar, weil es die Volkswirtschaft vom kontinuierlichen Zufluss ausländischen Kapitals abhängig macht. Es stellt sich deshalb die Frage nach der **Nachhaltigkeit ausländischer Kapitalzuflüsse**. Im Modell wird unterstellt, dass die Nettokapitalzuflüsse auf die Zinsdifferenz zwischen dem In- und Ausland *dauerhaft* auf ein höheres Niveau steigen. Wenn die Nettoersparnis der Industrieländer und damit das Mittelaufkommen nicht hinreichend wachsen, ist zu bezweifeln, dass die internationalen Kapitalanleger auf Dauer bereit sein werden, einen immer höheren Anteil ihres Portfolios in den Entwicklungsländern zu binden.

Darüber hinaus können die Kapitalzuflüsse aus dem Ausland eine **Verschuldungsdynamik** in Gang setzen, die in Zukunft stärkere Kapitalzuflüsse erforderlich macht. Die Zahlungsbilanzgleichung im IS/LM/Z-Modell ist kurzfristig orientiert. Der Saldo der Leistungsbilanz beinhaltet nicht nur den Außenbeitrag, sondern auch den Saldo der Bilanz der Vermögenseinkommen. Ist das Land wie im obigen Beispiel bereits in einer Nettoschuldnerposition, führt der Anstieg der Auslandsverschuldung zu einer Verschlechterung der Leistungsbilanz. Besonders problematisch ist diese Abhängigkeit von ausländischen Kapitalzuflüssen bei einem Anstieg des Zinsniveaus auf den Weltfinanzmärkten. Ein derartiger Anstieg bewirkt Anpassungsprobleme in der Zahlungsbilanz auf mehreren Ebenen. Auf der einen Seite steigt die **Zinslast** in bezug auf die Auslandsverschuldung. Dieser Effekt kommt um so stärker zum Tragen, je kürzer die Fristigkeit der Auslandsverschuldung ist. Zweitens kommt es dadurch zu einer geringeren (positiven) Zinsdifferenz gegenüber den Industrieländern und damit ceteris paribus zu geringeren Nettokapitalzuflüssen. Drittens kann es in diesem Umfeld zu einer Neubewertung des Auslandsengagements durch die internationalen Kapitalanleger kommen. Die **Erhöhung der Risikoprämie** auf Investitionen in den aufstrebenden Volkswirtschaften kann zu einem Rückgang des Parameters  $\beta$  führen. Diese Konstellation dürfte besonders dann gegeben sein, wenn das betrachtete Land feste Wechselkurse unterhält und wenn Zweifel an der Aufrechterhaltung des Festkurssystems aufkommen.

#### 4. Anpassung bei flexiblen Wechselkursen

Bei flexiblen Wechselkursen sorgen Veränderungen des Wechselkurses für den Ausgleich der Zahlungsbilanz. Die Erhöhung von  $\beta$  bewirkt bei einem Nettokapitalimporteure eine verstärkte Nachfrage nach inländischer Währung. Die damit verbundene **Aufwertung** bewirkt eine **Verschlechterung des Auenbeitrages** und letztendlich darüber einen Rückgang des Volkseinkommens.

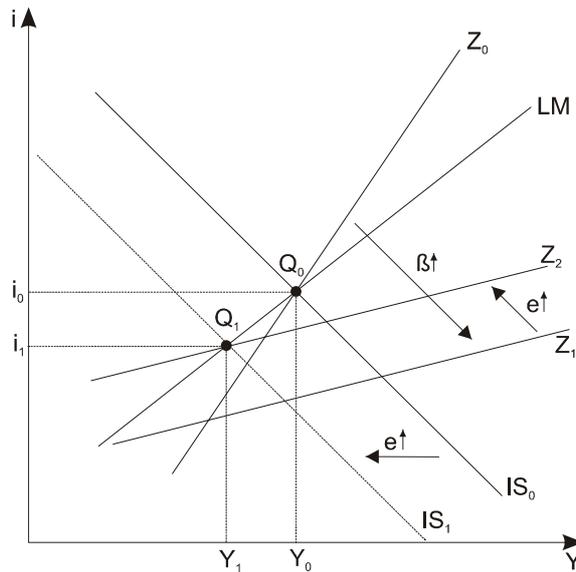


Abb. 4: Anpassung bei flexiblen Wechselkursen

In Abb. 4 kommt es zunächst durch die Erhöhung von  $\beta$  wieder zur Drehung und Verschiebung der Z-Kurve nach rechts. Durch die Aufwertung verlagern sich die IS- und die Z-Kurve nach links. Das neue Gleichgewicht ( $Q_1$ ) liegt auf der unveränderten LM-Kurve. Die Zinssenkung und die damit verbundene Erhöhung der Investitionen reichen nicht aus, um die aufwertungsbedingte Verschlechterung des Auenbeitrages zu kompensieren.

Analog zur Vorgehensweise bei festen Wechselkursen lassen sich die Ergebnisse ebenfalls analytisch zeigen, wobei der Wechselkurs endogen und die Geldmenge exogen sind. Das **System bei flexiblen Wechselkursen** lautet:

$$\begin{bmatrix} (1 - C_Y - A_Y) & -I_i & -A_e \\ L_Y & L_i & 0 \\ A_Y & \beta & A_e \end{bmatrix} \begin{bmatrix} dY \\ di \\ de \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} dG + A_{Y^*} dY^* \\ dM \\ -A_{Y^*} dY^* + \beta di^* - (i - i^*) d\beta \end{bmatrix}. \quad (10)$$

Die Systemdeterminante bei flexiblen Wechselkursen  $|A_{flex}|$  folgt als:

$$|A_{flex}| = A_e [L_i (1 - C_Y) + L_Y (I_i - \beta)] > 0. \quad (11)$$

Im Fall  $i > i^*$  folgen ein Rückgang des Einkommens, des Zinsniveaus und eine Aufwertung der Inlandswährung:

$$\frac{dY}{d\beta} = \frac{-(i-i^*)L_i A_e}{|A_{flex}|} < 0, \quad (12)$$

$$\frac{di}{d\beta} = \frac{(i-i^*)A_e L_Y}{|A_{flex}|} < 0, \quad (13)$$

$$\frac{de}{d\beta} = \frac{-(i-i^*)[(1-C_Y - A_Y)L_i + L_Y I_i]}{|A_{flex}|} > 0. \quad (14)$$

Die Effekte auf den **Außenbeitrag** sind gegenläufig. Die Verringerung des Einkommens dämpft die Importe und sorgt für eine Verbesserung des Außenbeitrages; die reale Aufwertung zieht eine Verschlechterung des Außenbeitrages nach sich. Auch die Wirkung auf den Saldo des Kapitalverkehrs ist durch **gegenläufige Einflüsse** gekennzeichnet. Die Erhöhung der internationalen Kapitalmobilität führt zu einem Anstieg der Nettokapitalzuflüsse (Primäreffekt). Die Zinssenkung im Inland dämpft hingegen die Nettokapitalzuflüsse (Sekundäreffekt). Es läßt sich algebraisch zeigen, dass der Primäreffekt den Sekundäreffekt dominiert. Aus der Zahlungsbilanzrestriktion folgt, dass der Außenbeitrag dem negativen Saldo des Kapitalverkehrs entspricht. Wird dieser Zusammenhang nach  $\beta$  abgeleitet, folgt:

$$\frac{dA}{d\beta} = -\beta \frac{di}{d\beta} - (i - i^*). \quad (15)$$

In Verbindung mit dem Zinseffekt (13) ergibt sich:

$$\frac{dA}{d\beta} = -\beta \frac{(i-i^*)A_e L_Y}{|A_{flex}|} - (i - i^*) \quad (16)$$

und nach Umformung:

$$\frac{dA}{d\beta} = -(i-i^*) \frac{A_e [L_i(1-C_Y) + L_Y I_i]}{|A_{flex}|} < 0. \quad (17)$$

Die aufwertungsbedingte Rezession bei flexiblen Wechselkursen könnte durch eine expansive Fiskalpolitik abgefedert werden. Allerdings wird hierdurch die sektorale Struktur der Volkswirtschaft beeinflusst. Während die Aufwertung den Exportsektor schwächt, stimuliert die Steigerung der Staatsausgaben den Sektor der nicht-handelbaren Güter. Es ist auch eine expansive Geldpolitik denkbar. In einem System kontrolliert flexibler Wechselkurse (*Managed Floating*) könnte die Zentralbank in gewissem Umfang Devisen ankaufen, um die Aufwertung abzuschwächen (*Clausen/Willms, 2003*).

## 5. Wirtschaftspolitische Implikationen

Grundsätzlich hängen die wirtschaftspolitischen Implikationen einer Erhöhung der internationalen Kapitalmobilität von der **Struktur der einfließenden Kapitalströme** ab. Eine höhere Mobilität der

internationalen Portfolioinvestitionen und der Bankkreditvergabe hat in erster Linie Implikationen für die Stabilisierungspolitik. Eine höhere Beweglichkeit der Direktinvestitionen betrifft vorrangig diejenigen Politikbereiche, die die Standortqualität und Kapitalrentabilität beeinflussen, wie etwa die Unternehmensbesteuerung, die Ordnungspolitik und die öffentliche Bereitstellung von Infrastruktur (Siebert, 1998).

Vor dem Hintergrund der oben dargestellten Anpassungsprobleme überrascht es nicht, dass Entwicklungs- und Schwellenländer bestrebt sind, ihre Anfälligkeit gegenüber einer Umkehr der internationalen Kapitalströme zu verringern und Engpässe in bezug auf die internationale Liquidität zu vermeiden. Die **Erhöhung der Währungsreserven** sorgt für einen Liquiditätspuffer, der für eine vorübergehende Periode die Finanzierung eines Leistungsbilanzdefizites ermöglicht. Dieses gibt hinreichend Zeit, um die notwendigen wirtschaftspolitischen Korrekturmaßnahmen zu ergreifen. Angesichts der mit einer drohenden Liquiditätskrise verbundenen außenwirtschaftlichen Turbulenzen und hohen volkswirtschaftlichen Anpassungslasten haben zahlreiche Entwicklungsländer ihre Währungsreserven in den neunziger Jahren deutlich aufgestockt. Der Anteil der Währungsreserven in Händen der aufstrebenden Volkswirtschaften an den Weltwährungsreserven ist von 36% im Jahre 1990 auf 57% im Jahre 2000 gestiegen. Kurzfristig verfügbare Liquidität kann ferner durch zusätzliche Kreditlinien beim Internationalen Währungsfonds oder bei Geschäftsbanken mobilisiert werden (vgl. Caves/Frankel/Jones, 2002).

Eine andere Möglichkeit ist die **Einführung von vorübergehenden Kapitalverkehrskontrollen**, die die Kapitalzuflüsse bremsen (Reinhart/Smith, 2002). Dazu gehören beispielsweise Beschränkungen der Kreditaufnahme inländischer Akteure auf dem Weltkapitalmarkt. Sinnvoll ist auch eine **Umschichtung in der Struktur der Nettokapitalzuflüsse**. Im Bereich der Auslandsverschuldung bei Banken oder auf Wertpapiermärkten kann die Krisenanfälligkeit der Empfängerländer vermindert werden, indem **längerfristige Verschuldungsformen** gewählt werden. Umschuldungsklauseln, die in Krisenzeiten eine vorübergehende Aussetzung des Kapitaldienstes ermöglichen, schaffen wertvolle zeitliche Spielräume für die Wirtschaftspolitik, um die notwendigen Korrekturmaßnahmen zu ergreifen. Auch die Öffnung der Volkswirtschaften für **ausländische Direktinvestitionen** zur Finanzierung heimischer Investitionen ist sinnvoll.

Die starke Zunahme des Volumens und der Volatilität internationaler Kapitalströme hat auch erhebliche Konsequenzen für die **Wahl des Wechselkurssystems**. Hierbei wird in jüngerer Zeit unterschieden zwischen „harten“ Wechselkursfixierungen (Übernahme einer ausländischen Währung als gesetzliches Zahlungsmittel, Currency Board), „weichen“ Wechselkursfixierungen wie

etwa in Form fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse und flexiblen Wechselkursen (*Deutsche Bundesbank*, 2002). „Weiche“ Wechselkursfixierungen waren Anfang der neunziger Jahre bei den aufstrebenden Volkswirtschaften weit verbreitet, haben sich aber in der Praxis nicht bewährt. Im Umfeld hoher internationaler Kapitalmobilität sind sie krisenanfällig. Dementsprechend erfordert ein hohes Maß an internationaler Kapitalmobilität eine Entscheidung in Richtung der **Ecklösungen** „harte“ Wechselkursfixierung bzw. flexibler Wechselkurse („*corner hypothesis*“). Die Entscheidung fiel hierbei oft zugunsten eines Systems flexibler Wechselkurse aus, weil zahlreiche Länder nicht bereit waren, die einseitige Ausrichtung der Wirtschaftspolitik auf das Ziel der Wechselkursstabilität zu akzeptieren. Dementsprechend hat bei den Schwellenländern im Verlauf der neunziger Jahre die Bedeutung flexibler Wechselkurse erheblich zugenommen.

## 6. Fazit

Unabhängig vom Wechselkurssystem kommt es für einen Nettokapitalimporteure bei einem Anstieg der internationalen Kapitalmobilität zu einer Zinssenkung und einem Anstieg des Handelsbilanzdefizites. Kurzfristig sind bei festen Wechselkursen durch den Kapitalimport konjunkturelle Überhitzungserscheinungen zu erwarten, bei flexiblen Wechselkursen eine aufwertungsbedingte Rezession. Mittel- bis langfristig treten weitere Anpassungsprobleme hinzu. Unabhängig vom Wechselkurssystem führt die Erhöhung der internationalen Kapitalmobilität zu einer Verschlechterung der Handelsbilanz. Der Finanzierungsbedarf auf dem internationalen Kapitalmarkt nimmt dementsprechend zu. Mittelfristig könnte die **Kreditwürdigkeit des Landes** auf den internationalen Finanzmärkten in Frage gestellt werden.

Im Hinblick auf die Struktur der internationalen Kapitalbewegungen ist für die Empfängerländer ein Zufluss in Form von ausländischen **Direktinvestitionen besonders vorteilhaft**. Erstens sind ausländische Direktinvestitionen weniger schwankungsanfällig und weisen einen recht stetigen Verlauf auf. Eine abrupte Umkehrung der Nettokapitalströme ist hier nicht möglich oder zumindest weniger wahrscheinlich. Zweitens werden die einfließenden Mittel für produktive Investitionen verwendet, oft in exportorientierten Sektoren. Nur so ist es möglich, den notwendigen Kapaldienst in Zukunft aufzubringen und gleichzeitig dies in ausländischer Währung zu leisten. Drittens kommt es bei Zuflüssen in Form von Direktinvestitionen nicht zu einer Verschuldungsdynamik, die mittel- bis langfristig Vertrauenskrisen auslösen können. Viertens ist damit ausgeschlossen, dass die Kapitalzuflüsse zur Finanzierung unproduktiver staatlicher oder privater Konsumausgaben verwendet werden. Insgesamt überrascht es damit nicht, dass in den neunziger Jahren eine deutlich erkennbare Umschichtung in Richtung Direktinvestitionen stattgefunden hat.

## Literatur

- Aschinger, G.*, Währungs- und Finanzkrisen, Entstehung, Analyse und Beurteilung aktueller Krisen, München 2001.
- Buch, C., C. Pierdzioch*, Wachstum und Volatilität internationaler Kapitalströme, in: Die Weltwirtschaft, 1991, Heft 4, S. 390-409.
- Caves, R. E., J. A. Frankel, R. W. Jones*, World Trade and Payments, An Introduction, 9<sup>th</sup> ed., Boston 2002, S. 501-533.
- Clausen, V., M. Willms*, Internationale Währungspolitik, 3. überarb. und stark erweiterte Aufl., München 2003 (in Vorbereitung).
- Deutsche Bundesbank*, Die internationale Integration der deutschen Wertpapiermärkte, in: *Deutsche Bundesbank*, Monatsberichte, Dezember 2001, S. 15-28.
- Deutsche Bundesbank*, Wechselkurspolitische Konsequenzen zunehmender Kapitalströme – weltweite Erfahrungen und Perspektiven, in: *Deutsche Bundesbank*, in: Monatsberichte, Juni 2002, S. 59-77.
- Frenkel, M., L. Menkhoff*, Stabile Weltfinanzen. Die Debatte um eine neue internationale Finanzarchitektur, Heidelberg 2000.
- Internationaler Währungsfonds*, World Economic Outlook, Washington D.C., 2001, Dezember.
- Reinhart, C. M., R. T. Smith*, Temporary Controls on Capital Inflows, in: Journal of International Economics, 2002, Heft 2, S. 327-351.
- Sauernheimer, K.-H.*, Ausmass und wirtschaftspolitische Konsequenzen der internationalen Kapitalmobilität, in: Politische Studien, Bd. 52 (2001), nov/dez, S. 22-36.
- Siebert, H.*, Disziplinierung der nationalen Wirtschaftspolitik durch die internationale Kapitalmobilität, in: *D. Duwendag* (Hrsg.), Finanzmärkte im Spannungsfeld von Globalisierung, Regulierung und Geldpolitik, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Band 261 (1998), S. 41-67.